



Strategisk analyse & værdiansættelse af Arla



Vejleder: Jens Riis Andersen

Titelblad

Uddannelse:	Erhvervsøkonomisk diplomuddannelse (HD) i regnskab & økonomistyring
Uddannelsessted:	Aalborg universitet
Semester:	4. semester
Semestertema:	Afgangprojekt
Titel:	Strategisk analyse & værdiansættelse af Arla
Vejleder:	Jens Riis Andersen
Gruppenummer:	47
Antal anslag:	165.424
Sider:	$165.424 / 2.400 = 68,9$ Sider
Forfattere:	Mark Herholdt Munkebæk (MKK) & Mike Damborg Ballin (MDB)
Studienummer:	MKK: 20181925 & MDB: 20144750

Afleveringsdato: 04.05.2020

Indhold

1. Abstract	1
2. Indledning	3
2.1 Problemfelt	5
2.2 Problemformulering	6
2.3 Metode	6
2.4 Afgrænsning	7
2.5 Kildekritik	7
2.6 Disponering/struktur	9
3. Strategisk analyse	10
3.1 Introduktion til afsnittet	10
3.2 Introduktion til den interne analyse	10
3.2.1 Arlas vækststrategier	11
3.2.2 Arlas værdiskabende aktiviteter	15
3.2.3 Arlas konkurrence strategier	26
3.3 Eksterne analyse	28
3.3.1 Analyse af Arlas omverden	28
3.3.2 Analyse af konkurrencesituationen	33
3.4 Delkonklusion på strategisk analyse – SWOT & VRIN	39
3.4.1 SWOT	39
3.4.2 VRIN-analyse	41
4. Regnskabsanalyse	44
4.1 Introduktion til afsnittet	44
4.2 Reformulering af Arlas resultatopgørelse for perioden 2015 til 2019	44
4.2.1 Omsætning	47
4.2.2 Driftsomkostninger:	53
4.2.3 Øvrige driftsindtægter og driftsomkostninger:	55
4.3 Reformulering af Arlas balance for perioden 2015 til 2019	56
4.4 Analyse af Arlas rentabilitetsstruktur	59
4.5 Delkonklusion regnskabsanalysen	64
5. Budgettering for Arla	66
5.1 Introduktion til afsnittet	66
5.2 Budgettering af de finansielle værdidrivere	67

5.3 budgettering af omsætning.....	68
5.4 Budgettering af omkostninger	70
5.5 budgettering af EBIT-margin	71
5.6 Budgettering af rente og skat.....	71
5.7 Budgettering af udvikling i arbejdskapital.....	72
5.7.1 Varebeholdninger:.....	72
5.7.2 Tilgodehavender fra salg:	73
5.7.3 Leverandørgæld:	74
5.8 budgettering af CAPEX	75
5.9 Budgettering af øvrige poster	76
6. Værdiansættelse af Arla	77
6.1 Introduktion til afsnittet.....	77
6.2 Værdiansættelse af Arla efter Discounted cash flow metode	78
6.2.1 WACC - Weighted Average Cost of Capital	78
6.2.2 FCF – de frie pengestrømme	84
6.2.3 Terminalværdien	85
6.2.4 DCF-modellen	85
6.2.5 Følsomhedsanalyse på vigtige parametre.....	87
6.2.6 Alternative værdiansættelsesmetoder	89
6.3 Brand Finance fremgangsmåde til at værdiansætte en virksomhed	90
6.4 Sammenligning projektets værdiansættelse kontra Brand Finance værdiansættelse af Arla....	93
6.5 Delkonklusion værdiansættelse for Arla	94
7. Konklusion	95
8. Litteraturliste.....	98
8.1 Årsrapporter:.....	98
8.2 Bøger:	98
8.3 Hjemmesider:	99
8.4 Interviewet personer:.....	99
9. Bilag	100
9.1 Bilag 01 - Transskribering af interview med landmand Henrik Ruhoff	100
9.2 Bilag 02 – Arlas balanceposter for perioden 2014 til 2019	103
9.3 Bilag 03 – Forecastperiode 2020 til 2025	106

1. Abstract

The purpose of this project is to provide a qualified estimate of the value of Arla as at December 31 2019. Arla is not a publicly listed company and its value can thus not be established from the current price on the exchange listed stock, therefore this project will demonstrate another way to establish a company's value. In order to reach as exact a result as possible and to ensure an accurate valuation of Arla in relation to the discounted cash flow model, this project's calculated valuation is compared to a brand value report from Brand Finance, which in 2019 valued Arla at 3,423 million dollars. In light of these considerations this project will answer following question: "Arla is valued at 3,423 million dollars in a report by Brand Finance from 2019. Is this valuation accurate in relation to the economical value calculated by the use of the discounted cash flow model?"

The analysis is mainly conducted by the use of quantitative method and draws on both primary and secondary data such as Arla's annual report, interview with an Arla farmer/owner and relevant literature. The analysis consists of three main parts: a strategic analysis, a financial statement analysis and budgeting.

The strategic analysis concludes that Arla has a number of strengths such as close cooperation with suppliers, ownership of the entire supply chain and focus on sustainable production, animal welfare and product development. The analysis furthermore concludes that one of Arla's main weaknesses is that it has to receive all milk produced by the suppliers regardless of demand. Most of the European markets are saturated, which is why Arla has increased its focus on North Africa, the Middle East and China, where the growing demand for dairy products provides new opportunities for Arla. Moreover, Arla's biggest threats are currency fluctuation, Brexit uncertainty, climate change and dairy product substitution.

The financial statement analysis concludes that Arla is a relatively stabile company considering that it operates in a global market with political unrest. The European market is currently Arla's biggest, however Arla has increased its focus on countries outside the European Union due to decreasing turnover.

Based on the creation of a 2020-2025 budget for Arla and after calculating Arla's value by the use of the discounted cash flow model, we conclude that Arla can be valued at 2,176 million EUR. This valuation is lower than the value at 3,058 million EUR. presented by Brand Finance in 2019. The difference is that Brand Finance adds a calculated brand loyalty rate and does neither include liquid assets nor deducts debts in their valuation of Arla. Both liquid assets and debts are included in the calculations based on the discounted cash flow model, which explains the different valuations of Arla. Lastly, the findings of this project highlight certain differences and methods in valuation practices, which could be subject to further discussion and research.

2. Indledning

Mejerisektoren i Danmark og hele verden er i udvikling. I en tid hvor sundhed, bæredygtighed og klima er helt store trends i både ind- og udland, stilles der store krav til de globale spillere i mejerisektoren. Der stilles blandt andet, krav til udledning af CO₂, reduceret plastindhold i emballage, samt alternative produkter i forhold til den traditionelle mælk. Forbrugerne kræver noget andet i dag end for 20-30 år siden og sammenholdt med en politisk indgriben, så er disse forhold med til at sætte et pres på mejerigiganterne, både i Danmark og udland¹².

En af disse giganter er danske Arla. Det Arla vi kender i dag, er et resultat af andelsbevægelsen, som tilbage i 1880'erne udsprang af det første mejeri i en mindre vestjysk by, hvor ønsket fra landmændenes side var at kunne forarbejde og forælde den traditionelle komælk. I perioden 1882-1960 blev grundstenen til den danske mejerisektor skabt og antallet af mejerier nåede 1.400. Samme udvikling kunne ses i den øvrige del af verdenen, hvor andelstanken også slog igennem, både i Tyskland, Holland, Frankrig, Italien og USA.³



I perioden 1960-2000 blev der sat fokus på at konsolidere den danske mejerisektor, således man med stordriftsfordelene kunne blive mere konkurrencedygtig. Blandt andet ved at samle organisations- og salgssapparat under et. Gennem fusioner og opkøb blev dette til MD (mejeriselskabet Danmark) i 1970. Det samme skete i Sverige, hvor virksomheden hed Mjölkcenralen, det vi i dag kender som Arla.⁴

¹ <https://fodevarewatch.dk/secure/Drikkevarer/article11024690.ece>

² <https://landbrugsavisen.dk/kv%C3%A6g/r%C3%A5dgivningschef-mejerier-preset-af-konkurrence-fra-andre-proteinprodukter>

³ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/fra-andelsmejerier-til-arla-foods-1882-2012/>

⁴ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/fra-andelsmejerier-til-arla-foods-1882-2012/>

Konsolideringen af den danske mejeriindustri fortsatte op igennem 70'erne, 80'erne og 90'erne, hvor en trediveårige proces afsluttede med overtagelsen af Kløvermælk i 1999. På dette tidspunkt dækkede MD Foods 90% af den danske mælkeproduktion.⁵

I 2000 fusionerede svenske Arla og danske MD Foods, hvilket medførte en fordobling af omsætningen og antallet af mælkeleverandører. Sammen dannede de to virksomheder nu en samlet virksomhed, Arla. Dette banende vejen for Arlas ønske om udvidelse på de internationale markeder.

I perioden 2000-nu har Arla arbejdet med at vækste på de internationale markeder gennem opkøb, fusioner, samt partnerskaber med tyske, engelske, mellemøstlige, canadiske og kinesiske mejeriselskaber, samt organisk vækst gennem adskillige strategiske tiltag og derigennem forøget deres omsætning og i den sammenhæng også deres overskud og værdi.

⁵ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/fra-andelsmejerier-til-arla-foods-1882-2012/>

2.1 Problemfelt

Arla er en af de store spillere på det globale mejerimarked. Målt på omsætning er Arla den syvende største mejerivirksomhed på markedet.

Table 1: Global Dairy Top 20, 2019

2019	2018	Company	Country of headquarters	Dairy turnover, 2018*	
				USD billion	EUR billion
1	1	Nestlé	Switzerland	24.3	20.6
2	2	Lactalis	France	20.8	17.6
3	3	Danone	France	18.0	15.2
4	5	Fonterra	New Zealand	14.3	12.1
5	6	FrieslandCampina	Netherlands	13.8	11.6
6	4	Dairy Farmers of America	US	13.6	11.5
7	7	Arla Foods	Denmark/Sweden	12.4	10.5
8	9	Yili	China	11.2	9.5
9	8	Saputo	Canada	11.0	9.3
10	10	Mengniu	China	10.3	8.7
11	11	Dean Foods	US	7.5	6.3
12	12	Unilever	Netherlands	6.7†	5.7†
13	13	DMK	Germany	6.7	5.6
14	14	Kraft Heinz	US	6.0	5.1
15	16	Sodiaal	France	6.0	5.0
16	15	Meiji	Japan	5.8	4.9
17	16	Savencia	France	5.7	4.9
18	19	Agropur	Canada	5.2	4.4
19	20	Schreiber Foods	US	5.1†	4.3†
20	18	Müller	Germany	5.1†	4.3†

Figur 1 – Global top 20 mejeriselskabet på verdensplan (<https://www.dairyindustries.com/news/32467/2019-global-dairy-top-20/>)

Arla er et andelsmejeri og er ejet af landmændene, som hver ejer andelsbeviser i selskabet. De er også selskabets leverandører, da Arla forarbejder landmændenes mælk og sælger de forædlet produkter videre. Virksomhedens mange interessenter, herunder særligt landmændene, gør at selskabets årsrapport giver et datagrundlag som er med til at danne et fundamentet for analyse, budgettering og værdiansættelse. Værdien af virksomheden kan ikke umiddelbart aflæses af børsens kurser, da selskabet ikke er børsnoteret. Derfor er der ikke umiddelbart en markedsgeneret værdi at holde en beregnet værdi op imod. Der må derfor sammenlignes med noget andet.

En rapport fra Brand Finance fra 2019 giver et bud på værdien i forhold til Brandet Arla. Et brands værdi er ikke et udtryk for virksomhedens værdi, men noget mere. Udover den økonomiske værdi, som kan beregnes ved hjælp af værdiansættelsesmodeller, så som Discounted Cash Flow eller multipler, eksisterer begreber Brand Equity. I dette projekt værdiansættes Arla ud fra den kapitalværdibaseret model Discounted cash flow, og sammenholde med den Brand Value som Brand Finance kommer frem til i deres rapport.

2.2 Problemformulering

Jævnfør en rapport fra Brand Finance i 2019⁶ er Arla som brand værdiansat til 3.423 mio. dollars. Er denne værdiansættelse retvisende set i forhold til den økonomiske værdi beregnet ud fra Discounted cash flow modellen?

For at kunne besvare projektets problemformulering er der opstillet følgende fire underspørgsmål:

1. Hvordan er Arlas interne- og eksterne forhold igennem perioden 2015-2019?
2. Hvordan har Arlas økonomiske situation udviklet sig i perioden 2015-2019?
3. Hvordan vil den strategiske- og økonomiske analyse påvirke budgetteringen for Arla for perioden 2020-2025, samt hvilke forudsætninger og antagelser er vigtige at medtage i budgetteringen.
4. Hvad er de grundlæggende forskelle på Brand Finance værdiansættelse af Arla modsætningsvis vores værdiansættelse ud fra Discounted cash flow modellen.

2.3 Metode

I dette afsnit redegøres der for, hvilken videnskabelig metode, der anvendes til at løse dette projekts problemformulering. Problemformuleringen vil blive løst ud fra det forklarende niveau, da Brands Finans' værdiansættelse af Arla vil enten blive bekræftet eller afkræftet om værdien er retvisende.

For at kunne komme med et kvalificeret bud på Arlas værdiansættelse anvendes hovedsageligt den kvantitative metode, hvor værdiansættelsen af Arla primært bliver bygget på sekundære data. Der bliver foretaget et interview med en af andelshaverne for derigennem at indsamle primære data angående virksomheden.

Sekundære data vil bestå af både kvantitative og kvalitative data, som primært vil være Arlas årsrapporter for perioden 2015-2019, Arlas strategi og produkter, Lærebøger fra HD-studiet, andet relevant faglitteratur, videnskabelige artikler samt artikler, hvor ledelsen, bestyrelsen

⁶ https://brandfinance.com/images/upload/food_drink_free.pdf

og medarbejdere fra Arla udtaler sig om en gældende situation, som kan have en betydning for dette projekts værdiansættelse af Arla.

2.4 Afgrænsning

Ved regnskabsanalysen tages der udgangspunkt i de seneste 5 årsrapporter svarende til 2015, 2016, 2017, 2018 og 2019. Der afgrænses derfor fra årsrapporter for tidligere år. Den gennemsnitlige værdi vil blive anvendt i regnskabsanalysen i årene 2015-2019 ved beregning af nøgletal. I 2014 tages der dog udgangspunkt i ultimo værdier. Den strategiske analyse af Arla afgrænses til de mest relevante analyser, hvorfor der ikke tages udgangspunkt i samtlige strategiske analyser. I forbindelse med den eksterne analyse afgrænses til PESTEL som vurderes at give det bedste udbytte set i forhold til Arlas eksterne forhold. Til den interne analyse afgrænses til porters værdikæde, Ansoffs vækst strategier, samt Porters generiske strategier, som vurderes at give det bedste udbytte i forhold til de interne forhold. Til at belyse konkurrencesituationen på markederne afgrænses der til porters five forces, da denne vurderes at give det bedste udbytte i forhold til belysning af konkurrencesituationen. Der afgrænses fra informationer, der er udgivet efter den 4. marts 2020. Der tages derfor udelukkende udgangspunkt i offentliggjorte informationer, som er udgivet til og med den 4. marts 2020.

2.5 Kildekritik

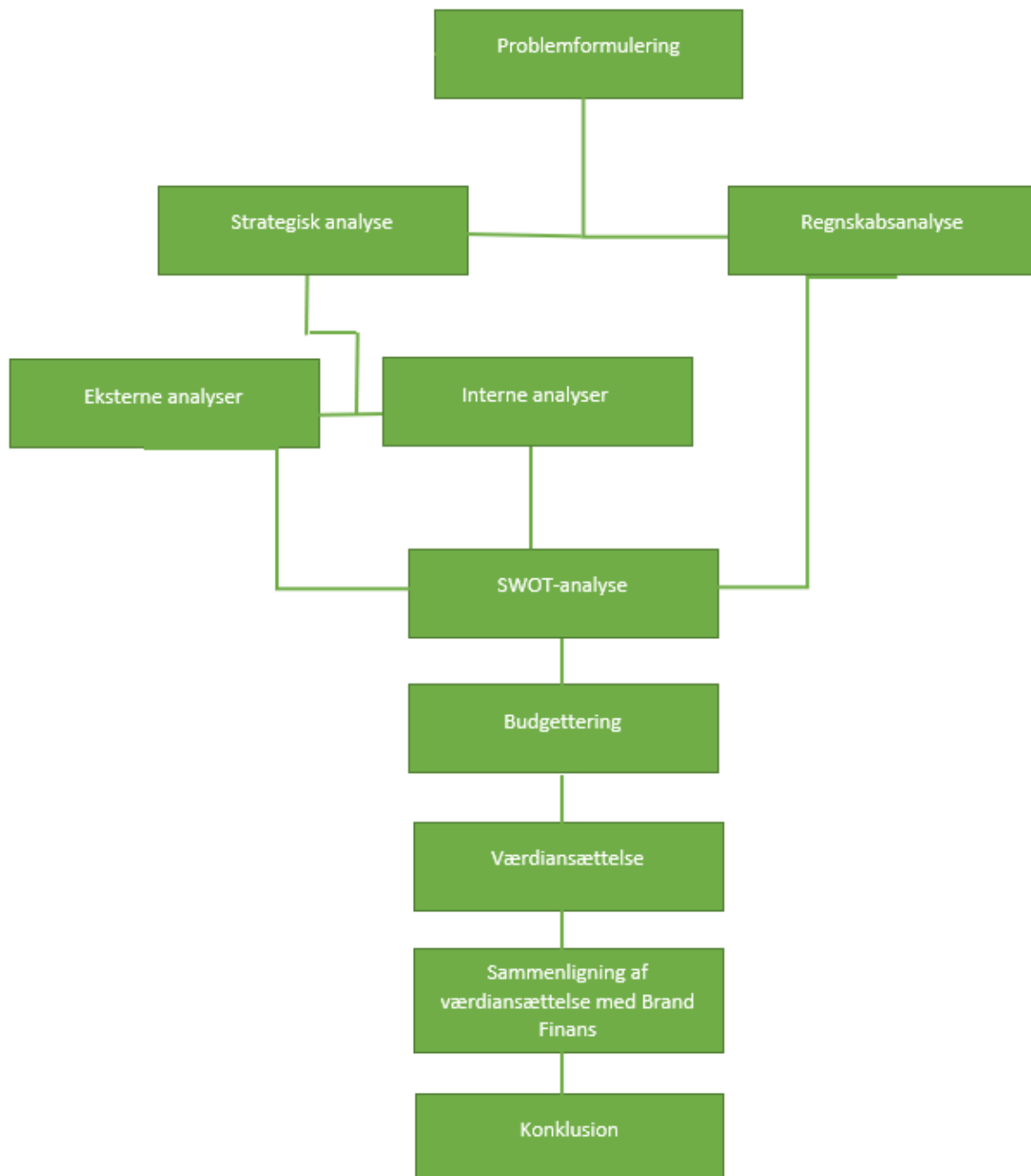
Projektet tager udgangspunkt i litteratur fra HD-studiets underviste teorier, modeller og herudover ses der på teori som ligger uden for pensum i forbindelse med brand equity. Der anvendes anden relevant litteratur fra andre lærebøger og videnskabelige artikler, artikler og øvrige relevante hjemmesider, som vurderes relevante til at underbygge argumenter.

Under de enkelte afsnit foretages kritik af de valgte teorier og modeller som anvendes fra HD-studiet. Undervejs ses der på hvordan modellerne er skabt og i hvilken periode for at stille skarpt på disses anvendelsesmuligheder. Der anvendes data som Arlas årsrapporter og hjemmeside, samt ledelsens og bestyrelsens udtalelser til offentligheden, bliver vurderet med skepsis, idet Arlas informationer til omverden vil være præget af et subjektiv positiv syn på

virksomheden, hvorfor dette er projektets svaghed. Arlas informationer vil blive sidestillet med data fra øvrige overstående hjemmesider, hvor der kan trækkes data om mejeribranchens udvikling. Der skal ligeledes være skepsis over for de øvrige hjemmesider, da de kan være støttet af virksomheder, som kan præge de informationer hjemmesiderne offentliggøre. Derfor vurderes informationer fra disse kilder med henblik på at afdække validiteten og reliabiliteten, samt at arbejde med flere forskellige kilder, til at skabe et stærkere kildegrundlag og minimere problemet med subjektivitet.

2.6 Disponering/struktur

Projektets struktur er struktureret i nedenstående figur 2.



Figur 2 – Dette projekts struktur

3. Strategisk analyse

3.1 Introduktion til afsnittet

Den strategiske analyse har til formål at afdække de strategier Arla benytter sig af for at skabe værdi på et globalt marked for mejeriprodukter, samt hvilke forhold i Arlas omverdenen, der kan få betydning for den fremtidige drift af selskabet. Den strategiske analyse er særligt kendetegnet ved at belyse de ikke finansielle drivere, som kan have betydning for den senere budgettering og endeligt en værdiansættelse af selskabet.

Analysen består af to dele. En intern analyse, som sætter fokus på Arlas stærke og svage sider, som der internt i virksomheden kan arbejdes med. Den anden del omhandler Arlas eksterne miljø. Dette kan enten være trusler, som virksomheden skal være værne sig imod eller muligheder, som virksomheden kan udnytte til sin fordel.

3.2 Introduktion til den interne analyse

I dette afsnit vil Arlas interne forhold blive belyst. Formålet med afsnittet er at afdække de vigtigste processorer i virksomheden, som danner grundlag for at skabe mest mulig værdi for landmændene, som er selskabets ejere. I afsnittet vil virksomhedens vækststrategier blive belyst, med det formål, at få et overblik over hvilke strategier Arla benytter sig af, for at skabe vækst. Dette har i høj grad betydning for budgetteringen senere i opgaven. Herudover ses der på Arlas værdikæde, med det formål at finde ud af hvad der sker i virksomhedens ”maskinerum”. Herudover ses der på hvilken konkurrencestrategi Arla anvender. Resultatet af dette analytiske arbejde er behjælpeligt i forbindelse med vurdering af den fremtidige udvikling, når der ses på det økonomiske perspektiv i budgetteringsprocessen og værdiansættelsen.

3.2.1 Arlas vækststrategier

Til at skabe vækst kan virksomheder anvende en eller flere vækststrategier. Ved de anvendte vækststrategier er der både en mulig gevinst og en tilknyttet risiko ved at anvende den pågældende strategi. Der findes 4 typer af strategier en virksomhed kan bruge for at fremme væksten og disse er; intensivering, integration, diversifikation og frasalg/udfasning⁷. For at finde ud af om Arla benytter sig af de rigtige strategier til at fremme væksten, belyses der i dette afsnit, hvilke strategiske tiltag Arla gøre brug af.

Intensivering:

Når en virksomhed benytter intensiveringsstrategien, tages der udgangspunkt i den nuværende opbygning, set i forhold organisation, ressourcer og kompetencer. Virksomheden forsøger at skabe vækst på nuværende eller nye markeder og produkter. Denne form for vækst bliver også kaldt organisk vækst. Under intensiveringsstrategien er der 4 kombinationer virksomheden kan gøre brug af. Disse er markedspenetreringen, markedsudvikling, produktudvikling og diversifikation. Strategierne er illustreret ved hjælp af Ansoffs vækstmatrix nedenfor i figur 3.

		Vækststrategier	
		Produkt	
		Nuværende produkt	Nyt produkt
Marked	Nuværende marked	Markedspenetration - Øge markedsandele - Øge forbrug hos nuværende kunder - Få flere fra målgruppen til at bruge produktet	Produktudvikling - Forbedre produktet - Flere produkter - Nyt produkt til samme målgruppe
	Nyt marked	Markedsudvikling - Udvide markedet - Ekspanderer geografisk	Diversifikation - Koncentrisk diversifikation - Konglomerat diversifikation

Figur 3 – Ansoff vækstmatrix⁸.

⁷ International Markedsføring, Andersen, Jensen m.fl., 5 udgave, Trojka, side 362-363

⁸ International Markedsføring, Andersen, Jensen m.fl., 5 udgave, Trojka, side 363

Arla har specielt i 2019 anvendt youtube og influencers på de europæiske markeder, til at skabe opmærksomhed omkring Arlas nuværende produkter. Herudover bruger de en digital platform, til at skabe fokus på castello-brandet. For at styrke Cocio-brandet er der delt produkter ud til forbrugere og lavet kampagner. Disse strategier hører under markedspenetrationen og anses i denne for at være en vedligeholdelsesstrategi. Strategien er vigtig for at vedligeholde de kendte brands⁹.

Arlas fokusområder, er særligt markedsudvikling og produktudvikling. Arla fokuserer i forbindelse med udvikling af selskabets produkter særligt på følgende trends:

- Et faldende mælkeforbrug i de udviklede lande
- Stigende efterspørgsel på bæredygtig kost
- Ændringer i forbrugernes præferencer i forhold til hurtige og sunde løsninger

For imødegå disse trends, har Arla reageret ved at udvikle nye produkter på de nuværende markeder. Der er eksempelvis udviklet en ny type ost, som henvender sig til flexitarer.

Arla sætter ind på at kunne levere flere bæredygtige produkter, for at imødekomme forbrugernes ønske om at skåne miljøet. Dette gør de f.eks. igennem udvikling af ny emballage og igennem kvalitetsprogrammet, Arla Gården¹⁰. Her skal landmændene indtaste oplysninger i forhold til deres kvægbesætning. Oplevelsen hos landmændene er, at informationskravet er stigende og der stilles spørgsmålstejn fra landmændenes side i forhold til anvendelsen af disse informationer, da det virker som en unødigt byrde at skulle registrere mere og mere i systemet. Der gøres dog klart fra Arlas side, at informationerne bliver anvendt¹¹.

For at imødegå forbrugernes præferencer, udvikler Arla nye produkter til alle dele af befolkningsgrupperne på de markeder Arla opererer på. Forbrugerne ønsker nemmere, sundere og bæredygtige løsninger og her imødekommer Arla med nye produkter der skal være med til at dække disse behov. Det drejer sig om 3 hovedkategorier af produkter.

Pure Organic, som henvender sig til de små i alderen 1-3 år, hvor budskabet er økologi og sunde og ernæringsrige produkter. Herudover udvides sortimentet i forhold til produkter med

⁹ Arlas årsrapport 2019, side 22

¹⁰ Arlas årsrapport 2019, side 21 og 32

¹¹ Interview med landmand, Henrik Ruhoff. Se bilag 1

lavere sukkerindhold mod de yngre i befolkningsgruppen, hvor målet er at gøre det spændende at prøve produktet, men samtidig beholde det sunde element. Herudover udvikles der produkter til dem på farten, der ønsker et hurtigt mellemmåltid med et godt ernæringsmæssigt indhold. Missionen fra Arlas side er, at fremme og tilbyde sunde og billige mejeriprodukter over hele verden og er et kerneelement i Arlas nye bæredygtighedsstrategi. Arla forsøger med overstående at ramme en bred målgruppe for derigennem at skabe yderligere vækst.

Integration:

Integration er en strategi, hvor virksomheden søger at skabe vækst, ved at bevæge sig i virksomhedens forsyningskæde. Dette kan være med til at sikre en effektivitet eller skabe forøget markedsandele i langt højere og hurtigere grad end anvendelse af intensiveringsstrategierne. Integrationsstrategien kan være omkostningstung, da det ofte handler om at overtage en anden virksomhed og/eller etablere ny forretning. Der findes tre former for integration.

Vertikal integration handler om at overtage funktioner i den samlede forsyningskæde og herved opnå kontrol over eksempelvis underleverandører eller mellemhandlere.

Horisontal integration kan ske ved enten at etablerer ny virksomhed eller enten opkøbe eller fusionerer med en konkurrerende virksomhed.

Strategisk alliance kendetegnes ved at virksomheder samarbejder med henblik på eksempelvis stordriftsfordele, men uden at udgøre én juridisk enhed¹².

Arla har siden 1970 foretaget adskillelige opkøb, hvoraf de største er sket i 1992 og 2000.

Det daværende MD Foods og Kløvermælk fusionerer i 1992. Selskabet opnåede i den forbindelse 90% af den danske mælkemængde. Fra 1995 til 2000 har det danske MD Foods og svenske Arla samarbejdet, hvor de derefter fusionerer i foråret 2000. Siden fusionen har selskabet foretaget opkøb i blandt andet Finland i 2008, hvor Arla blev eneejer af landets næststørste mejeriselskab¹³. Hvis der ses på de nylige strategiske tiltag Arla har eksekveret på, er deres nye osteproduktion i Mellemøsten et godt eksempel. Arla har stort vækstpotentiale på de

¹² International Markedsføring, Andersen, Jensen m.fl., 5 udgave, Trojka, side 366-368

¹³ <https://mejeri.dk/branchen/om-mejeribranchen/mejerier-i-dk/arla-foods> - d. 04.04.2020

afrikanske og mellemøstlige markeder og derfor er der investeret i produktionsfaciliteter i Bahrain. Målet med dette tiltag er at forlænge holdbarheden på produkterne og reducerer omkostningerne forbundet med transport og distribution¹⁴. Ifølge landmand Henrik Ruhoff, er planen at sende koncentreret mælkepulver til regionen, da man ikke har mælkeproduktion i området. Han nævner at der er store forventninger til området¹⁵.

Frasalg og udfasning:

Frasalg og udfasning bruges i situationer hvor virksomheden identificerer områder af forretningen hvor værditilvæksten er utilstrækkelig. Herved flyttes de økonomiske og ledelsesmæssige ressourcer til områder af forretningen med højere grad af rentabilitet. Strategien kan enten være, at sælge et forretningsområde fra eller ved at lukke det ned¹⁶.

En stor virksomhed som Arla, holder løbende øje med sine produktionsfaciliteter, hvilke er kernen i at kunne levere konkurrencedygtige produkter. I Sverige har Arla i 2019 skåret et produktionsanlæg fra. Reinvestering i nye produktionsfaciliteter ville ikke være rentabelt. Leverancen af mælk fortsætter dog andetsteds¹⁷. Ovenstående er et godt eksempel på, at Arla til trods for det store fokus på intensivering også skære forretningen til når det er nødvendigt.

Kritik af modellen:

Modellen er lavet i 1970-80'erne som en del af skolen om strategisk planlægning. Den bærer præg af at de enkelte elementer er opdelt, hvor der ikke tages højde for synergieffekter. Det er en statisk model uden fremtidsperspektiv. Den tager ikke højde for servicedelen, som er af særlig betydning for nutidens virksomheder. Herudover ligger modellen op til at se virksomheden på en selvtilstrækkelig måde, som kan være uhensigtsmæssig i den dynamiske verden virksomheder i dag driver forretning.

¹⁴ <https://www.dairyreporter.com/Article/2019/10/24/Arla-Foods-inaugurates-Bahrain-cheese-production-site> – d. 04.04.2020

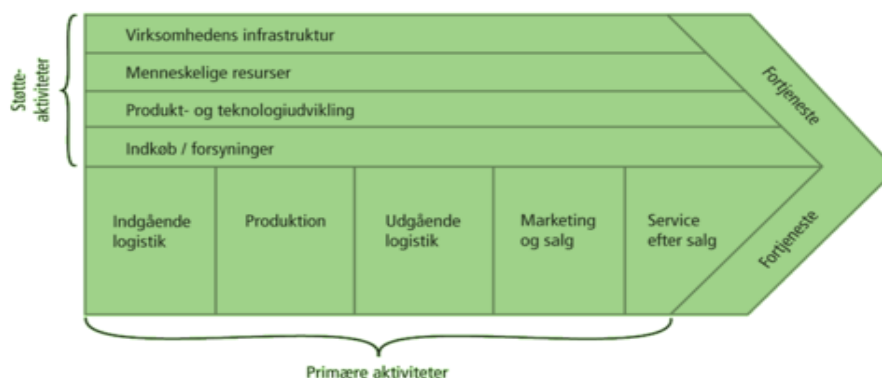
¹⁵ Interview med landmand, Henrik Ruhoff, Se bilag 1

¹⁶ International Markedsføring, Andersen, Jensen m.fl., 5 udgave, Trojka, side 372

¹⁷ <https://www.dairyreporter.com/Article/2019/11/28/Arla-to-close-Gefleortens-dairy> – d. 04.04.2020

3.2.2 Arlas værdiskabende aktiviteter

I dette afsnit vil porters værdikædeanalyse blive anvendt til at analysere Arlas værdikæde. Analysen bygger på, at en virksomhed har en række primære aktiviteter, som omfatter virksomhedens hovedaktiviteter og en række aktiviteter, som understøtter de primære aktiviteter. Ved at se på disse to typer af aktiviteter, kan det identificeres hvor virksomhedens kernekompetencer ligger og hvor der skabes mest værdi for kunden. Hermed bliver det synligt hvor virksomheden har konkurrencemæssige fordele.



Figur 4 – Porters værdikæde <https://virksomhedb.systime.dk/index.php?id=3400>

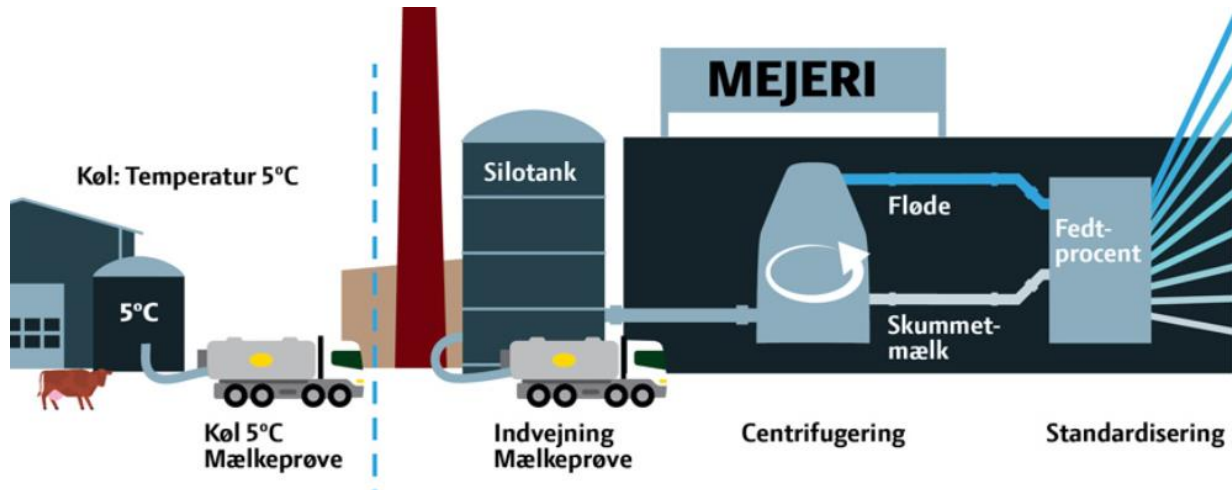
Primære aktiviteter:

De primære aktiviteter er dem der skaber værditilvæksten på de produkter, som løber igennem den pågældende kæde. Det er kundens opfattelse af produktet der måles på igennem værdikæden og ikke de påløbne omkostninger, dog holdes den skabte værdi løbende op imod de afholdte omkostninger. I afsnittende nedenunder vil Arlas primære aktiviteter blive analyseret, med henblik på at identificere styrker og svagheder i værdikæden.

Indgående logistik:

Den indgående logistik hos Arla starter hos landmændene. Arlas lastbiler afhenter mælken hos de enkelte landmænd med lastvogne. Arla har stor fokus på det tidsmæssige perspektiv i forhold til deres afhentninger. Arla overholder aftalte afhentningstidspunkter hos

leverandørerne, hvilket der ses positivt på fra landmændenes side¹⁸. Herudover er det en essentiel del af den videre produktion, at mælken ankommer på det rette tidspunkt, på grund af råvarens holdbarhed.



Figur 5 – Mælkens vej til mejeriet - <https://mejeri.dk/produkter/produktion>

Arla skifter løbende lastbilernes brændstofs type ud og har gjort det i den svenske del af forretningen, således alle lastbiler kører på fossiltfrit brændstof. Dette sker som led i en bæredygtighedsstrategi og imødegår efterspørgslen på mere bæredygtige produkter.

Arla har en global værdikæde, hvor produktionen på de 60 af selskabets anlæg bliver planlagt, således der sker bedst mulig udnyttelse af den samlede mælkepulje¹⁹. Den mælk som landmændene producerer, skal Arla aftage uanset mængde, hvorfor det kræver en præcis planlægning at udnytte råvarer, således landmændene får mest muligt udbytte af den indleveret mælk. Der arbejdes stadig på at forbedre denne proces og derfor planlægges der at fordele produkterne mere ud på tværs af markederne.

Produktion:

Som en del af Arlas besparelsesprogram, Calcium, er der fokus på de enkelte produktionslinjer og det samlede udstyr. Dette gøres som et led i effektiviseringsprocessen, således andelen af spild mælk bliver reduceret. Calciumprogrammet har fokus på omkostninger og herudover

¹⁸ Interview med Henrik Ruhoff, Se bilag x

¹⁹ <https://www.arla.com/4a2e64/contentassets/74b3c668a229428fba167d86a4283e9a/arla-emtn-2018---base-listing-particular-web.pdf> (side 75 omkring supply chain) – d. 04.04.2020

hvad der investeres i. Her har Arla løbende fokus på de enkelte produktionsfaciliteter og vurderer om geninvesteringer er rentable. Et eksempel er, som tidligere nævnt i afsnittet om vækststrategier, er opkøbet af svenske Gefleortens mejeri AB, hvor Arla siden 2017 har arbejdet med at udbedre virksomhedens finansielle vanskeligheder. Produktionsfaciliteten kunne dog ikke bære nyinvesteringer og blev lukket i november 2019²⁰.

Arlas bæredygtighedsstrategi har betydning for produktionen og starter allerede hos landmanden. Med Arlagården® bliver produktionen af råmælken dokumenteret og giver på den måde værdi til de efterfølgende forarbejdede produkter²¹. Der er øget efterspørgsel på bæredygtige produkter og med denne kvalitetssikring, sikre Arla sig at imødekomme dette behov og dermed er Arlagården et vigtigt element for den fremtidige strategi. Kvalitetsprogrammet udvides hele tiden med flere tiltag, men anses for at være vigtig når produkterne i sidste ende skal afsættes. Denne holdning anses også for at være tilstede hos Arlas ejere i et vidst omfang, hvor landmændene også kan se betydningen af at kunne dokumentere en høj produktionsstandard²².

For at imødegå behovet fra forbrugernes side om produkter med et grønnere miljøaftryk, arbejder Arla på at produktionsfaciliteterne skal drives i højere grad af vedvarende energikilder. På Arlas 60 anlæg består nu 33% af energiforbruget fra vedvarende energikilder²³.

Udgående logistik:

Arla sælger og leverer mejeriprodukter i 151 lande og det er derfor en nødvendighed, at den udgående logistik fungerer. For at overhovedet at kunne deltage på markedet, vurderes det at en virksomhed i Arlas størrelse må have et effektivt ordrebehandlingssystem, således de korrekte data er tilstede for produktionsplanlægningen. Ydermere har Arla, på det danske marked, data fra de enkelte dagligvarebutikker et nøddordre system, som sikre at butikkerne

²⁰ <https://www.dairyreporter.com/Article/2019/11/28/Arla-to-close-Gefleortens-dairy>

²¹ <https://www.arla.dk/4a85c7/globalassets/arla-dk/om-arla---oversigt/vores-ansvar/arlagarden/20190701-kvalitetsprogrammet-arlagarden-v.-6.1-juli-2019-dk.pdf> – d. 04.04.2020

²² Interview med Henrik Ruhoff, Se bilag 1

²³ Arlas årsrapport 2019

ved it-nedbrud eller ved forglemmelse af bestilling, automatisk modtager ordren afgivet samme dag ugen forinden²⁴.

Som et led i Calcium-projektet, har Arla med udgangspunkt i logistikdata, fået bedre indblik i den udgående logistik. Med udgangspunkt i dette, har Arla formået at optimere distributionen til kunderne og samlet set sparet 22 mio. EUR., siden igangsættelsen af projektet i 2018²⁵.

Arla udvikler på en ny transportmetode, hvor produkterne køles kraftigt ned, med en teknologi Arla selv udvikler. Hidtil har man frosset visse produkter og transporteret dem med fly, til fjerne markeder, så som Asien, USA og Australien. Denne distributionsmetode er stadig under test, så udfaldet kendes endnu ikke. Formodentligt vil en succes betyde, at Arla kan nå længere ud på de internationale markeder med en større del af

produktporteføljen. Ydermere vil disse produkter vil have en væsentlig længere holdbarhed, når de ankommer i butikkerne²⁶.

Markedsføring og salg:

Arla organiserer sig lokalt i 2 zoner. Det drejer sig om den europæiske zone og den internationale zone. Det er en overordnet segmentering, hvor den europæiske zone omfatter Nord- og Centraleuropa, hvor den internationale omfatter Mellemøsten, Afrika, USA, Rusland og Kina.

²⁴ Ud fra egne erfaringer som salgsassistent hos Super Best (Mark)

²⁵ Arlas årsrapport 2019

²⁶ <https://www.dairyreporter.com/Article/2019/09/09/Arla-introduces-supercooling-to-transport-fresh-products-worldwide> – d. 04.04.2020



Figur 6 – Arlas 6 strategiske regioner (<https://www.arla.com/4a2e64/contentassets/74b3c668a229428fba167d86a4283e9a/arla-emtn-2018---base-listing-particular-web.pdf>)

Den europæiske zone er det største markedsområde, når man ser på segmenternes andel af omsætningen i årsrapporten vedrørende 2019. I denne lokale organisation arbejdes der med vækst, samt vedligeholdes den position Arla har. Den europæiske organisation har et godt kendskab til de lokale markeder i EU. Salgsstyrken bestående af kørende sælger servicerer detailforretningerne i forhold til sortimentspleje og kampagner²⁷. Sortimentsplejen og introduktion af nye spændende produkter hos detailkæderne er vigtigt, da dette sikre en øget afsætning og indtjening hos detailbutikkerne²⁸. Der sælges både produkter under Arla brandet og privat labels til kæderne, således prisparameteren udnyttes i forhold til slutforbrugeren gerne vil have et billigere alternativ, da private labels typisk er kendetegnet ved en lavere pris.

Det er særligt i den internationale zone som Arla holder fokus på, da der er forøget efterspørgsel og de seneste tal fra Arla årsrapport 2019 indikerer at der er tale om vækstmarkeder i denne zone. På disse vækstmarkeder har Arla et godt kendskab til forbrugerne og sælger produkter der adskiller sig væsentligt fra produkter på det europæiske marked. Særligt i Vestafrika, hvor mælk med smag sælges til detailbutikkerne²⁹.

På kampagnesiden er et strategisk tiltag fra Arlas side lanceringen deres egen mediebureau. Det hedder "The Barn" og skal styrke Arla i forhold til at komme hurtigere og billigere ud til forbrugerne. Ved at kunne lave billigere kampagner med dette interne bureau, er prisen på at

²⁷ <https://www.arla.com/4a2e64/contentassets/74b3c668a229428fba167d86a4283e9a/arla-emtn-2018---base-listing-particular-web.pdf> (side 71) – d. 05.04.2020. Herudover erfaring fra supermarkedsbranchen og interaktion med sælger fra Arla

²⁸ I supermarkedsbranchen arbejdes der med planogrammer, hvor varerne strategisk placeres for at kunden vælger en vare frem for en anden og derved sikre butikken et højere dækningsbidrag på produktgruppen.

²⁹ Arlas årsrapport 2019, side 26

nå en forbruger reduceret med 50%³⁰. Ved at in-source den digitale del af kampagneudviklingen, bliver Arla i stand til at rykke hurtigere og billigere på tendenser i markedet, hvilket må anses som en styrke.

Service:

Arla er en mejeriproducent og sælger til detailhandlen, hvilket er kerneforretningen, som udgør 79% af den samlede forretning³¹. Leveringstiden, hvis man ser på det danske marked, er dagligt og tidligt om morgenen, hvorved butikkerne kan få varerne på hylderne inden åbnings-tid. Typiske er der også et webordresystem, som sikre at kampagnevarer kan bestilles i forvejen. Salgskonsulenterne følger op inden der igangsættes kampagner, for at sikre varernes tilstedeværelse i butikkerne inden igangsættelsen af kampagnen.

For at kunne sælge varen til forbrugerne, er det vigtigt at Arla formår at fortælle, hvad produkterne kan bruges til. Som et led i at give forbrugeren en god oplevelse og informerer om anvendelsesmulighederne, har Arla på sin hjemmeside inspiration til anvendelse af produkterne, samt øvrig information herom. Der er mange informationer omkring produktionen af produkterne, hvor forbrugeren kan se tilvejebringelsen af de enkelte produkter. Værdien bliver skabt, da Arla formår at servicere både kunden(supermarkedet) og forbrugeren.

Støtteaktiviteter:

Øverst i figur 4, ses de fire støtteaktiviteter, som modellen arbejder med. Støtteaktiviteterne til virksomhedens værdikæde, har til formål at sikre at den primære aktivitet fungerer optimalt. Fælles for disse aktiviteter er, at de går på tværs af virksomhedens primære aktiviteter. I afsnittene nedenunder vil Arlas støtteaktiviteter blive analyseret, med henblik på at identificere styrker og svagheder i værdikæden.

³⁰ Arlas årsrapport 2019, side 56

³¹ <https://www.arla.com/4a2e64/contentassets/74b3c668a229428fba167d86a4283e9a/arla-emtn-2018---base-listing-particular-web.pdf>- d. 05.04.2020

Indkøb:

For at leve op til den planlagte strategi og imødegåelse af forbrugernes behov, er Arla meget bevidste om at indkøbe alle råvarer med omhug. Deres indkøbsafdeling har særligt 6 steps de gennemgår, når der skabes et nyt samarbejde med en leverandør. Formålet med denne proces er at finde leverandører som kan overholde de høje krav, som Arla har til leverandørens CSR, pris, kvalitet, service og produktionskapacitet. De vigtigste parametre for at blive leverandør til Arla er dog, høj kvalitet og høj etisk standard. Ideen med at styre indkøbsprocessen konsekvent er især at beskytte brandet. Arla anvender SAP Ariba³² til alle indkøbsaktiviteter. De opfordres til at leverandørerne bliver en del af Ariba netværket, således Arla kan finde dem via Ariba Discover.

Ovenstående er et eksempel på, at Arla systematisk sikre at leverandørerne overholder de vigtige parametre for at kunne levere i henhold til den planlagte strategi, samt sikre at fundamentet for Arla som brand ikke tager skade af "dårlige" samarbejdspartnere. Ydermere er indkøbsprocessen fra Arla optimeret i en sådan grad, set i forhold til at finde leverandører, at det alt andet lige vil have betydning for de omkostninger forbundet hermed.

I forhold til besparellesprojektet Calcium, har Arla i forhold til leverandørerne skåret ned. Der har øjensynligt været problematikker med overholdes af ordreaftaler, hvorfor Arla med dette opnår besparelser i forhold til emballagekontrakter³³.

Teknologiudvikling:

Ændringer i forbrugsmønstre på markederne Arla operer på er i konstant bevægelse og det samme er kravene til produktion, miljøpåvirkning og etik. En trend afløses af en anden og derfor er det vigtig for Arla at udvikle nye produkter og samtidig optimere på selskabets værdikæde, for at skabe vækst fremadrettet.

³² Et add-on til Arlas ERP-system, hvor hele værdikæden administreres effektivt. <https://www.ariba.com/>

³³ Arlas årsrapport 2019, side 18



Figur 7 – Arla tilgang til produktudvikling³⁴

Innovation og produktudvikling, ses som en vigtig faktor for at Arlas værdikæde kan fungere optimalt. Det første Argo foodpark i Aarhus³⁵. Arla har for nyligt bygget innovationscentre i Storbritannien, Sverige, Kina, Tyskland, Holland, Finland og USA, hvor der udvikles på fremtidige mejeriprodukter. Til udvikling er der opført 2000 m² forskningslaboratorier på de enkelte markeder, hvor centrene kan indrettes til at huse forskellige innovationsprojekter efter behov.



Figur 8 – Universiteter Arla samarbejder med³⁶

Innovationsstrategien er omforandret, hvilke i samspil med de nyopførte innovationscentre gør, at Arla er tættere på de lokale markeder og forbrugerne. Et eksempel på den danske del af interaktionen med kunderne er Arla Consumer House, hvor forbrugerne har mulighed for at komme med deres mening om Arlas produkter, føre dagbog, tage billeder og andet i relation til anvendelsen af Arlas produkter³⁷. Platformen indeholder derfor en mængde data som Arla højst sandsynlig bruger til at vurdere deres produkter og eventuelt udvikle, inden de

³⁴ <https://www.arla.com/company/research-and-innovation/> - d. 05.04.2020

³⁵ <https://www.arla.com/company/research-and-innovation/> - d. 05.04.2020

³⁶ <https://www.arla.com/company/research-and-innovation/> - d. 05.04.2020

³⁷ <http://consumer.arla.com/ec/public/custom/index.jsp#> - d. 05.04.2020

sendes på markedet. Dette sikre at produktet har de rette egenskaber, inden der lanceres en stor produktion, hvilke kan være omkostningstungt hvis produktet fejler.

Ovenstående giver Arla en højere grad af agilitet, set i forhold til at handle på ændringer i forbrugernes præferencer og sikre en omkostningseffektivitet, da produkterne ikke sendes på markedet med det samme, men revurderes, om nødvendigt, gentagne gange inden de sendes på markedet.

Arla har meget fokus på samarbejde med leverandører, universiteter og teknologivirksomheder. I en åben innovationsproces søger Arla at udnytte de muligheder der måtte være hos eksterne parter og hermed integrer disse i nye projekter. Her har Arla en platform hvor virksomheder med gode ideer kan melde sig på banen. Platformen hedder Innovation challenge og giver iværksætter, såvel som etableret virksomheder, mulighed for at drage nytte af Arla informationer og ekspertise. Det omfatter viden om forbrugeren, adgang til nødvendige eksperter og faciliteter til rådighed for at kunne matche det pågældende produkt eller teknologi med markedet. Arlas gevinst er adgang til nye produkter eller teknologier, som kan indsættes i de primære aktiviteter og styrke værdiskabelsen.

Arla er en stor spiller i mejerisektoren og med de mange produktionsanlæg, antages det at, vedligeholdelse af ældre og reinvestering i nye anlæg er en del af at holde produktionen kørende. Andre aktivitet vil bestå af gennemgang af produktionsfaciliteter og processor og af søge mulighederne for at gøre produktionen mere miljøvenlig. Arlas målsætning er at blive nul-udledende i 2050, så derfor investeres der løbende i tiltag, som skal bidrage til denne. På nuværende tidspunkt er 33% af energiforbruget på de 60 anlæg drevet af vedvarende energikilder³⁸.

³⁸ Arlas årsrapport 2019 side 13

Menneskelige Ressourcer:

Arlas ansatte er det vigtigste aktiv i virksomheden. Introduktion af nye medarbejder sker gennem et onboarding program som varer 90 dage, hvor der er en buddy tilknyttet, som hjælper den ansatte i gang. Herudover er der en række møder med chefen, som sikre en god start³⁹.

Hos Arla er der højt til loftet og der må gerne gøres store tanker og tænkes kreativt. I Arla er der mulighed for udvikling på alle niveauer og på den måde kan alle, uanset stilling, vokse personligt og fagligt, hvilket skaber motivation.

Der er fokus på ligestilling og mangfoldighed i arbejdsstyrken, hvor der er en ligelig fordeling af personer af forskellige nationalitet, køn og aldersgruppe. Der er fokus på en fair og objektiv løn, samt rekrutteringsproces. Dette sikre at Arla ikke ekskluderer sig fra at tiltrække dygtige medarbejder på grund af forskelsbehandling.

Løn til ledelsen består af både en fast løn og en variabel, som sikre Arlas forretningsmål og samtidig tager denne aflønningsmodel hensyn til landmændene⁴⁰.

Virksomhedens infrastruktur:

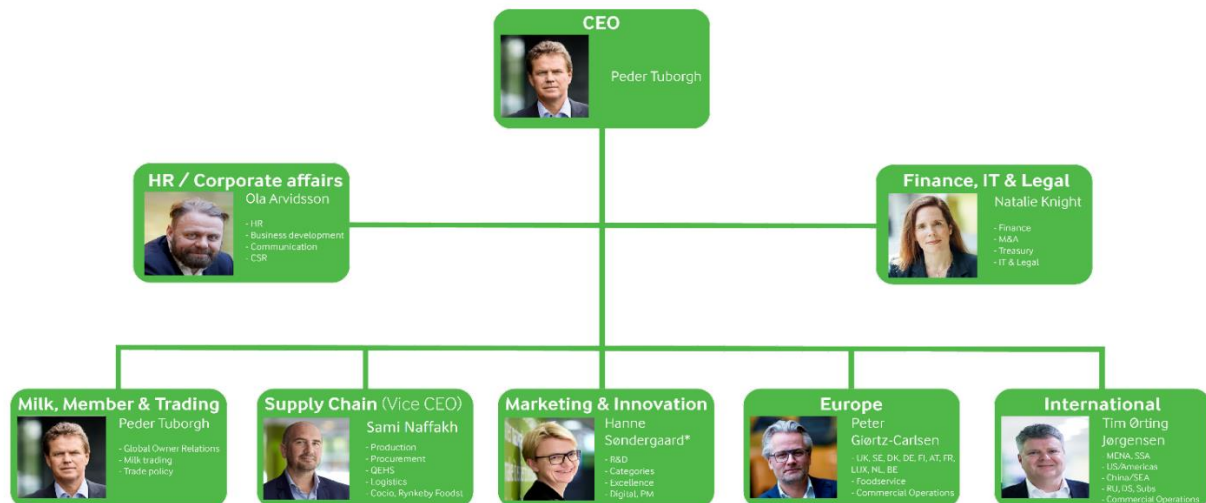
Nedenfor ses Arlas organisationsstruktur, som er opdelt i otte forskellige positioner, som heraf ledes af de 7 direktionsmedlemmer. Organisationen ligner andre organisationer, hvor finans, IT og Legal, samt HR og corporate affairs fungerer som stabsfunktioner og herunder en række underafdelinger. Arla har valgt at dele markederne op, som tidligere nævnt, i en europæiske del og international del. Det europæiske marked skal behandles anderledes end det internationale, derfor er det en fordel at splitte disse op. Under den europæiske region er der salgsenheder i Storbritannien, Tyskland, Danmark, Sverige, Holland og Finland, som følger nøje med i forbrugernes adfærd. I den internationale region er der salgsenheder i Sub Sahara (Afrika), Mellemøsten, Nordamerika, mellem Amerika, Rusland, Kina og sydøst asien⁴¹.

³⁹ <https://www.arla.com/company/job-and-career/grow-with-us/> - d. 05.04.2020

⁴⁰ Arlas årsrapport 2019 side 44

⁴¹ <https://www.arla.com/4a2e64/contentassets/74b3c668a229428fba167d86a4283e9a/arla-emtn-2018---base-listing-particular-web.pdf> - d. 06.04.2020 side 73

Det bør nævnes at blandt selskabets stærke profiler er 2 medlemmer, som begge har over 20 års erfaring i selskabet. Det drejer sig om selskabets CEO, Peder Tuborgh og Hanne Søndergaard, som er ansvarlig for marketing og innovation. Disse vurderes at bidrage med en særlig portion erfaring og viden, som særligt anses som en styrke for Arlas færden på de globale markeder.



Figur 9 – Arlas organisationsstruktur (opdateret)⁴²

Kritik af Michael Porters værdikædeanalyse:

Modellen bærer præg af en stationær tankegang og har meget fokus på produktion af fysiske produkter. Samfundet i dag har udviklet sig i en anden retning, hvor viden i høj grad udgør en større del i virksomhederne, end ved modellens oprindelse. Derfor tager den ikke nok højde for samspillet på tværs af værdikæden, men behandler elementerne hver for sig. Ydermere kan virksomheder i dag have en anden værdikæde end den Michael Porter beskriver, hvorfor den om nødvendigt må omstruktureres, således eventuelle synergier i højere grad bliver identificeret. Et eksempel kunne være en virksomhed, hvis forretningsmodel bygger på den dobbeltsidet platform⁴³

⁴² <https://www.mynewsdesk.com/dk/arla-foods/images/new-arla-executive-management-521726> - d. 05.04.2020

⁴³ En forretningsmodel, hvor kunderne også selv er leverandør. DBA er et eksempel.

3.2.3 Arlas konkurrence strategier

Porters generiske strategier også kaldet konkurrencestrategier, bruges i dette afsnit til at identificere Arlas strategi, hvormed der skabes konkurrencemæssige fordele. Modellen sondres mellem 4 forskellige strategier, hvormed der kan skabes konkurrencemæssig fordel på markedet. Det afgørende er om der er tale om en stor eller lille andel af totalmarkedet, samt om der fokuseres på at holde omkostningerne lave eller satse på et unikt produkt. Nedenfor i figur 10, ses de mulige kombinationer ifølge Michael Porter.

Generiske strategier			
		Konkurrencefordel	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Bearbejdet marked	Stor andel af total-marked	Omkostningsleder <i>Lav pris</i>	Differentiering <i>Høj pris</i>
	Lille andel af total-marked	Omkostningsfokus <i>Lav pris</i>	Fokuseret differentiering <i>Høj pris</i>

Figur 10 – Porters generiske strategier⁴⁴

Arla har en stor del af totalmarkedet og vil derfor kunne anvende 2 af strategierne, hvor den første omhandler lave omkostninger⁴⁵. Dette vil betyde at Arla positionerer sig i markedet som omkostningsleder. Omkostningsleder-strategien gør at virksomheden skal tilbyde en standard vare, hvor omkostningerne til indkøb, produktion og distribution samtidig skal holdes nede. Det betyder at konkurrenterne kan udkonkurreres på prisen.

Differentieringsstrategien går ud på at tilbyde et unikt produkt og til en højere pris. Her er tilgangen, at virksomheden tilbyder et kundetilpasset produkt kombineret med en høj kvalitet eller et pænt design eller en anden feature, som kan give virksomheden konkurrencemæssige fordele. Denne strategi kræver ofte at virksomheden formår at promoverer sine produkter og brand til forbrugeren.⁴⁶

Arla forædler mælk og sælger disse forarbejdet produkter i mange afskygninger. Bagved ligger der et stort produktionsapparat. Til denne produktion hører store omkostninger og Arla gør meget ud af at effektiviserer igennem deres Calcium projekt. Arla promoverer produkterne og

⁴⁴ International markedsføring, 5 udgave, Andersen & Jensen mfl., side 374

⁴⁵ Arlas årsrapport 2019 side 12

⁴⁶ International markedsføring, 5 udgave, Andersen & Jensen mfl., side 375-377

deres egenskaber, som kunne ligne et forsøg på at anvende en differentieringsstrategi, men det vurderes ikke at være den primære og mest effektive. Ses der eksempelvis på Arlas største konkurrent, den hollandske mejerigigant Friesland Campina, ligner produkterne meget hinanden og det samme glæder i høj grad også forretningsområderne, samt deres tilgang til klima og bæredygtighed⁴⁷.

Med alt taget i betragtning må det konkluderes at Arla anvender og bør blive ved med at anvende omkostningslederstrategien. At minimere omkostningerne i produktionsapparatet og værdikæden generelt, vil give Arla konkurrencemæssig fordel og skabe en bedre bundlinje. Dette stemmer godt overens med missionen; "At skabe højst mulig værdi af landmændenes mælk og skabe muligheder for deres vækst". Det skal dog nævnes at Arla gør meget ud af at fortælle om verdenen om, hvor gode de er til at producere bæredygtigt og miljøvenligt, hvilke i sig selv er en kvalitet forbrugerne køber. Derfor kunne noget tyde på at differentieringsstrategien i et vist omfang også benyttes og måske kommer til at fylde mere og mere.

Kritik af Porters generiske strategier:

Modellen er vanskelig at anvende i forhold til at vurdere virksomhedens andel af totalmarkedet, da det ofte ikke vides med sikkerhed. Michael Porter ligger op til, at en virksomhed kan vælge én strategi og holde sig til den for at skabe en konkurrencemæssig fordel. Ved at anvende flere, betragter Porter det som en 'stuck in the middle'-situation og virksomheden vil ikke kunne opnå konkurrencemæssige fordele. Der er dog situationer hvor anvendelse af flere af strategierne kan give konkurrencemæssige fordele. Arla kunne være et eksempel.

⁴⁷ <https://www.frieslandcampina.com/about-frieslandcampina/our-brands/> - d. 06.04.2020

3.3 Eksterne analyse

Der vil i afsnittene herunder blive foretaget en analyse af Arla eksterne forhold, samt på de konkurrencemæssige forhold, og hvordan Arla påvirkes heraf. Hvor den interne analyse belyser virksomheden indefra i forhold til styrke og svagheder, belyser den eksterne de omkringliggende muligheder og trusler.

3.3.1 Analyse af Arlas omverden

Til at belyse de forhold i omverdenen som kan have indvirkning på Arla, er der valgt PESTEL-modellen. Denne model er med til at skabe et overblik over de forhold i omverdenen, som Arla kan påvirkes af og nødvendigvis ikke selv kan påvirke. Dette kan have økonomiske konsekvenser for selskabet. I PESTEL-modellen arbejdes der med politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som kan have betydning for virksomheden.

Analysen kan være meget omfattende, hvis alle tænkelige forhold skal medtages. På grund af opgavens omfang, gøres der opmærksom på, at analysen ikke indeholder en fuldstændig opstilling af forhold med betydning for Arla, men blot dem som vurderes mest betydningsfulde.

Politiske forhold:

Størstedelen af Arlas aktivitet ligger i Storbritannien, hvor 36% af den europæiske omsætning skabes. Derfor er Brexit en trussel for Arla. Arla er i høj grad afhængig af den frie bevægelse af produkter og mennesker ind og ud af Storbritannien. Arla har hvert år 10.000 containere der skal frem og tilbage. Selvom Storbritannien endeligt har besluttet at forlade EU, er de endelige handelsforhold endnu ikke aftalt. Særligt import og eksport, samt valuta vil kunne påvirke Arla i en negativ retning. Der er forskellige sondringer ift. udfaldet. Der kan blive tale om henholdsvis et no-deal brexit, et hårdt og et blødt. Den værst tænkelige er en no-deal situation, hvor handelsbarriererne er hårdest. Nedenfor i figur 11, ses de udfald forbundet med en no-deal situation med betydning for Arla.

	No-Deal Brexit
Told	Told på alle varer (MFN toldsatser)
Non-tariff barriers	Toldbehandling (oprindelsesregler) Der vil være afvigelser i tekniske reguleringer mellem UK og EU samtidig med at godkendelsesprocedurer opstår.
Barrierer for tjenester	Betydelig reduktion i markedsadgang for alle tjenester. Prisen på tjenester importeret fra UK stiger. Der vil samtidig være en lavere efterspørgsel efter tjenester fra DK.
Kontrakter	Kontrakter bliver i størst omfang påvirket af told og eventuelle valutaudsving. Det er derfor vigtigt, at kigge på sine kontrakter og eventuelt udarbejde supplerende klausuler for at gardere sig mod dette. Aftale om, hvem der betaler de øgede omkostninger, bør forhandles. Kontrakter, der udarbejdes i dag, bør være midlertidige eller have indskrevet klausuler.
Værdikæde	Store øgede handelsomkostninger ved del af værdikæde i UK. Man bør gøre sig overvejelser om at flytte virksomhedsdelen til et andet EU land, eller om hvordan man kan håndtere de stigende omkostninger.
Pundets udvikling	Stor devaluering af pundet. (op mod 8%) Ved eksport vil varerne blive relativt dyre. Ved import vil varerne blive relativt billigere.
Levering	Landtransport: Øgede administrative byrder. Længere ventetider ved havne i og grænseovergange til UK. Lufttransport: Mister godkendelse til Single European Sky. Dette betyder, at engelske fly ikke har rettigheder til at flyve i EU og andre tredjelande

Figur 11 – konsekvenser af en no-deal situation⁴⁸

Arla importerer og eksporterer varer i Storbritannien og med en no-deal situation vil dette betyde ekstra omkostninger forbundet med told, hvor den MFN-sats i ovenstående figur 11 ligger på 57,50 EUR/100kg mælk⁴⁹. Herudover vil Arla også blive ramt af en devaluering af pundet, samt på værdikæden i forhold til handelsomkostninger, på leveringsdelen, da der forventes en højere administrativ byrde forbundet hermed.

Der er i øjeblikket stor fokus på klima og særligt i forhold til landbruget, hvor drivhusgassen metan er særligt omdiskuteret. Grundlaget for denne udvikling er Paris-aftalen, som blev indgået i december 2015 imellem 196 medlemslande i FN's klimakonvention (UNFCCC). Der er fra EU's side fremlagt et reduktionsbidrag, som lyder på 40% i 2030, sammenholdt med 1990. Fordelingen af reduktionerne skal ske igennem EU's egne forhandlinger landene imellem. Som respons på stigende krav i forhold til klimasituationen og fra borgerne i EU, har EU

⁴⁸ <https://www.iyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/568fa36e-0940-48ab-8f35-874364093c25/brexit-konsekvensanalyse.pdf?MOD=AJPERES&CVID=mOj.BNd> - d. 06.04.2020

⁴⁹ <https://madb.europa.eu/madb/euTariffs.htm?productCode=0401401090&country=US> - d. 06.04.2020

kommissionen forpligtiget sig til en aftale om nul-udledning af drivhusgasser i 2050⁵⁰. Langt størstedelen af Arla aktiviteter foregår i EU, så derfor kan dette forhold have betydning for den måde Arlas værdikæde styres på i dag og frem imod indfrielse af de indgået aftaler landene imellem. Det er særligt kvoter i forbindelse med udledningen af drivhusgasser der kan have økonomisk belastning, samt omstilling af produktion og omstilling hos landmændene, der ses om udfordringer i forbindelse hermed.

Økonomiske forhold:

Af økonomiske forhold der kan få betydning for Arla, er det særligt den svingende pris på råmælk, udviklingen i lønomkostninger på landmændenes gårde og ændringen i demografien i forhold til drift af gårdene. Arla ejer hele forsyningskæden og her er landmændene det første og vigtigste led heri.

En undersøgelse udført af den uafhængige tænketank IEEP⁵¹, viser tendenser i mejerisektoren som kan få betydning for Arla, hvis der ikke tages hånd om disse forhold. Markedsprisen på mælk har, ifølge undersøgelsen udarbejdet af IEEP, været svingende de seneste 10 år og denne ustabilitet rammer landmændene og derfor også Arla. Dette anses som værende en trussel, da mælkeprisen er afgørende for at landmændene kan få deres forretning til at kører rundt⁵².

Undersøgelsen fra IEEP viser en forventet stigning i mælkeproduktionen frem mod 2030, mens antallet af kvæg falder og det samme gør arbejdskraften, hvilket resulterer i færre og større gårde. Arbejdet på gårdene er fysisk krævende og med skæve arbejdstider, er det svært at tiltrække yngre landmænd til denne sektor. I 2016 var 30% af landmændene i den europæiske sektor ældre end 65 år mens 11% var under 40 år. Arla kan blive påvirket af, at der ikke kommer yngre og innovative landmænd ind i værdikæden, hvorved der i lavere grad kan ske en effektivisering og innovationsproces⁵³.

⁵⁰ <https://ieep.eu/uploads/articles/attachments/7c4c48a2-336d-46d3-9f4a-732b84b25ce4/IEEP-report-online-final.pdf?v=63748035086> (side 6) - d. 06.04.2020

⁵¹ INSTITUTE FOR EUROPEAN ENVIRONMENTAL POLICY (IEEP)

⁵² <https://ieep.eu/uploads/articles/attachments/7c4c48a2-336d-46d3-9f4a-732b84b25ce4/IEEP-report-online-final.pdf?v=63748035086> - d. 06.04.2020

⁵³ IBID

Grundet befolkningstilvækst og stigende efterspørgsel fra den enkelte forbruger, halter mælkeproduktionen bagefter på de asiatiske-, Afrika- og Latinamerikanske markeder. Dette giver større afsætningsmuligheder⁵⁴.

57% af Arla omsætning genereres i andre valutaer end EUR og DKK, hvorfor udsving i valutakurser anses for at være et forhold af betydning for Arla.

Sociokulturelle forhold:

Et EU-barometer påpeger at forbrugerne i EU i højere grad mener, at velfærden hos landbrugsbesætninger, herunder malkekvæg, er vigtig. I undersøgelsen er der indsamlet svar fra 27.672 respondenter i EU og 97% af spurgte respondenter mener, at dyrevelfærd på gårdene er vigtig eller meget vigtig.

Undersøgelsen viser at forbrugerne er villige til at betale mere for produkter, som er produceret med dyrevelfærd for øje. 59% tilkendegiver at de vil betale mere for produkter, hvor dyrevelfærd er i fokus. 35% vil betale op til 5% mere, 16% er villig til at betale 6-10% mere, mens 5% vil betale 11-20% mere og 3% er villig til at betale 20% eller mere⁵⁵. Undersøgelsen viser at Arlas hovedmarkeder er dem der i højeste grad vil betale mere for dyrevelfærdsorienteret produkter, hvor Sverige er højdespringer med 17% af de adspurgte, som vil betale 20% eller mere⁵⁶. Ydermere kigger 52% af de adspurgte efter labels som identificerer de velfærdsorienteret produkter⁵⁷. I forhold til Arla vil disse forhold kunne udgøre en trussel, såfremt der ikke er tilstrækkelig fokus på, samt dokumentation, bagved produktionen af produkterne. Forbrugerne kan vælge andre produkter i køledisken, såfremt en konkurrent til Arla, formår at imødelese forbrugernes behov, som eventuelt kan betyde ophør af samhandel med de pågældende supermarkedskæder. Forholdene skaber også en række strategiske muligheder. Forbrugerne er villige til at betale en højere pris for produkter, som er produceret med fokus dyrevelfærd på gårdene. Imødegåelse af disse strategiske muligheder vil betyde en højere pris

⁵⁴ <https://landbrugsavisen.dk/avis/kvaeg/maelk-en-succes-i-stoet-frem-gang?fbclid=IwAR0OxIP8atdnn2QJ95kuKZsHl11RilyGN1j8wcZl8HsgzvNejKLywxXjxc4> - d. 06.04.2020

⁵⁵ <https://ec.europa.eu/commfrontoffice/publicopinion/index.cfm/Survey/index#p=1&year-From=1996&yearTo=2016> (EU Barometer reference 442, Animal Welfare, November 2015), side 48

⁵⁶ IBID, side 50

⁵⁷ IBID, side 53

for produkterne, samt en højere indtjening til landmændene, hvilket er i godt samspil med Arla mission om at, skabe højest mulig værdi af landmændenes mælk.

Teknologiske forhold:

Da Arla er en stor produktionsvirksomhed, vil der altid komme nye teknologier på markedet, som vil kunne udnyttes til virksomhedens fordel. Arla er meget afhængig af at have de rigtige teknologier i forhold til logistik og i særdeleshed produktion. Arlas vigtigste aktivitet er produktudvikling, som kræver de rigtige teknologier, for at understøtte denne proces. Tidligere i opgaven er de aktiviteter som knytter sig, til værdikæden analyseret og viser hvordan Arla udnytter de teknologiske muligheder til at styrke sin position i markedet.

Teknologi vedrørende logistik, produktion, markedsføring, salg og digitalisering er i konstant bevægelser og derved opstår der løbende muligheder, som Arla kan anvende for at opnå konkurrencemæssige fordele.

Miljømæssige forhold:

Miljøet og klimaet er punkter som undersøgelsen IEEP har lavet, peger på. Det er noget forbrugerne har en holdning til og Arla kan blive påvirket i en negativ grad, hvis ikke der tages hånd om disse og ydes assistance til landmændene.

Udfordringerne ligger i den høje udledning af metan som langbruget udleder og som rammer landbruget på den lange bane i forhold til klimaændringerne. Højere temperaturer vil begrænse tilgængeligheden af vand i visse klimaer for derved at have indvirkning på arealerne som kørerne afgræsser. Højere temperaturer kan medvirke til hedeslag hos dyrerene og på den måde begrænse produktionen af mælk, som er essentiel for Arlas værdikæde.

Konventionel drift af gårdene, er en af punkterne undersøgelsen også påpeger. Denne metode kan på den lange bane betyde negativ påvirkning på kvaliteten af jord og vand, for på den måde at true produktionen og kvaliteten af mælken i fremtiden. Arla vil i dette tilfælde blive

påvirke i forhold til råvarens kvalitet og mængde og derigennem få udfordringer når denne skal forædles⁵⁸.

Lovgivningsmæssige forhold:

Arla er en stor og international virksomhed, som har aktiviteter i 151 og her vil der være både muligheder og trusler i samtlige lande, set i forhold til virksomhedens fremtidige drift. Arla skal hele tiden følge med i hvad der lovmæssigt foregår i landene, for at sikre den konkrete lovgivning i landet overholdes.

Af lovmæssige forhold kan nævnes fødevarelovgivning, arbejdsmiljølovgivning, miljølovgivning, Skattelovgivning, toldregler, eksport- og importregler.

Kritik af PESTEL-modellen:

Modellen omhandler de eksterne forhold, som beskrives ud fra indhentet offentlige oplysninger, hvilke ikke med sikkerhed er dækkende for samtlige forhold, hvorfor troværdigheden af den udarbejdet analyse ikke er garanteret. Modellen er fortidsorienteret, men kan være en hjælp til at forecaste fremtiden, hvis makroforholdene er nogenlunde stabile. Modellen bygger på en beskrivende tilgang og derfor er der i modellen, ikke lagt op til håndtering af de identificeret forhold, hvilket også er en svaghed ved modellen.

3.3.2 Analyse af konkurrencesituationen

Til analyse af konkurrencesituationen anvendes Michael Porters five forces model. Modellen belyser 5 markedskræfter som har betydning for konkurrencesituationen og indtjeningen i branchen. Dette er med til at give et billede af virksomhedens mikromiljø. Modellen omhandler følgende 5 markedskræfter; konkurrencesituationen i branchen, truslen fra nye udbydere,

⁵⁸ <https://ieep.eu/uploads/articles/attachments/7c4c48a2-336d-46d3-9f4a-732b84b25ce4/IEEP-report-online-final.pdf?v=63748035086> (side 13-14) - d. 06.04.2020

Købernes forhandlingsstyrke, Konkurrence fra substituerende produkter og leverandørernes forhandlingsstyrke⁵⁹.

Konkurrencesituationen i branchen:

Arla befinder sig på et globalt marked i mejeribranchen. Kernen i forretningen er forædling af mælk, som bliver til forskellige mejeriprodukter og sælges i dagligvarebutikker verden rundt. Herudover har Arla andre forretningsområder, som omhandler Business to Business, hvilket ikke behandles yderligere. Kunderne på markedet er dagligvarebutikkerne, dog er forbrugerne altafgørende, da de endeligt køber produkterne. Forbrugerne har, ud fra tidligere analyse af Sociokulturelle forhold vist, at der er præferencer på dette marked, da der både eksisterer produkter som er produceret økologisk, bæredygtigt, miljøbevidst, eller har en bestemt kvalitet.

Inden konkurrencesituationen analyseres nærmere, er det vigtigt at få defineret, hvilket marked der er fokus på. Aktørerne i branchen kan konkurrere på forskellige måder, afhængig af hvilket marked der kigges på. I den forbindelse vil der blive brugt forskellige konkurrenceparametre for at opnå konkurrencemæssige fordele. Markederne der tænkes på, er henholdsvis; hjemmemarkedet, lokalkmarkedet (eksempelvis Europa), samt det globale marked.

På det danske marked er Arla størst, hvor omsætningen i Danmark, uden sammenligning, overstiger den næststørste konkurrent Thise mejeri⁶⁰. Dette illustrer at konkurrenceformen på det danske marked for mejeri er differentieret delvis monopol, da Arla er meget stor og ud over Thise mejeri er der endnu mindre aktører på markedet, eksempelvis øllinggård og Iøgmose. De konkurrencemæssige parametre vil i sagens natur være anderledes, set i forhold til det globale marked, da Arla sidder på størstedelen af det danske marked.

Zoomes der ud og ses på det europæiske marked er der særligt 4 aktører, som er Arla, Friesland Campina, Lactalis og Danone. Herudover nogle små aktører. Her er markedsformen en anden, sammenholdt med det danske hjemmemarked. Der er få store udbydere i markedet,

⁵⁹ International markedsføring, 5 udgave, Andersen & Jensen mfl., side 316-318

⁶⁰ <https://thise.dk/om/thise-i-tal/?fbclid=IwAR0OxIP8atdnn2QJ95kuKZsHl11RilyGN1j8wcZI8Hsgzv-NejKLywxXjxc4> - d. 06.04.2020

herudover en masse små og der er præferencer. Derfor er markedsformen på dette marked differentieret oligopol.

Zoomes der endnu længere ud og ses på det globale marked som der i dette projekt er fokus på, er billedet det samme, som det europæiske marked. I branchen er der 20 store aktører, som ses af nedenstående figur 12, hvor Arla ligger nr. 7 målt på omsætning⁶¹ og herudover er der en række små aktører i de enkelte lande, som også eksporterer i et vist omfang. Et eksempel er Thise mejeri i Danmark som i 2018 omsatte for t.DKK 47.366 udenfor EU⁶², hvilket er langt under Arla, som på sit mindste udenlandske marked i 2018, omsatte for t.DKK 1.282.500.

2019	2018	Company	Country of headquarters	Dairy turnover, 2018*	
				USD billion	EUR billion
1	1	Nestlé	Switzerland	24.3	20.6
2	2	Lactalis	France	20.8	17.6
3	3	Danone	France	18.0	15.2
4	▲	5 Fonterra	New Zealand	14.3	12.1
5	▲	6 FrieslandCampina	Netherlands	13.8	11.6
6	▼	4 Dairy Farmers of America	US	13.6	11.5
7		7 Arla Foods	Denmark/Sweden	12.4	10.5
8	▲	9 Yili	China	11.2	9.5
9	▼	8 Saputo	Canada	11.0	9.3
10		10 Mengniu	China	10.3	8.7
11		11 Dean Foods	US	7.5	6.3
12		12 Unilever	Netherlands	6.7†	5.7†
13		13 DMK	Germany	6.7	5.6
14		14 Kraft Heinz	US	6.0	5.1
15	▲	16 Sodial	France	6.0	5.0
16	▼	15 Meiji	Japan	5.8	4.9
17	▼	16 Savencia	France	5.7	4.9
18	▲	19 Agropur	Canada	5.2	4.4
19	▲	20 Schreiber Foods	US	5.1†	4.3†
20	▼	18 Müller	Germany	5.1†	4.3†

Figur 12 – de 20 største mejerier i verden, målt på omsætning⁶³

På det globale marked anvendes der forskellige konkurrenceparametre for at sikre sig markedsandele. Bæredygtighed, økologi og dyrevelfærd er en del af de globale trends og får sandsynligvis en større rolle fremadrettet. Forbrugerne ønsker overordnet, jf. tidligere analyse, at

⁶¹ https://research.rabobank.com/far/en/sectors/dairy/Dairy_top_20_2019.html - d. 07.04.2020

⁶² Thise mejeris årsregnskab 2018, side 27

⁶³ https://research.rabobank.com/far/en/sectors/dairy/Dairy_top_20_2019.html - d. 07.04.2020

betale mere for produkter der har ovenfornævnte kvaliteter. Derfor er en strategi med henblik på at forøge forbrugerne indtryk af aktørernes mærkevarer profil, en attraktiv måde at generer organisk vækst. Derfor vil dette være en konkurrenceparameter som er vigtigt at mestre i branchen. Forholdene er også identificeret under analysen af Arla vækststrategier og analyse af makromiljøet. Herudover ses det også hos Arla, at der skæres urentable private labels kontrakter væk og i højere grad satser på egne mærker⁶⁴.

De største aktører vil som Arla forsøge at forsvare deres styrkeposition på de etableret markeder og herudover se efter vækstmarkeder. I øjeblikket halter markederne i Asien, Afrika og Latinamerika og derfor vil der være kamp om andele på disse markeder. Dette sker f.eks. igennem opkøb og/eller etablering af produktionsfaciliteter i områderne omkring, som der tidligere i projektet er belyst ift. mejeriet i Bahrain. Her opnås der faciliteter til produktion og distribution.

I branchen er en stigende tendens til horisontal integration, da de store mejerigiganter opkøber de mindre eller større mejerier fusionerer. Herved opnås hurtigt andele af markedet og distributionskanaler. Opkøb og fusioner har været stigende siden 2013 og i 2019 det højeste antal (789)⁶⁵.

Med alt taget i betragtning, vurderes konkurrencesituationen at være hård.

Købernes forhandlingsstyrke:

Som tidligere er identificeret, har slutkunden en holdning til branchen. Produkterne skal være forsvarligt produceret og dyrevelfærden skal være i orden. Der er tale om en politisk forbruger, som gerne giver sin mening til kende i tilfælde af at virksomhederne ikke lever op til forventninger.

Forbrugeren kan let vælge et substituerende produkt, da supermarkederne kan have produkter fra flere forskellige mejeriselskaber i sortimentet.

⁶⁴ https://landbrugsavisen.dk/arla-omsætningen-faldt-i-europa?fbclid=IwAR3-Ruc-LURns_7oVE1ISyrjwg2hRx9nMfiYV_lxBgXkiarJ6P5LQf3Meq-M - d. 07.04.2020

⁶⁵ <https://www.dairyreporter.com/Article/2020/01/14/Mergers-and-acquisitions-up-again-in-annual-Zenith-report?fbclid=IwAR0rxrqPKSwxOfZeUGKxiSKJaA20WDR8E-jOZLQTutfdEFzRfv2OgngD2m8> - d. 07.04.2020

Mellemhandlerne er store supermarkeds kæder og har grundet sin størrelse en høj grad af forhandlingsstyrke. Indgåelse af aftaler med større kæder betyder noget for mejeriernes omsætning, da supermarkederne i høj grad henvender sig til massemarkedet. Supermarkederne kan vælge en anden leverandør til deres butikker, hvis ikke de er tilfredse. Derfor er supermarkeds kæderne i en styrkeposition set i forhold til mejerierne.

Med alt taget i betragtning, vurderes købernes forhandlingsstyrke til at være stærk.

Konkurrence fra substituerende produkter:

Forbrugerne kan forholdsvis let udskifte et mejeriprodukt med en anden type. På dagligvaremarkedet findes der i dag en del erstatninger til den traditionelle mælk. Det kan eksempelvis være plantebaseret drikke. Andre mejeriprodukter, som fungerer som mellemmåltid, kan erstattes af en anden fødevarer. De plantebaseret produkter tager mere og mere plads på supermarkederne's hylder⁶⁶. Med alt taget i betragtning er truslen fra udbydere med substituerende produkter stor.

Leverandørernes forhandlingsstyrke:

De vigtigste leverandører er landmændene og denne branche er der forskellige selskabskonstruktioner, hvorved forhandlingsstyrken er nuanceret. Andelsselskaberne, såsom Arla, Friesland Campina og Fonterra, hvor landmændene ejer andelsbeviser i selskabet. Her er ejerne også leverandør og har derfor en høj grad af forhandlingsstyrke. Andre aktører i branchen køber mælk af landmændene som en råvarer og her kan landmændene være dårligt stillet, hvis de ikke er medlem af en PO (producer organisation)⁶⁷. Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes til at være på et middel niveau.

⁶⁶ <https://jyllands-posten.dk/debat/breve/ECE11328290/drikkemaelken-har-holdt-skansen-i-aartier-men-nu-vinder-plantedrikkene-frem/> - d. 07.04.2020

⁶⁷ https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/market-measures/agri-food-supply-chain/producer-and-interbranch-organisations_en?fbclid=IwAR0VEwQTpA-IOBLrzKpHaP5xTJWwOtvODZe4UQON9mwWelGgPr2j2Jv4jjZc#interbranchorganisations - d. 07.04.2020

Truslen fra nye udbydere:

De store mejerigiganter sidder tungt på verdensmarkederne og sammenholdt med den hastige konsolidering i markedet, som i 2019 bød på 789 opkøb og fusioner, vurderes det svært for nye udbydere at overleve på markedet. De nye udbydere skal have en enorm kapital i ryggen, for at etablere en stærk værdikæde, som kan sikre at slutproduktet kan konkurrere med de eksisterende produkter på markedet. Markedet i Asien, Afrika og Latinamerika er potentielle vækstmarkeder da efterspørgslen, som nævnt i tidligere afsnit, er stigende og derfor vil disse markeder være attraktive. Selvom truslen kan anses som værende tilstede, vurderes den ikke at have stor betydning, da de store aktører er for stærke og dominerer markedet.

Kritik af Porter five forces:

Modellen bruges til at belyse den branche som virksomheden befinder sig i, set i forhold til de 5 konkurrencekræfter Michael Porter mener har betydning for virksomhedens strategiske planlægning. Modellen har dog svagheder. En svaghed er at en retvisende analyse kræver stort kendskab til branchen, for at kunne vurdere de enkelte kræfters forholdsvis betydning, da modellen som udgangspunkt behandler de enkelte konkurrencekræfter ligelig.

En anden svaghed er, at statsmagten ikke medtages som en påvirkende faktor. Her kan der være forhold, så som told, miljølovgivning eller kvoter, som kan have betydning fra branchen som helhed.

3.4 Delkonklusion på strategisk analyse – SWOT & VRIN

Som opsummering på den strategiske analyse kan SWOT-modellen anvendes. Modellen bruges som et opsamlingsværktøj, som på overskueligvis opstiller virksomhedens interne styrke og svage sider der har med det interne miljø af gøre, samt muligheder og trusler der befinder sig i omverdenen. I forlængelse heraf anvendes VRIN-analysen til at identificere hvor i Arla's nuværende strategi der skabes konkurrencemæssige fordele.

3.4.1 SWOT

I figur 13 herunder opsummeret de vigtigste styrker, svagheder, muligheder, samt trusler som er identificeret i ovenstående strategiske analyse. Under figuren er de 4 områder beskrevet. Grundet opgavens omfang er henholdsvis; styrker, svagheder, muligheder og trusler overordnet beskrevet og derfor ikke dybdegående.

Styrker (S)	Svagheder (W)
- Solidt kendskab til branchen - Arla® brand - Produktporteføljen - Tæt forhold til leverandørerne - Kendskab til forbrugeren - Innovation og produktudvikling - Ejer hele værdikæden - Kompetent ledelse - Stordriftsfordele	- Skal aftage alt mælk landmændene producerer
Muligheder (O)	Trusler (T)
- Forbrugernes tilgang til bæredygtig produktion og dyrevelfærd - Teknologisk udvikling - Vækstmarkeder og øget efterspørgsel	- Valutakursudsving - Udsving i mælkeprisen - Politiske beslutninger - Brexit - Substitution til mejeriprodukter - Klimaændringer

Figur 13 – SWOT (egen tilvirkning)

Styrker:

Som det ældste internationale andelsmejeriselskab i verden, har Arla en række styrker. Da mange af Arlas konkurrenter udvikler og markedsføre sine egne mærker og promovere deres brand, anses Arlas brand og rækker af produkter som den vigtigste styrke. En kombination af

en solid position, som det 4. største mejeriselskab på verdensplan målt på indvejning af mælk og 7. størst i forhold til omsætning og et tæt forhold til landmændene, har Arla et godt overblik over det råvare flow som kommer i selskabets værdikæde. Herudover er selskabet drevet af en række stærke profiler i ledelsen, som især understøtter processerne der har med innovation og produktudvikling at gøre, hvilket er vigtig for en virksomhed, der sælger produkter til markeder, hvor der er præferencer. Et stort og effektivt produktionsapparat sikre stordriftsfordele og en styrke, da stordriftsfordele alt andet lige vil betyde lavere produktionsomkostninger pr. produkt. Herudover har Arla kontrol over hele værdikæden, hvor der sammen med en stor mængde forbrugerkendskab og tæt kontakt til landmændene, er særlig mulighed for at forfine forretningsideen og handle på nye trends, samt tilpasser produktionen i forhold til eventuelle ændringer i forbrugernes præferencer.

Svagheder:

Arla ejes af landmændene, igennem andelstankegangen. Dette betyder at Arla er selskabet hvorigennem landmændenes mælk skal forfines og sælges. Arla er forpligtiget til, at aftage alt mælk landmændene kan producere, som stiller høje krav til Arla om at afsætte de forædlet produkter, og især hvis efterspørgslen ikke er til det. I modsætningen til andre selskabskonstruktioner, hvor indkøb af mælk kan ske efter behov, har Arla her en svaghed i at skulle aftage en vis mængde og skabe indtjening til landmændene ud fra det.

Muligheder:

Verden er i forandring og det påvirker forbrugerne. Det er særligt klimaet der skaber nye brugstendenser, da en stor del af klodens befolkning ønsker at bevare Jorden, som vi kender den i dag. Dette betyder, at virksomhederne skal omstille sig til de nye udfordringer, således forbrugerne bliver ved med at købe produkterne. Dette gælder også Arla. Der ligger store muligheder i at optræde klimabevist og sørge for at dyrene har det godt hos landmanden. Nye teknologier opfindes hele tiden og her vil der konstant ligge muligheder, både med hensyn til grøn opstilling, men i særdeleshed også i forhold til produktudvikling og produktionsteknologier. Grundet befolkningsvækst og produktivitet opstår der på verdensplan nye

vækstmarkeder på grund af stigende efterspørgsel. Økonomisk set vil der være mulighed for at afsætte på disse nye markeder.

Trusler:

En international virksomhed som Arla, vil være udsat for en mængde risici, da virksomheden opererer på tværs af landegrænser, handler i fremmed valuta og er afhængig af nogle markeds kræfter den ikke selv kan påvirke. Størstedelen af virksomhedens omsætning ligger i fremmed valuta og sving i disse vil udgøre en risiko for i forbindelse med den daglige drift. Mælkeprisen dannes igennem udbud og efterspørgsel. Dette kan være en mulig trussel, da en svingende mælkepris vil have øjeblikkelig økonomiske konsekvenser for Arla. Klimaændringer kan udgøre en trussel for Arla på længere sigt, da en negativ udvikling vil påvirke malkekøene, som derigennem have konsekvenser for Arla adgang til råvarer af god kvalitet og kvantitet. Politiske beslutninger vil altid kunne udgøre trussel for selskaber i Arlas størrelse. Her kan der opstå begrænsninger eller ulemper i forhold til de forskellige markeder. Brexit er Arla største trussel i øjeblikket. Afhængig af udfaldet, kan dette være afgørende for om Arla har optimal adgang til deres største europæiske marked, Storbritannien.

3.4.2 VRIN-analyse

Jay Barney er modellens ophavsmand og udgav i 1991 artiklen; *"Firm Resources and sustained competitive advantage"*, hvor 4 kriterier hos virksomhedens evner bedømmes, i forhold til at kunne opnå vedvarende konkurrencemæssige fordele med disse. I forhold til at afgøre om virksomhedens evner kan være medvirkende til konkurrencemæssige fordele, vurderes det, hvor værdifulde(V) de er, hvor sjældne(R), samt hvor efterlignelig(I) de er og kan de substitueres(N)⁶⁸.

⁶⁸ Jay Barney: 'Firm resources and sustained competitive advantage', Journal of Management, vol. 17 (1991), no. 1, pp. 99–120, https://mejeri.dk/branchen/branchen-i-tal/bag-om-prisen-paa-maelk?fbclid=IwAR3VF-Dh1z3XBuSf_I1jRqVbSmS_spF1Yx44qpHSh4IRkOU5Y1VlbFrT0sQ

Herunder i figur 14 er de identificeret styrker oplistet og vurderet med udgangspunkt i Jay Barney's VRIN-model. Under figuren er det uddybet, hvilket af evnerne der tænkes at give Arla konkurrencemæssige fordele.

VRIN-analyse				
Ressourcer:	V	R	I	N
Solidt kendskab branchen	✓	✓		
Tæt forhold til leverandørerne	✓	✓		
Arla® brand	✓	✓	✓	✓
Produktporteføljen	✓	✓	✓	✓
Kendskab til forbrugeren	✓	✓		
Innovation og produktudvikling	✓	✓		
Ejer hele værdikæden	✓			
Kompetent ledelse	✓	✓		
Stordriftsfordele	✓			

Figur 14 – VRIN-analyse (egen tilvirkning)

Arla's evner og ressourcer – ikke konkurrencemæssige fordele:

Forholdene hvor kun kriterierne for værdifuldhed og sjældenhed er opfyldt, er forhold der ikke bidrager afgørende til, at Arla har konkurrencemæssige fordele. Disse forhold er understøttende til værdikæden og sikre Arla kan gennemføre den planlagte strategi og udnytte mulighederne i markedet og samtidig være medvirkende til at garderer imod de identificerede trusler. Forholdene vurderes at kunne efterlignes af Arlas konkurrenter, ved eksempelvis at lave forbrugerundersøgelser, foretage opkøb i værdikæden, forøge indsatsen på produktudvikling og lave samme tiltag som Arla. Arla informerer om stort set alt de foretager sig og derfor er mange aktiviteter gennemsigtige, som der også konstateres igennem projektet.

Arlas evner og ressourcer – konkurrencemæssige fordele:

Arlas brand er fundamentet for at virksomheden kan afsætte sine produkter med en indbringende profit til ejerne. Alt hvad Arla foretager sig, bibringer varemærket værdi og denne kan anvendes som en organisatorisk ressource til at afsætte virksomhedens produkter. Mærket er

værdifuldt, da logoet i høj grad er genkendeligt og kan betyde Arlas produkt bliver lagt i indkøbskurven frem for et andet. Herudover er varemærket sjælden, da der kun er et, samt er det umuligt for konkurrenter at kopierer og så er mærket ikke substituerbart. Produktporteføljen bliver dannet ud fra de øvrige understøttende aktiviteter i værdikæden og består af en række kendte varemærker, hvor Lurpak® er et eksempel. Det er nemt at finde frem til produkternes attributter, dog er produktionsteknologien noget svær at finde frem til. Produktporteføljen er værdifuld, da den løser forbrugernes behov. Produktporteføljen er sjælden, da produkterne er udviklet af Arla og disse eksisterer ikke andre steder, samt er produktionsmetoderne unikke. Herudover har forbrugerne en holdning til produkterne og derfor er substituerbarheden ikke væsentlig.

4. Regnskabsanalyse

4.1 Introduktion til afsnittet

For at kunne besvare underspørgsmål 2 "Hvordan har Arlas økonomiske situation udviklet sig i perioden 2015-2019" vil dette afsnit omhandle en regnskabsanalyse af Arla for perioden 2015-2019. Alle balanceposter er omregnet til gennemsnitstal til brug for beregning af økonomiske nøgletal. I regnskabsanalysen udarbejdes en reformulering af resultatopgørelsen og balancen til analyseformål. Regnskabsanalysen anvendes sammen med den interne- og eksterne analyse til at danne grundlaget for budgettering, som afslutningsvis skal bruges til at værdiansætte Arla. Regnskabsanalysen bliver udarbejdet ud fra virksomhedens rentabilitetsstruktur af Hawawini og Viallets fremgangsmåde, som ses i figur 26. Ydermere anvendes grafiske figurer til at danne et bedre overblik over, hvordan Arlas økonomiske situation har udviklet sig i analyseperioden.

4.2 Reformulering af Arlas resultatopgørelse for perioden 2015 til 2019

Arla Foods amba resultatopgørelse for 2015-2019						
(Mio. EUR)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Omsætning	10.527	10.425	10.338	9.567	10.262	10.614
Produktionsomkostninger	-8.325	-8.341	-8.063	-7.177	-7.833	-8.470
Bruttoresultat	2.202	2.084	2.275	2.390	2.429	2.144
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.416	-1.362	-1.584	-1.642	-1.597	-1.454
Administrationsomkostninger	-389	-422	-419	-435	-417	-393
Øvrige driftsindtægter	39	118	71	91	37	66
Øvrige driftsomkostninger	-64	-43	-39	-29	-74	-52
Gevinst ved salg af virksomhed	0	0	44	120	0	0
Andel af resultat efter skat i joint ventures og associerede virksomheder	34	29	37	10	22	57
Resultat før renter og skat (EBIT)	406	404	385	505	400	368
Specifikation:						
Resultat før renter, skat og afskrivninger (EBITDA)	837	767	694	719	754	681
Gevinst ved salg af virksomhed	0	0	44	120	0	
Af- og nedskrivninger	-431	-363	-353	-334	-354	-313
Resultat før renter og skat)	406	404	385	505	400	368
Finansielle indtægter	10	2	13	7	14	54
Finansielle omkostninger	-69	-64	-77	-114	-77	-84
Resultat før skat (EBT)	347	342	321	398	337	338
Skat	-24	-41	-22	-42	-42	-18
Årets resultat	323	301	299	356	295	320
Minoritetsinteresser	-12	-11	-14	-9	-10	-6
Arla Foods amba's andel af årets resultat	311	290	285	347	285	314

Figur 15 – Arla resultatopgørelser for perioden 2015 til 2019.

Arla Foods amba resultatopgørelse for 2015-2019						
(Mio. EUR)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Omsætning	10.527	10.425	10.338	9.567	10.262	10.614
Produktionsomkostninger	-8.325	-8.341	-8.063	-7.177	-7.833	-8.470
Bruttoresultat	2.202	2.084	2.275	2.390	2.429	2.144
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.416	-1.362	-1.584	-1.642	-1.597	-1.454
Administrationsomkostninger	-389	-422	-419	-435	-417	-393
Øvrige driftsindtægter	39	118	71	91	37	66
Øvrige driftsomkostninger	-64	-43	-39	-29	-74	-52
Resultat før renter og skat (EBIT)	372	375	304	375	378	311
Specifikation:						
Resultat før renter, skat og afskrivninger (EBITDA)	803	738	657	709	732	624
Gevinst ved salg af virksomhed	0	0	0	0	0	
Af- og nedskrivninger	-431	-363	-353	-334	-354	-313
Resultat før renter og skat (EBIT)	372	375	304	375	378	311
Finansielle indtægter	10	2	13	7	14	54
Finansielle omkostninger	-69	-64	-77	-114	-77	-84
Resultat før skat (EBT)	313	313	240	268	315	281
Skat	-24	-41	-22	-42	-42	-18
Årets resultat	289	272	218	226	273	263
Minoritetsinteresser	-12	-11	-14	-9	-10	-6
Arla Foods amba's andel af årets resultat (EAT)	277	261	204	217	263	257

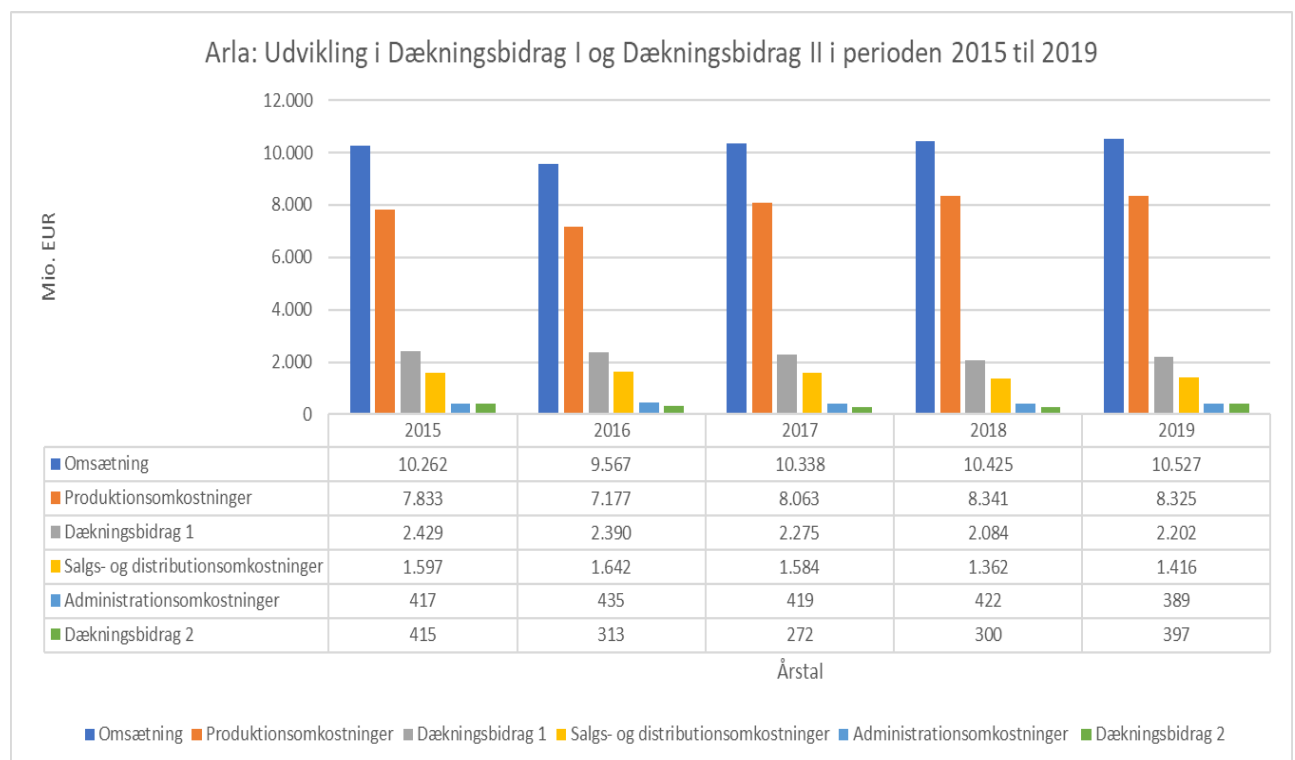
Figur 16 – Reformulering af Arla amba Resultatopgørelse for perioden 2015 til 2019 (Egen tilvirkning)⁶⁹.

Overstående figur 16 illustrerer reformuleringen af Arlas resultatopgørelser for perioden 2015 til 2019. I reformuleringen af resultatopgørelsen er der valgt, ikke at medtage "Andel af resultat efter skat i joint Ventures og associerede virksomheder", da der under reformulering af balancen bliver nulstillet for "kapitalandele i Joint Ventures og associerede virksomheder". Ydermere renses resultatopgørelsen for "gevinst ved salg af virksomhed" og balancen for "forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg", da der ønskes at regnskabstallene kun vedrører Arlas drift og ikke ekstraordinære indtægter eller omkostninger, da disse regnskabsposter kan have en væsentlig indflydelse på årets resultat og give et misvisende billede af, hvordan Arla har klaret sig driftsmæssig i analyseperioden. Der er dog valgt at beholde øvrige driftsindtægter og -omkostninger, da selvom disse ikke vedrører mejeridriften, så er det stadig en del af at drive virksomhed, at kunne håndtere tvister med andre selskaber og kunne føre en effektiv valutakurspolitik, så valutakursdifferencer får mindst mulig indflydelse på regnskabet.

⁶⁹ Arlas årsrapporter for fra 2015 til 2019.

Ydermere udgør de to regnskabsposter mindre beløbet, hvilket vurderes til ikke at have en væsentlig indflydelse på budgettering og værdiansættelsen af Arla.

Nedenstående vil der blive gennemgået udviklingen for omsætningen, produktionsomkostninger, salgs- og distributionsomkostninger og administrationsomkostninger samt dækningsbidrag I og dækningsbidrag II. Årsagen til at disse regnskabsposter vælges fra resultatopgørelsen skyldes, at disse vedrører den primære drift i Arla og det er disse regnskabsposter, som vil have en væsentlig indvirkning på budgetteringen af Arla.



Figur 17 – Arlas udvikling i omsætning, produktionsomkostninger, dækningsbidrag 1, salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger og dækningsbidrag 2 for perioden 2015 til 2019.

Overstående figur viser hvordan udviklingen i Arlas regnskabstal for omsætning, produktionsomkostninger, dækningsbidrag I, salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger og dækningsbidrag II. I analyseperioden fra 2015 til 2019 ses det at Arla er en stabil virksomhed, med undtagelse af år 2016, hvor der skete et fald i både omsætning og produktionsomkostninger. Ellers har omsætningen været mindre stigende i analyseperioden. Der vil under nedenstående punkter komme en mere dybdegående analyse af de enkelte regnskabsposter og hvorfor regnskabstallene har udviklet sig som de har.

4.2.1 Omsætning

Hos Arla opgøres omsætning ud fra fire komponenter, som er salgspriser, mængder, produktmiks og valutakurser⁷⁰, dette er relevant at kigge på i forbindelse med udviklingen i omsætningen i analyseperioden. Ydermere er et vigtigt nøgletal for Arla Arlaintjtjeningen. Arlaintjtjeningen viser den værdi, der tilføres hvert kilo mælk leveret af Arlas andelshavere. Arlaintjtjeningen beregnes som den standardiserede aconto mælkepris, som indgår i produktionsomkostningerne, tillagt Arlas andel af årets resultat divideret med den leverede mælkemængde.⁷¹ Se nedenstående formel:

$$\frac{\text{Standardiserede aconto mælkepris} + \text{Arlas andel af årets resultat}}{\text{Leverede mælkemængde}}$$

I 2015 blev mejeribranchen påvirket af særligt to faktorer i 2015. Den første var, at de generelle markedsforhold resulterede i en lavere mælkepris på 33,7 EUR-CENT/KG, hvilket medførte at en række mælkeproducenter i branchen kom i en svær økonomisk situation.⁷² Den anden faktor var at mælkekvotesystemet i EU blev afskaffet. Dette resulterede i at mange landmænd i Arla begyndte at øge mælkeproduktionen. Dette medførte at mælkeudbuddet blev større end efterspørgslen i markedet og samtidig oplevede Arla beskeden til ingen vækst på kernemarkederne. 2015 var samtidig året, hvor Arla præsenterede deres nye strategi "Good Growth 2020". Strategien skal sikre at Arla fremadrettet ikke skal opnå vækst ved hjælp af opkøb og fusioner, men i stedet ved hjælp af organisk vækst i takt med at mælkemængderne, som Arla modtager fra nuværende landmænd er stigende.

Ud fra figur 17 ses det, at Arla oplevede et fald i omsætningen fra 10.262 mio. EUR i år 2015 til 9.567 mio. EUR i år 2016 svarende til et fald på 695 mio. EUR (-7,2%). Årsagen til dette fald i omsætningen skyldes vanskelige markedsbetingelser, som har resulteret i lavere salgspriser på grund af større mælkemængder efter afskaffelsen af EU's mælkekvotesystem.⁷³ En anden væsentlig årsag til tilbagegangen i omsætningen skyldes valutakurser, da befolkningen i Storbritannien i slutningen af 2016 fik stemt for at landene i Storbritannien ikke længere skulle

⁷⁰ Arlas årsrapport 2017 side 66.

⁷¹ Arlas årsrapport 2017 side 77.

⁷² Arlas årsrapport 2015

⁷³ Arlas årsrapport 2015 side 8.

være en del af EU-samarbejdet. Hvorfor dette alt andet lige har haft en negativ indflydelse på den britiske pund og Arlas omsætning, idet Arlas største marked, målt på omsætning er Storbritannien.⁷⁴ 2016 bød samtidig på salget af Rynkeby Foods A/S, hvilket ligeledes resulterede i en omsætningsnedgang, men blev opvejet af øget salg inden for detailhandel og foodservice.

I 2017 steg omsætningen fra de 9.567 mio. EUR i 2016 til 10.338 mio. EUR svarende til en stigning på 771 mio. EUR (+8,1). Dette skyldes hovedsageligt at Arla havde opnået højere salgspriser og i mindre grad produktmixet. Da den producerede mælkemængde var uændret og valutakurser havde en negativ indvirkning på omsætningen. Da den britiske pund valutakurs var faldet, fordi der var stor usikkerhed om, hvordan Storbritanniens kommende udtrædelse af den Europæiske Union, vil have af effekt både i Storbritannien og den Europæiske Union og til sidst for virksomheder som Arla der har aktiviteter i Storbritannien.

I år 2018 skete der en mindre fremgang i omsætningen fra 10.338 mio. EUR i 2017 til 10.425 mio. EUR i 2018 svarende til en stigning på 87 mio. EUR (+0,8). Omsætningsstigningen skyldes udelukkede et forbedret produktmix hos Arla, da salgspriserne samlet set for hele 2018 var faldet med 0,5%, den afsatte mælkemængde var uændret og valutakurserne havde påvirket omsætningen negativt med 210 mio. EUR, som primært skyldes en devaluering af den svenske krone, US dollar og den britiske pund.⁷⁵

2019 var ligesom 2018 præget af en samlet mindre vækst i omsætningen som steg fra 10.425 mio. EUR i 2018 til 10.527 i 2019 svarende til 102 mio. EUR. (+1%). Det vurderes ud fra Arlas oplysninger at fremgangen i 2019 ikke skyldes forbedret salgspriser, da salgspriserne var faldet med 0,3% for hele året svarende til en beløbsmæssig effekt på -26 mio. EUR. Mælkemængder og produktmix havde en samlet effekt på 10 mio. EUR på omsætningen, dvs. der tilbage er valutakurserne som påvirkede omsætningen positivt med 57 mio. EUR grundet dollar-kursen udvikling. Samtidig valgte Arla i 2019, at opkøbe Kraft-osteforretning i Mellemøsten og Nordafrika, samt at frasælge de sidste Allgäu-aktiviteter i Tyskland. Dette påvirkede

⁷⁴ Arlas årsrapport 2016 side 93.

⁷⁵ Arlas årsrapport 2018 side 75.

omsætningen positivt med 61 mio. EUR, hvorfor Arla reelt set har haft en tilbagegang i omsætningen på 16 mio. EUR, hvis der udelukkende kigges på driftsmæssig del af virksomheden.⁷⁶

Indledningsvis ses det at år 2016 var et atypisk år for Arla hvor omsætningen i de forskellige lande var på samme niveau som 2015 eller faldet væsentlig. Ellers ses det at igennem analyseperioden er omsætningen stabil eller faldende i de europæiske lande, hvilket giver en indikation på et afmattende europæiske marked, som har et svingende forbrug af mejeriprodukter.⁷⁷ Der sker et større fald i omsætningen på det tyske marked på 104 mio. EUR fra 2018 til 2019, hvilket primært skyldes en taktisk beslutning fra Arlas ledelse, hvor de valgte at ophæve tabsgivende kontrakter med tyske detailkæder, da Arlas ledelse ønsker at mindske salget af de billigste produkter og i stedet øge salget af mærkevarer som Lurpak og Castello, som eksporteres til fjerne eksportmarkeder.⁷⁸ I forhold til de andre europæiske markeder, er Holland det eneste land, hvor omsætningen har været stigende eller helt stabil i 2018 og 2019.

Ved gennemgang af figur 18 på næste side, ses det at de markeder, hvor Arla oplever vækst er uden for den europæiske Union. Især i Kina oplever Arla stigende vækst og det ses at i analyseperioden er omsætningen steget med 157 mio. EUR. (+190%). Stigningen i omsætningen skyldes at der generelt set er stor efterspørgsel fra de kinesiske forbrugere på grund af flere mælkeskandaler i Kina, de seneste større sager var i 2008 og 2013. Den stigende efterspørgsel fra de kinesiske forbrugere har medført, at en række lande tilbage i 2013 var nød til at indføre salgskvoter for at undgå, at varerne blev revet væk fra hylderne og solgt til Kina.⁷⁹ Dette har efterfølgende medført vækstmuligheder for Arla, hvilket Arla siden hen har prøvet at optimere ved at øge samarbejdet med kinesiske Mengniu og oprettet Joint Venture-selskab sammen med henblik på at øge salget i Kina.⁸⁰ Arla har under omsætningen øvrige lande en række lande herunder, hvis omsætning ikke yderligere er specificeret i årsregnskaberne.

⁷⁶ Arlas årsrapport 2019 side 74.

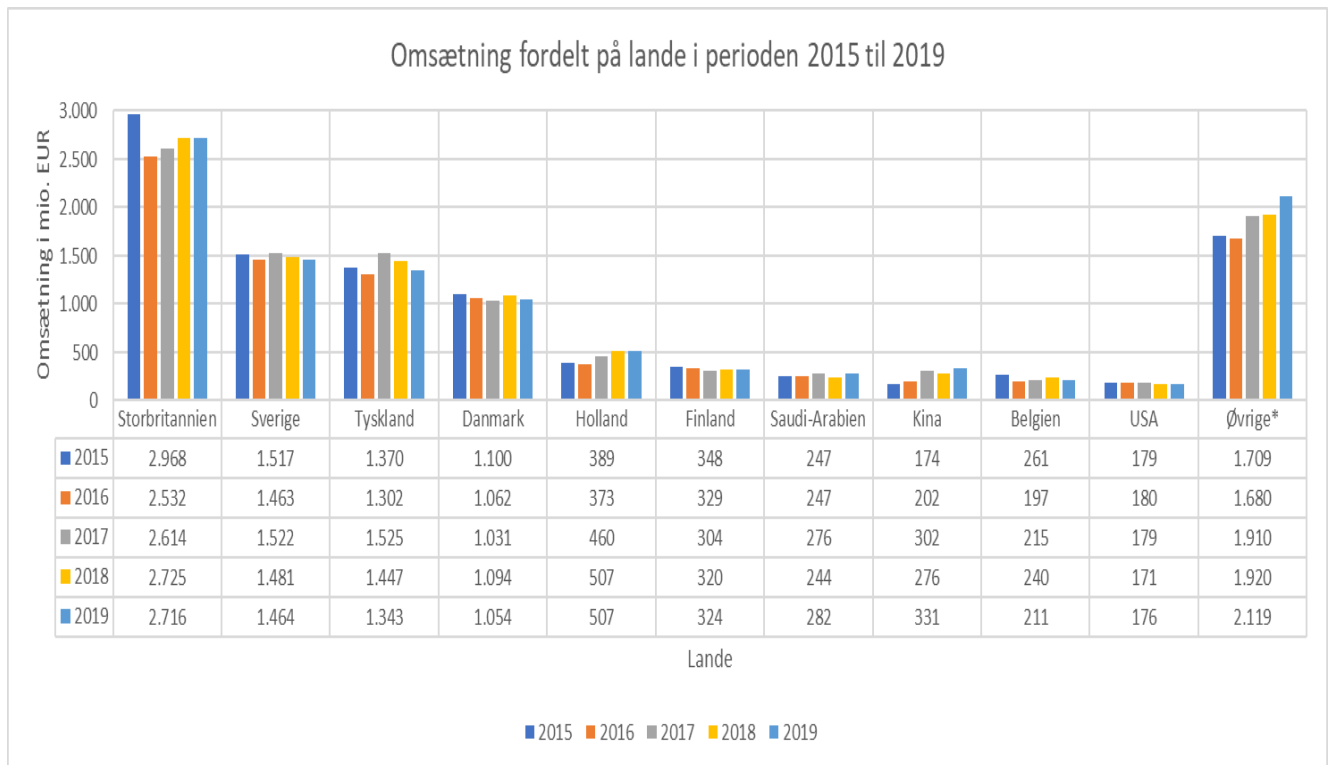
⁷⁷ <https://finans.dk/erhverv/ECE11949228/arla-oeger-indtjeningen-til-24-mia-kr/?ctxref=ext>, Set d. 10.04.2020

⁷⁸ <https://finans.dk/erhverv/ECE11949228/arla-oeger-indtjeningen-til-24-mia-kr/?ctxref=ext>, Set d. 10.04.20.

⁷⁹ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/kina-ramt-af-dobbelt-maelkeskandale>, set d. 10.04.20.

⁸⁰ <https://effektivtlandbrug.landbrugnet.dk/artikler/eksport/arla-faar-ja-til-kinesisk-eksporteventyr.aspx>, set d. 10.04.20

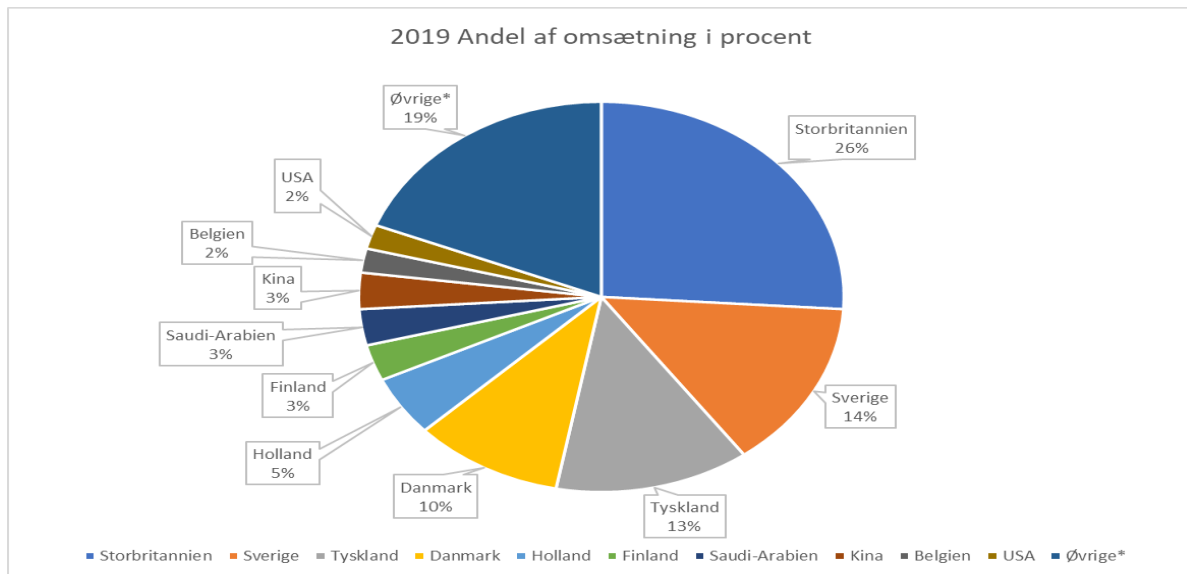
Hvorfor der ikke kan foretages yderligere herved. Det kan blot antages at der er vækst på en række af markederne, da den samlede omsætning har været stigende i analyseperioden.



*Blandt andet Canada, Oman, De forenede Arabiske Emirater, Spanien, Frankrig, Australien, Nigeria og Rusland.

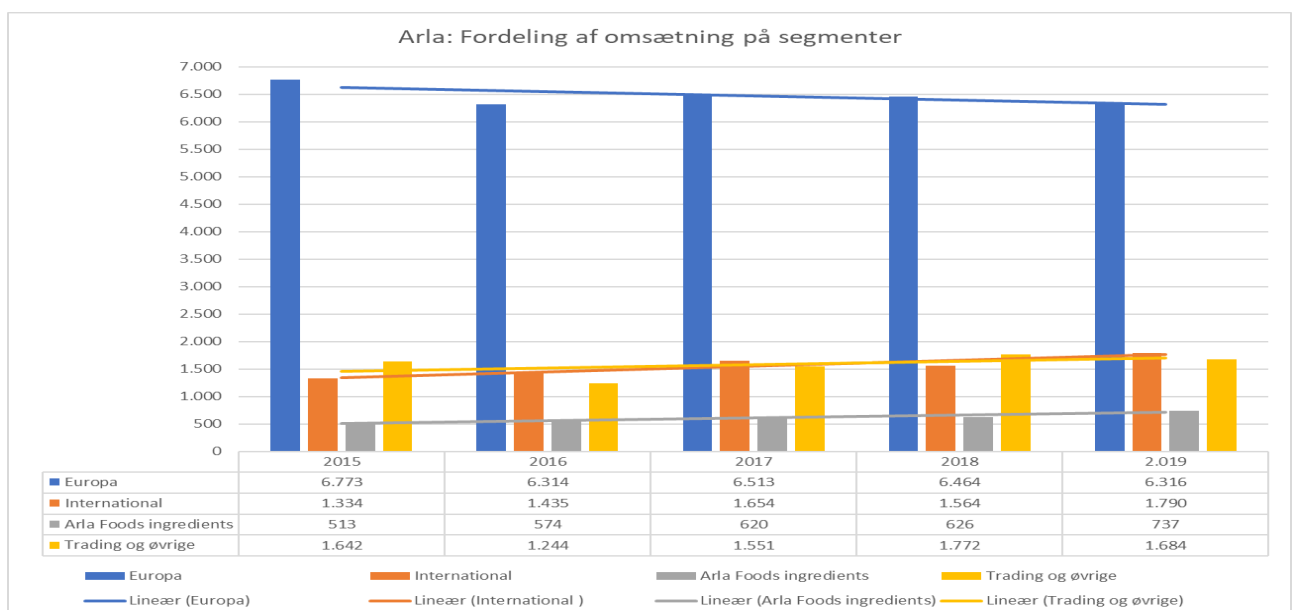
Figur 18 – Omsætning fordelt på lande i perioden 2015 til 2019.⁸¹

⁸¹ Arlas årsrapport for 2016, 2017, 2018 og 2019 på henholdsvis side



Figur 19 – Arlas andel af omsætning fordelt ud på lande i procent for 2019.

Ud fra overstående figur ses det at Arlas omsætning på det europæiske marked udgør 73% af Arlas samlede omsætning, hvorimod lande uden fra den Europæiske Union udgør de resterende 27%. Ud fra overstående vurderes det at denne fordeling kan ændres væsentligt i fremtiden, da de europæiske markeder er afmattede og Arlas største marked, målt på omsætning, Storbritannien har meldt sig ud af den Europæiske Union, vil dette med stor sandsynlighed komme til at give en række nye udfordringer for Arla, og der er stigende efterspørgsel fra Kina, hvilket alt andet lige vil medføre et stigende fokus på Kina og eventuelt andre asiatiske lande.



Figur 20 - Arla: fordeling af omsætning på segmenter

Arla arbejder med fire segmenter; Europa, International, Arla Foods Ingredients og Trading og øvrige. Europa består af landene Storbritannien, Tyskland, Danmark, Sverige, Holland, Belgien og Frankrig og Finland. Segmentet Europa er absolut Arlas vigtigste marked fordelt ud fra omsætningen, da det er i dette segment, at Arla har den største andel af omsætningen. Selvom overstående figur 21 illustrerer at tendensen for segmentet Europa at omsætningen er faldende, oplever Arla fortsat stigende volumendrevet vækst for de strategiske brands, hvor Storbritannien havde den højeste på 8,8%. Faldet i segment Europa skyldes hovedsageligt, at Arla er begyndt at investere mere i segmentet International, da det er i områder og lande som Mellemøsten, Nordafrika, Nordamerika, Sydøstasien, Kina og Vestafrika, at Arla oplever de høje vækstrater.⁸²

Arlas mindste segment målt på omsætning er Arla Foods ingredients, hvor det ses at igennem analyseperioden, har segmentet kun været stigende og er gået fra 513 mio. EUR i år 2015 til 737 mio. EUR i 2019, svarende til en stigning på 224 mio. EUR. (+44%). For 2019 gav segmentet en tocifret salgsvækst og forbedret lønsomhed. På trods af den politiske uro mellem USA og Kina, som i 2019 var i en handelskrig, men har underskrevet første handelsfredsaftale. Selvom USA og Kina har indgået første handelsfredsaftale og dermed skabe mere stabilitet i forhold til verdenshandlen. Men da Kina har forpligtet sig til over for USA at lette proceduren for godkendelse og import af fødevarer samt Kina har forpligtet sig til at købe for 200 milliarder dollar i USA. Om dette vil have en effektiv hos Arla vides dog ikke, men det kan antages at det alt andet lige vil kunne have en negativ indflydelse enten ved stigende konkurrence fra amerikanske virksomheder eller ny kinesisk lovgivning, som kan skabe udfordringer for Arla⁸³⁸⁴.

Arlas sidste segment vedrører B2B-salg til andre virksomheder, som de gør brug af i deres egen produktion eller til industrisalg af ost, mælkepulver og smør. Segmentet er ikke en del af Arlas kerneforretning, men er med til at sikre Arla mere stabilitet, idet de kan trade med andre virksomheder, i de tilfælde hvor der opstår udsving i enten geografiske eller sæsonbestemt,

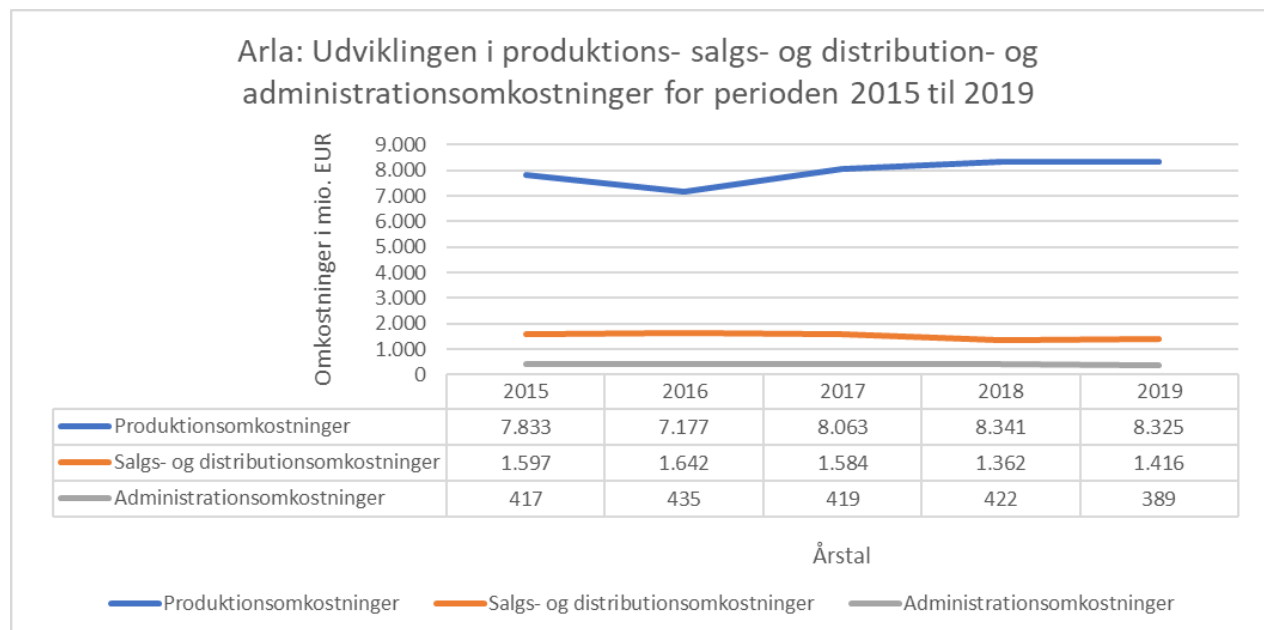
⁸² Arlas årsrapport 2019 side 25.

⁸³ <https://finans.dk/okonomi/ECE11812008/handelskrigen-mellem-kina-og-usa-eskalerer-snart-med-nye-tariffer-men-der-er-ingen-ny-aftale-paa-vej/?ctxref=ext> Set d. 11.04.20

⁸⁴ <https://www.altinget.dk/eu/artikel/taenketank-handelsaftalen-mellem-usa-og-kina-saetter-eu-i-et-dilemma> Set d. 11.04.20

kan Arla håndtere dette. Årsagen til udsvingene i mælkemængderne, skyldes afskaffelsen af EU's mælkekvotesystem i 2015, hvor markedet for mælkemængde er blevet mere usikkert⁸⁵.

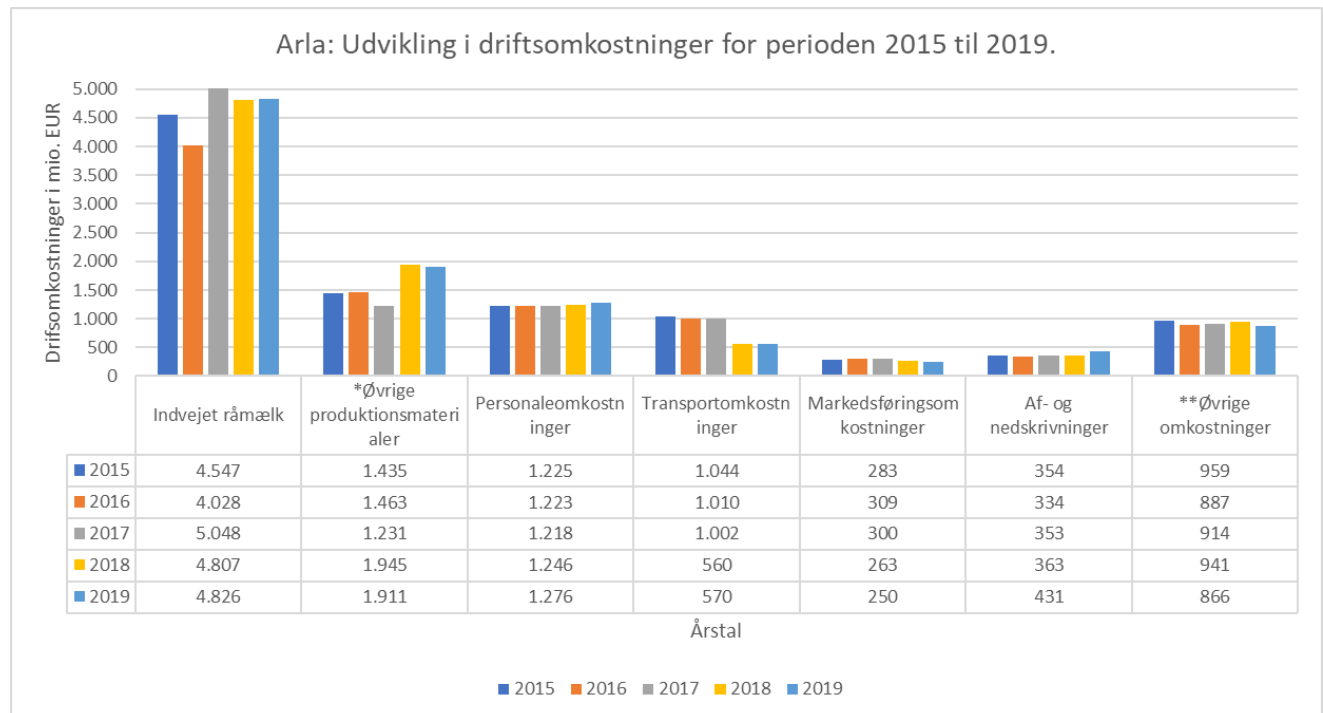
4.2.2 Driftsomkostninger:



Figur 21 – Udviklingen i Arlas driftsomkostninger i perioden 2015 til 2019.

Overstående figur viser Arlas driftsomkostningers udvikling i perioden 2015 til 2019. Det ses at produktionsomkostningerne i 2015 til 2016 havde et fald på 656 mio. EUR. I de efterfølgende år er produktionsomkostningerne steget igen, men ligger på et stabilt niveau. Ydermere er salgs- og distributionsomkostningerne ligeledes meget stabil, men en tendens til at være faldende. Administrationsomkostningerne ligger på et stabilt niveau igennem hele analyseperioden. En mere dybdegående analyse af driftsomkostningernes udvikling i analyseperioden vil blive udarbejdet ud fra figur 23, da denne figur viser, hvordan Arlas driftsomkostninger er specificeret, hvad produktions- salgs-, distributions- og administrationsomkostninger består af. Gennemgangen af hvordan Arlas omkostninger er specificeret, vil blive brugt til at vurdere udviklingen i omkostningerne i forhold budgetteringen.

⁸⁵ Arlas årsrapport 2019, side 28.



*Øvrige produktionsmaterialer omfatter emballage, tilsætningsstoffer, hjælpematerialer og ændring i varebeholdninger.

**Øvrige omkostninger omfatter primært vedligeholdelse, forsyning og IT.

Figur 22 – Specifikation af udviklingen i Arlas driftsomkostninger for perioden 2015 til 2019.

Indvejet råmælk er Arlas største driftsomkostning, som i 2015 udgjorde 4.547 mio. EUR. Det ses at der skete et fald i indvejet råmælk på 519 mio. EUR, faldet skyldes at markedet generelt set var drevet af lavere priser, mængder og valutakurseffekter⁸⁶. Arla har i løbet af analyseperioden fået implementeret et nyt treårigt transformationsprogram under navnet Calcium, hvis effekt ses i årsrapporterne 2018, 2019 og 2020. Calcium skal være med til at sikre Arla besparelser og effektiviseringer for minimum 400 mio. EUR og dermed forbedre afkastet til andels-havere og opretholde en konkurrencedygtig mælkepris, samt at reinvestere i de dele af virksomheden der skaber væksten⁸⁷⁸⁸. Årsagen til indførelsen af Calcium, skyldes at Arla på deres

⁸⁶ Arlas årsrapport 2016, side 94.

⁸⁷ <https://www.arla.dk/om-arla/nyheder/2018/pressrelease/aendringer-i-virksomhedsfunktioner-i-forbindelse-med-arlas-transformationsprogram-calcium-2785394/>, set d. 12.04.20.

⁸⁸ <https://www.arla.dk/om-arla/nyheder/2018/pressrelease/nyt-transformationsprogram-skal-styrke-arla-foods-2482834/>, set d. 12.04.20.

største marked oplevede en svækkelse af den britiske pund, samt at råvaremarkederne har udviklet i en relativ ugunstig retning.

Det ses ud fra figur 23 at de øvrige omkostninger er på et meget stabilt niveau. Selvom Arla har indført Calcium, som skal sikre en samlet besparelse på minimum 400 mio. EUR og gjort brug af andre effektiviseringsprogrammer⁸⁹. Igennem analyseperioden er de væsentligste årsager til, at Arla ikke har opnået større besparelser, er fordi i takt med at Arla har opnået besparelserne på grund af omstrukturering i virksomheden, hvilket var medvirkende til at Arla kunne nedlægge flere stillinger, som betød at Arla skulle betale fratrædelsesgodtgørelser til medarbejdere⁹⁰. Ydermere er besparelserne blevet udlignet af inflation, planlagte lønstigninger og udvikling i lagerniveauer⁹².

4.2.3 Øvrige driftsindtægter og driftsomkostninger:

Under dette afsnit vil der blive beskrevet, hvad øvrige driftsindtægter og driftsomkostninger vedrører, samt hvordan disse regnskabsposter har udviklet sig i analyseperioden. De to regnskabsposter vil blive vurderet samlet set, da de to regnskabsposter er modsætninger til hinanden ud fra de fire givne nedenstående aktiviteter.

Arlas øvrige driftsindtægter og -omkostninger vedrører primært nedenstående fire punkter⁹³:

- Salg af immaterielle og materielle aktiver.
- Gevinster og tab på finansielle instrumenter.
- Indtægter vedrørende forsikringssager.
- Salg af overskudselektricitet fra kondensanlæg.

Ud fra figur 24 ses det, at øvrige driftsindtægter og -omkostninger har udviklet sig positivt fra år 2015 og frem til 2019. Fra år 2015 til år 2017 skyldtes den positive udvikling, at Arla er blevet bedre til at styre de finansielle instrumenter, da disse har udviklet sig positivt på grund af

⁸⁹ Arlas årsrapport 2015, side 23.

⁹⁰ <https://www.tv2nord.dk/aalborg/arla-fyrer-75-medarbejdere-i-nordjylland>, set d. 15.04.20

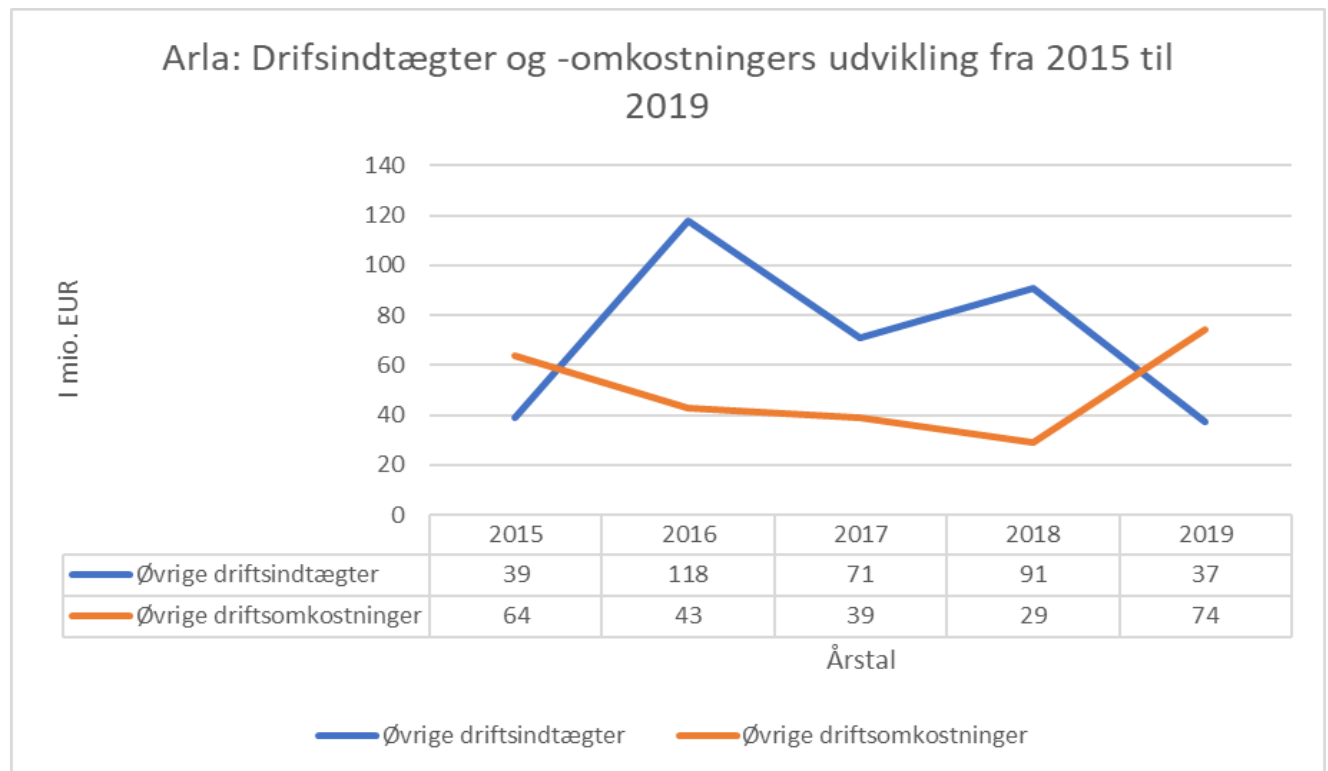
⁹¹ <https://www.retailnews.dk/article/view/629397/arla-fyrer-140-medarbejdere>, set d. 15.04.20

⁹² Arlas årsrapport 2016, side 94.

⁹³ Arlas årsrapport 2015, side 77.

positive udsving i den britiske pund og US dollar, samt salg af overskudselektricitet fra kondensanlæg og indtægter fra bilæggelse af tvister og gevinst ved omvurdering i forbindelse med trinvis overtagelse af enheder⁹⁴⁹⁵.

I år 2019 havde øvrige driftsindtægter og driftsomkostninger udviklet sig negativt, hvilket skyldes en negativ udvikling på de finansielle instrumenter⁹⁶.



Figur 23 – Driftsindtægters og driftsomkostningers udvikling fra 2015 til 2019.

4.3 Reformulering af Arlas balance for perioden 2015 til 2019

For at kunne skabe det bedste grundlag til, at analysere den økonomiske udvikling i Arla, vil det alt andet lige give et bedre analysegrundlag ved at udarbejde en reformulering af Arlas balance til et såkaldt 'Managerial balance sheet'⁹⁷, som efterfølgende kaldes reformuleret balance. Den reformuleret balance er opbygget som en traditionel balance, men i stedet for at

⁹⁴ Arlas årsrapport 2017, side 90.

⁹⁵ Arlas årsrapport 2018, side 79.

⁹⁶ Arlas årsrapport 2019, side 78.

⁹⁷ Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet (s. 17)

være opdelt i aktiver og passiver, er den reformuleret balance opdelt i invested capital og capital employed. Dvs. at regnskabsposter fra passivside, som der ikke er et forretningskrav til, bliver flyttet over på aktivside.

Som benævnt tidligere under reformulering af resultatopgørelsen, er der i dette projekt valgt at rense balancen for følgende regnskabsposter, da de ikke udgør en del af Arlas primære driftsaktiviteter og kan påvirke regnskabstallene enten væsentligt positivt eller negativt og dermed skabe et misvisende billede af Arlas virksomhed.

- kapitalandele i associerede virksomhed og Joint ventures.
- Kapitalandele i Joint ventures.
- Aktiver bestemt for salg.
- Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg.

Efter at have rensset for de fire overstående regnskabsposter ses den reformuleret balance i figur 24.

Reformuleret balance for perioden 2015 til 2019					
Mio. EUR	2019	2018	2017	2016	2015
Anlægsaktiver	3.517	3.178	3.163	3.324	3.353
Likvide beholdninger	153	105	88	77	76
WCR	859	932	901	915	964
Øvrige ikke rentebærende regnskabsposter	3	7	-117	-136	-74
Invested Capital	4.531	4.222	4.035	4.180	4.318
Egenkapital	2.053	1.998	1.811	1.671	1.507
Langfristet rentebærende gæld	1.660	1.288	1.244	1.498	1.708
Kortfristet rentebærende gæld	818	937	980	1.012	1.103
Capital employed	4.531	4.222	4.035	4.180	4.318

Figur 24 - Reformuleret balance for perioden 2015 til 2019 (Egen tilvirkning)

Der vil nu være en kort forklaring på, hvordan de forskellige regnskabsposter i figur 25 er sammensat. For en mere dybdegående forklaring på hvordan Den reformuleret balance er udarbejdet, henvises der til bilag 2.

Anlægsaktiver:

Anlægsaktierne er taget direkte fra Arlas balancer. De langfristede aktiver består af immaterielle aktiver, materielle aktiver, udskudt skat og pensionsaktiver.

Likvide beholdninger:

Likvide beholdninger er taget direkte fra balancerne uden nogle korrektioner.

Arbejdskapital (WCR):

Arbejdskapitalen er beregnet ud fra gennemsnitstal fra balancen. Arbejdskapitalen består af varebeholdning plus tilgodehavender fra salg og minus leverandørgæld.

Øvrige ikke rentebærende regnskabsposter:

For at capital employed udelukkende består af egenkapitalen og kort- og langfristede rentebærende gældsforpligtelser, er der udarbejdet nettoposten 'Øvrige ikke rentebærende regnskabsposter', som består af følgende aktiv- og passivregnskabsposter; Afledte finansielle instrumenter, aktuel skat, øvrige tilgodehavender, værdipapir, pensionsforpligtelser, hensatte forpligtelser, udskudt skat, øvrige langfristede forpligtelser, hensatte forpligtelser, afledte finansielle instrumenter, aktuel skat og øvrige kortfristede forpligtelser.

Regnskabsposten 'Øvrige ikke rentebærende regnskabsposter' modregnes i invested capital og indgår ikke i arbejdskapitalen, da regnskabsposten anses samlet som en hensat forpligtelse.

Egenkapital:

Egenkapitalen er taget direkte fra balancen. Idet projektet afgrænses fra kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures samt aktiver bestemt for salg og forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg, er aktivregnskabsposterne fratrasket over egenkapitalen og passivregnskabsposterne er tillagt under egenkapitalen.

Langfristede rentebærende gældsforpligtelser:

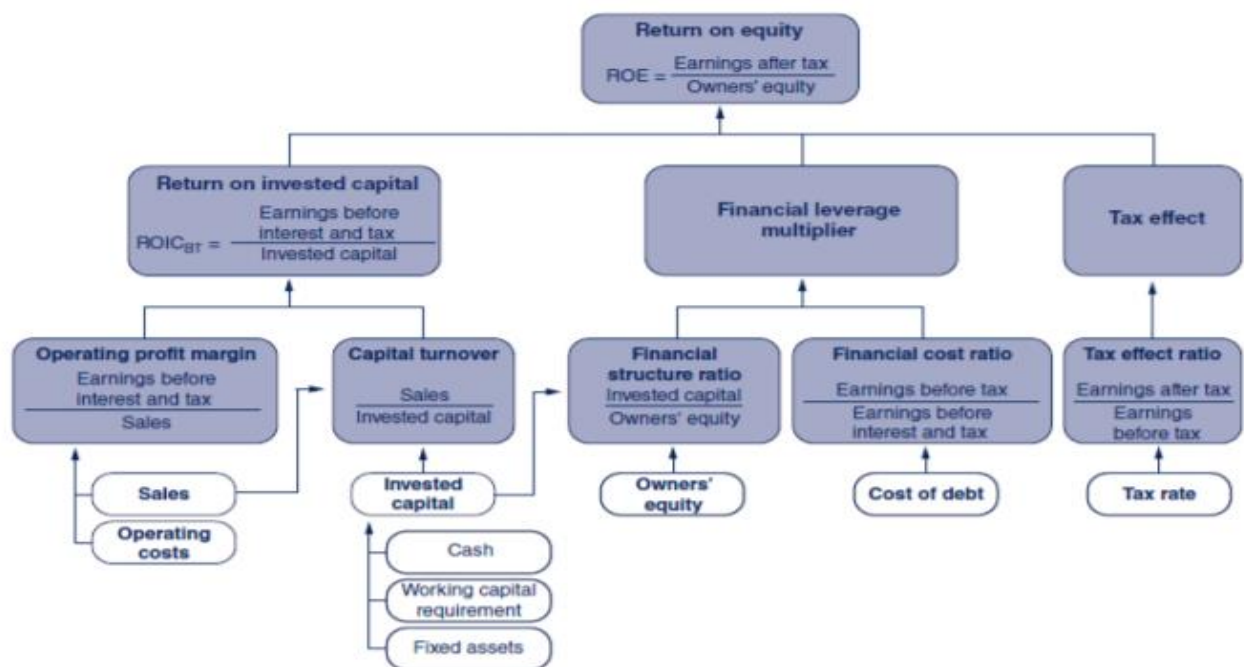
Langfristede rentebærende gældsforpligtelser er taget direkte fra balancen under langfristet gældsforpligtelser.

Kortfristet rentebærende gæld:

Kortfristede rentebærende gæld er taget direkte fra kortfristede gældsforpligtelser under passivsiden af balancen.

4.4 Analyse af Arlas rentabilitetsstruktur

Nedenstående figur viser sammenhæng mellem de økonomiske nøgletal, hvoraf det øverste økonomiske nøgletal Return on equity er det mest relevant nøgletal, idet nøgletallet viser virksomhedens evne til at skabe størst muligt profit ud fra den investeret kapital i virksomheden. Return of equity beregnes ved at gange return on invested capital med financial leverage multiplier og tax effect.



Figur 25 – Virksomhedens rentabilitetsstruktur⁹⁸.

De økonomiske nøgletal er beregnet ved at tage udgangspunkt i den gennemsnitlige balance-sum, da dette vil give et mere retvisende billede end at anvende ultimo tal.

I nedenstående figur 27 er der foretaget beregning af Arlas økonomiske nøgletal. Der henvises til efterfølgende afsnit, hvor de økonomiske nøgletal udvikling analyseres.

⁹⁸ Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet (Side 201)

Reformuleret balance for perioden 2015 til 2019					
Mio. EUR	2019	2018	2017	2016	2015
Anlægsaktiver	3.517	3.178	3.163	3.324	3.353
Likvide beholdninger	153	105	88	77	76
WCR	859	932	901	915	964
Øvrige ikke rentebærende regnskab	3	7	-117	-136	-74
Invested Capital	4.531	4.222	4.035	4.180	4.318
Egenkapital	2.053	1.998	1.811	1.671	1.507
Langfristet rentebærende gæld	1.660	1.288	1.244	1.498	1.708
Kortfristet rentebærende gæld	818	937	980	1.012	1.103
Capital employed	4.531	4.222	4.035	4.180	4.318
Rentabilitetsanalyse					
År:	2019	2018	2017	2016	2015
ROICbt	9,0%	9,6%	9,5%	12,1%	9,3%
Operating profit margin	3,9%	3,9%	3,7%	5,3%	3,9%
Capital turnover	2,32	2,47	2,56	2,29	2,38
Financial leverage multiplier	1,89	1,79	1,86	1,97	2,41
Financial cost ratio	0,85	0,85	0,83	0,79	0,84
Financial structure ratio	2,21	2,11	2,23	2,50	2,87
Tax effect ratio	0,90	0,85	0,89	0,87	0,85
ROE	15,1%	14,5%	15,7%	20,8%	18,9%

Figur 26 – Rentabilitetsanalyse for Arla i perioden 2015 til 2019 (Egen tilvirkning).

Return on invested capital, Operation profit margin og Capital turnover:

I gennem analyseperioden fra 2015 til 2019 set det, at den driftsmæssige rentabilitet ligger på et stabilt niveau, hvor ROICbt ligger i intervallet 9,0% til 9,6%, med undtagelse for år 2016, hvor ROICbt lå på de 12,1%, hvilket skyldes at operating profit margin var steget, da capital turnover var faldet. Under gennemgangen af resultatopgørelsen nævnes årsager, som har haft en indflydelse på Arlas driftsmæssig udvikling i analyseperioden. Hvorfor de kun vil blive benævnes kort. Den positive udvikling i operating profit margin, skyldes i år 2016 ikke en forbedret driftsmæssig aktivitet i virksomheden, da ud fra figur 28 ses det, at den positive udvikling primært skyldes at Arlas omkostninger var faldet mere end omsætningen, samtidig med at Arla valgte at sælge Rynkeby fra til den tyske koncern Eckes-Granini Group⁹⁹. Samtidig var

⁹⁹ <https://finans.dk/finans/erhverv/ECE8951689/arla-stryger-gevinst-paa-900-mio-kr-paa-salget-af-rynkeby/?ctxref=ext>, set d. 19.04.20.

mejeribranchen presset på grund af faldende salgspriser. Selvom operating profit margin faldt efter år 2016, ses det at driften er mere stabiliseret, hvilket skyldes at Arla indført et nyt treårig program 'Calcium' som skulle være med til at effektivisere virksomheden. Dette har blandt andet betydet, at Arla har afskediget flere medarbejdere og flyttet noget af produktion som var i Danmark til udlandet. Calcium blev først indført i 2018 og de nævnte aktiviteter kan først for alvor ses i år 2019/20 og frem, da modsætningsvis til at Arla har opnået en mere effektiv produktion, skal Arla betale fratrædelsesgodtgørelser til opsagte medarbejdere. Samtidig på grund af Storbritanniens udtræden af EU Unionens samarbejde, har dette alt andet lige haft en negativ indflydelse på valutakursen på den britiske pund, hvilket har haft en negativ indflydelse på Arlas return on invested capital, da Storbritannien er Arlas største marked målt på omsætningen, og omsætningen i Storbritannien har i analyseperioden været faldende. Ligeledes med en række andre af de europæiske markeder. Årsagen til at Arlas return on invested capital ikke er mere negativt påvirket, skyldes at Arla oplever høje vækstrater i lande uden for EU herunder især Kina, Mellemøsten og Afrika.

Indekstal	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	100	93	108	101	101
Produktionsomkostninger	100	92	112	103	100
Dækningsbidrag 1	100	98	95	92	106
Salgs- og distributionsomkostninger	100	103	96	86	104
Administrationsomkostninger	100	104	96	101	92
Dækningsbidrag 2	100	75	87	110	132
Øvrige driftsindtægter	100	246	78	166	33
Øvrige driftsomkostninger	100	39	134	110	149
Beløbsmæssig udvikling i indekstal (I mio. EUR)	2015	2016	2017	2018	2019
Omsætning	0	-695	771	87	102
Produktionsomkostninger	0	-656	886	278	-16
Dækningsbidrag 1	0	-39	-115	-191	118
Salgs- og distributionsomkostninger	0	45	-58	-222	54
Administrationsomkostninger	0	18	-16	3	-33
Dækningsbidrag 2	0	-102	-41	28	97
Øvrige driftsindtægter	0	54	-20	47	-79
Øvrige driftsomkostninger	0	-45	10	4	21

Figur 27 – Indekstal og beløbsmæssig udvikling for Arla i analyseperioden 2015 til 2019.

Financial leverage multiplier, financial cost ratio og financial structure ratio:

Tidligere nævnt i opgaven omtales, at i opgaven er pensionsforpligtelser og pensionsaktiver slået sammen under ikke rentebærende regnskabsposter, hvilket har medført at den beregnede gearing for 2019 på 1,89 er mindre end gearingen på 2,8, som Arla oplyser i deres årsrapport for 2019¹⁰⁰. Forskellen skyldes at Arla medtager pensionsforpligtelserne, da disse er rentebærende, hvilket får en positiv indflydelse på gearingen, da gearingen bliver 0,91 mindre. Pensionsforpligtelserne indgår ikke i dette projekts beregning af gearing, da pensionsforpligtelserne ikke anses som en del af Arlas primære driftsmæssig aktivitet.

Financial leverage multiplier viser forholdet mellem Arlas samlede aktiver og egenkapitalen, altså hvor gearet Arla er. Financial leverage multiplier findes ved at gange financial cost ratio med financial structure ratio. Hvis Financial leverage multiplier viser et resultat på 1, vil det sige, at Arla er 100% selvfinansieret.

Financial structure ratio viser hvor meget aktiverne er finansieret med egenkapitalen. I forhold til Arla ses det igennem analyseperioden, at Arlas financial structure ratio er faldet på grund af at egenkapitalen er steget. Dette er forårsaget af bedre driftsmæssige resultater og samtidig er gælden nedbragt, hvilket skyldes at Arla har fået indfriet gamle lån og optaget nye lån til finansiering af nye aktiver, så som produktionsanlægget i Bahrain.

Financial cost ratio er et udtryk for, hvor stor en andel af resultat før renter og skat (EBIT), der er tilbage, når de finansielle regnskabsposter er fratrasket. Financial cost ratio viser, at hvis gælden forøges, vil resultat før renter og skat (EBIT) til resultat før skat (EBT) være mere aftagende, da renteomkostningerne vil være stigende. Dette vil medføre at financial structure ratio vil være faldende. Igennem analyseperioden ses det, at financial cost ratio ligger på et stabilt niveau, hvor nøgletallet variere med 0,02 med undtagelse af år 2016, hvor financial cost ratio faldt med 5 og steg med 4 i perioden 2015 til 2017.

¹⁰⁰ Arlas årsrapport for 2019, side 3.

Tax effect ratio (Effektiv skatteprocent):

Tax effect ratio viser forholdet mellem EAT og EBT, det vil sige forskellen mellem resultat efter skat og resultat før skat. Figur 28 viser Arlas effektive skatteprocent i analyseperioden. Ud fra nedenstående figur 29 ses det, at Arlas effektive skatteprocent viser en tendens til at være faldende. Uden en dybere gennemgang af Arlas skatteforhold, kan det antages, at selvom Arlas hovedsæde ligger i Danmark, hvor selskabsskatten er 22%¹⁰¹, er Arlas effektive skatteprocent mellem 7 til 12% lavere end skatteprocenten i Danmark. Det vurderes at dette skyldes, at virksomheden opererer på det internationale marked, hvor skatteprocenterne er forskellige i de enkelte lande og sandsynligvis lavere end Danmarks selskabsskatteprocent. Samtidig bliver landmændene beskattet af overskuddet i Arla efter andelsbeskatning. Hvorfor der ikke uddybes nærmere angående dette, da Arlas beskatningsforhold i sig selv er et helt projekt.

	2019	2018	2017	2016	2015
Tax effect ratio	0,90	0,85	0,89	0,87	0,85
Den effektive skatteprocent	10%	15%	11%	13%	15%

Figur 28 – Arlas tax effect ratio og den effektive skatteprocent i perioden 2015 til 2019.

Return on equity (ROE) (Egenkapitalens forretning):

Return on equity giver en indikation på Arlas ledelses evne til at forrente egenkapitalen og hermed skabe afkast til virksomhedens andelshavere. Nøgletallet beregnes ved at tage resultat efter skat og holde det op imod egenkapitalen. Jævnfør tidligere i opgaven, indikerer return on equity resultatet af alle beslutninger, som direktionen og bestyrelsen har foretaget i regnskabsperioden.

Der vælges at se bort fra egenkapitalens forretning i år 2015 og 2016, som tidligere nævnt i projektet var dette et mindre godt år for Arla på grund af mælkepriserne i markedet. Fra år 2017 til år 2019 ses det at return on equity er faldet fra 15,7% i år 2017 til 14,5% i år 2018. Da årets resultat efter skat var højere i år 2018 end i 2017, kan den negative udvikling i return on equity skyldes, at egenkapitalen er steget mere end stigningen i årets resultat. Stigningen i egenkapitalen kan skyldes, at Arlas ledelse valgte i august 2018 at udbetale hele årets resultat som efterbetaling til virksomhedens andelshavere, for at støtte dem. Hvorfor dette er med til

¹⁰¹ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>, set d. 24.04.20.

at forklare, årsagen til at return on equity faldt fra 2017 til 2018. Fra år 2018 til år 2019 steg return on equity fra 14,5% til 15,1%, hvilket skyldes at egenkapitalen var forholdsvis stabil og Arla havde opnået et bedre driftsmæssig resultat efter skat.

4.5 Delkonklusion regnskabsanalysen

Igennem analyseperioden kan det konstateres, at Arla har en stabil forretning. Arlas omsætning faldt fra år 2015 til 2016 med 695 mio. EUR, hvilket hovedsageligt skyldes, at mælkeprieserne faldt på grund af at udbuddet af mælk steg i forbindelse med EU's afskaffelse af mælkekvotesystemer, men samtidig var efterspørgslen faldende i den europæiske Union. Ydermere valgte Arla i år 2016 at frasælge Rynkeby til den tyske koncern Eckes-Granini Group. Disse to årsager var med til at forklare den negative udvikling i Arla fra 2015 til år 2016. Med hensyn til salget af Rynkeby var dette en strategisk beslutning, som var med til at sikre, at Arlas direktion og bestyrelse kunne udelukkende have fokus på kerneforretningen. Arlas ledelse valgte i år 2018 at indføre et nyt effektiviseringsprogram under navnet "Calcium". Effektiviseringsprogrammet skulle være med til at 'slanke' virksomheden, hvilket resulterede i fyringer af medarbejdere i Danmark, da produktionen flyttes til udlandet. Calcium skal være med til at sikre Arla en besparelse på minimum 400 mio. EUR. Selvom at Arla nævner i deres årsrapporter, at indførelsen af Calcium er en succes og besparelserne er større end forventet, ses det igennem analyseperioden, at besparelserne ikke har en effekt på omkostningerne, da besparelserne bliver udlignet af fratrædelsesgodtgørelser til de opsagte medarbejdere. Ydermere har valutakurserne, herunder den britiske pund, været faldende på grund af Storbritanniens ønske om at forlade EU-samarbejdet, hvilket har skabt politisk uro i den Europæiske Union, da dette ikke er sket før.

Ud fra regnskabsanalysen kan det konkluderes, at Arlas vigtigste marked målt på omsætningen er Storbritannien efterfuldt af Sverige, Tyskland og Danmark, hvor disse fire lande tilsammen udgør 63% af omsætningen i år 2019. Ud fra Arlas fire segmenter: Europa, International, Arla Foods ingredients og trading og øvrige. Er Europa Arlas største segment, men samtidig er de europæiske lande 'mættet', hvorfor det ses ud fra tendens, at segmentet Europa er faldende. Det har medført at har et større fokus på at opnå vækst i Asien, herunder særligt Kina,

Mellemøsten og Nordafrika. Hvilket ses ud fra de strategiske tiltag Arlas ledelse har besluttet igennem analyseperioden. De væsentligste tiltag vedrører et øget samarbejde med kinesiske Mengniu, hvor de to selskaber har oprettet et joint Venture-selskab med fokus på at øge salget af Arlas produkter i Kina, hvilket Arla har gode forudsætninger for, da forbrugerne i Kina har mindre tillid til de kinesiske mejeriproducenter på grund af større mælkeskandaler. Arla valgte i år 2019 at øge deres aktiviteter i Mellemøsten og Nordafrika ved at opkøbe kraft-osteforretning. Ydermere valgte Arla at frasælge de sidste Allgäu-aktiviteter i Tyskland, da disse forretninger ikke var rentable nok og Arla hellere vil gøre brug af mælken til at producere varer, som var mere rentable.

Overstående aktiviteter og markedsforhold har været med til sikre at Arla har en forholdsvis stabil virksomhed, da der ikke er større udsving i nogen af de beregnede nøgletal. Af alle de beregnede nøgletal, vurderes det vigtigste nøgletal til at være Return on equity, da nøgletallet viser virksomhedens evne til at forrente egenkapitalen, som virksomhedens andelshavere har indskudt i virksomheden. Det vil sige at alle beslutninger som ledelsen i Arla foretager, kan måles på dette nøgletal. Igennem analyseperioden ses det at return on equity ligger på et forholdsvis stabilt niveau. Da nøgletallet i 2017 ligger på 15,7% til 14,5% i år 2018 og til sidst 15,1% i år 2019. Faldet fra år 2017 til år 2018 skyldes, at Arlas ledelse valgte at udlodde hele årets resultat til efterregning til andelshaverne. Return on equity steg igen fra 2018 til 2019, da Arla havde opnået et bedre resultat efter skat.

5. Budgettering for Arla

5.1 Introduktion til afsnittet

Når en virksomhed skal værdiansættes, er fremtidsudsigterne vigtige. For at udarbejde et budget som viser et retvisende billede af de fremtidige afkast, er det nødvendigt at basere tallene heri på et så sagligt grundlag som muligt. Med udgangspunkt i den strategisk analyse, analyse af den historiske udvikling i Arlas økonomi, samt analyse af relevante nøgletal, vil der i afsnittet blive udarbejdet et budget for Arla.

Med udgangspunkt i de udarbejdede budgetter, vil der kunne beregnes de fremtidige pengestrømme, som tilbagediskonteres i forbindelse med den efterfølgende værdiansættelse. Der anvendes den kapitalværdibaseret model, Discounted Cash Flow.

Herunder vil der i afsnittene blive gennemgået de rationaler for hvordan de enkelte poster er budgetteret. Da Arla er et A.M.B.A.¹⁰² og ikke børsnoteret, kan visse af parametrene for beregning af WACC, samt andre komponenter i værdiansættelsen ikke umiddelbart findes via offentlige registre. Eksempler er BETA-værdien, da Arla ikke handles på et reguleret marked og den effektive skattesats, da selskabet er beskattet efter reglerne om kooperativbeskatning. I projektet tages der af hensyn til omfanget af opgaven ikke højde for det faktum, at dele af Arlas indtjening bliver beskattet hos landmændene, da Arla er et andelsselskab. Der vil ved poster som ikke direkte kan aflæses, blive rationaliseret for den valgte værdi, med udgangspunkt i konklusioner fra forrige analyser og øvrige markedsmæssige observationer. For at få et samlet overblik over de udarbejdede proforma-regnskaber, henvises til bilag 3.

¹⁰² Andelsselskab med begrænset ansvar.

5.2 Budgettering af de finansielle værdidrivere

Inden budgetteringen påbegyndes, skal perioden klarlægges, som der udarbejdes flere proforma-regnskaber over, til brug for værdiansættelsen. Herudover er det vigtigt at vælge de korrekte værdidrivere for på den måde at få lagt et retvisende budget over perioden.

Budgetperioden kan bygges omkring de forventninger der er til branchen, hvor der i den strategiske analyse er konstateret nogle vækstmarkeder, samt flere af de øvrige kilder påpeger en tendens til stigende efterspørgsel i 3 verdens lande. Disse vækstmarkeder kan betyde, at der ifølge modellen skal udarbejdes et budget dækkende over 20 år¹⁰³. Der kendes ikke nok til udviklingen i branchen og ej heller i hvilket omfang Arla forventer at indtage disse nye markeder ift. konkurrenterne, så en 20-årig periode er for usikker at spå om. Ydermere afslutter Arla i 2020 deres nuværende strategiske periode, kaldet *Good Growth 2020*, hvilket skaber endnu mere usikkerhed omkring den fremtidige udvikling, da der vides for lidt om den nye strategiperiode. I den strategiske analyse er der ydermere konstateret en stigende tendens til forandret forbrugeradfærd, hvorved der er en usikkerhed om udfaldet. Da der ikke ønskes at gætte for meget, er der med udgangspunkt i ovenstående forhold, valgt en periode på 5 år.

Igennem analyserne er der identificeret vigtige værdidrivere, som i dette afsnit behandles nærmere og skal danne grundlag for proforma-regnskaberne 5 år frem til terminalperioden. De vigtigste drivere hos Arla til opbygning af fremtidige budgetter er følgende: Omsætning, driftsomkostningerne, EBIT-margin, renteprocent, den effektive skattesats, udvikling i WCR, samt udvikling ift. CAPEX.

¹⁰³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen ,1 oplag, 5 udgave, side 320

5.3 budgettering af omsætning

Ved budgettering af omsætningen tages der afsæt i den tidligere strategiske analyse af både makro og mikroforhold. Herudover sammenholdes disse forhold med den regnskabsmæssige analyse og den forventet markedsudvikling.

Den europæiske zone er i den senere år i stilstand og delvis tilbagegang, på grund af et lavere forbrug i de udviklede lande og en afmatning i den økonomiske vækst. Forretningsområdet er Arlas største og består af ca. 60% af den samlede omsætning. Jf. nedenstående figur 29 vedrørende vægtede omsætningsvækst på segmenter, bidrog det europæiske forretningsområde fra 2018 til 2019 med et omsætningsfald på 1,40% og året før et omsætningsfald på 0,47%.

Igennem analysen af makroforholdene er der identificeret vækstmarkeder i den internationale zone. Forretningsområdet er Arla andenstørste og står for ca. 17% af omsætningen. I de tidligere analyser vedrørende markedet ses en stigende efterspørgsel, da visse geografiske områder ikke kan følge med. Fra 2018 til 2019 har desuden været en forskydning i omsætningsfordeling på 2% mellem den europæiske zone og den internationale zone, jf. nedenstående figur 29. Hvilket bekræfter forholdene vedrørende dette forretningsområde. Jf. nedenstående figur 29, ses også at det internationale forretningsområde bidrag med en omsætningsvækst på 2,15% fra 2018 til 2019.

Arla sidste 2 forretningsområder ligger uden for kerneområderne, som er salg til supermarkeder i hele verden. Disse er AFI og Trading. De udgør tilsammen ca. 23% af omsætningen. AFI fokuserer på proteinbaseret produkter til eksempelvis sport og med en ændring i forbrugeradfærd jf. tidligere analyser vedr. et ønske om sunde produkter, forventes Arla at kunne skabe omsætningsvækst på dette område. Trading er det sidste område og er Arlas "bagdør" set i forhold til de øvrige 3 forretningsområder. Arla sælger her til andre virksomheder som bruger varerne i produktionen. Trading gør at Arla kan få solgt alt mælken som modtages fra landmændene via denne kanal.

I en rapport fra Market Reports World, anslås det globale marked for mejeriprodukter at vokse med 5% frem mod 2024, hvilket svarer til en årlig vækst på ca. 1% på årsbasis¹⁰⁴. I de sidste 2 regnskabsår, som er 2018 og 2019, som fremgår af nedenstående figur 29, formår Arla at skabe omsætningsvækst på henholdsvis 0,83% i 2018 og 0,97%. Dette antyder at Arla formår at følge markedet. Sammenholdt med den position som tidligere er blevet belyst i den strategiske analyse, er forventningen, at Arla fortsat følger den forventet markedsvækst på 1% om året frem til 2024. For overskuelighedens skyld er det den samlede omsætning der oplyses i de efterfølgende oversigter, samt i værdiansættelsen.

Forhold med mellem forventet og realiseret	2017	2018	2019	2020		
Budgetteret omsætning, høj	10.500	10.500	10.600	10.800		
Budgetteret omsætning, lav	10.000	10.000	10.200	10.400		
Realiseret omsætning	10.338	10.425	10.527	Ukendt		
Forventet omsætningsvækst høj		1,54%	1,65%	2,53%		
Forventet omsætningsvækst		-3,38%	-2,21%	-1,22%		
Realiseret omsætningsvækst		0,83%	0,97%	1%		
Omsætning fordelt på kommercielle segmenter 2017 til 2019						
I mio. EUR	2017	I procent	2018	I procent	2019	I procent
Europa	6.513	63%	6.464	62%	6.316	60%
International	1.654	16%	1.564	15%	1.790	17%
Arla Foods ingredients	620	6%	626	6%	737	7%
Trading og øvrige	1.551	15%	1.772	17%	1.684	16%
I alt	10.338	100%	10.425	100%	10.527	100%
Omsætningsvækst på segmenter (vægtede)	2018	2019				
Europa	-0,47%	-1,40%				
International	-0,87%	2,15%				
Arla Foods ingredients	0,05%	1,06%				
Trading og øvrige	2,13%	-0,84%				
I alt	0,83%	0,97%				

Figur 29 – Oversigt over vækstrater (egen tilvirkning)

¹⁰⁴ https://www.marketwatch.com/press-release/dairy-market-2020-global-dairy-market-is-projected-to-grow-at-a-cagr-of-5-to-reach-usd-7035-billion-by-2024-2020-01-27?fbclid=IwAR3Ye0oSW0h56nUsm1pcNPMbPkxVWV520yqvdlpLbpYjv3Lnna-NcCirn_U, set d. 30.04.20.

	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Omsætning	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Figur 30 – Budgetteret omsætning i budgetperioden (egen tilvirkning)

5.4 Budgettering af omkostninger

Til brug for budgetteringen af de fremtidige omkostninger forbundet med henholdsvis; produktion, salg og markedsføring, distribution, administration og øvrige driftsindtægter og driftsomkostninger, anvendes en common-size-analyse, hvor omkostningerne budgetteret med deres andel af omsætningen, som ses nedenfor i figur 31. Ud fra denne er der valgt at tage udgangspunkt i fordelingen baseret på gennemsnittet mellem 2018 og 2019, udover produktionsomkostningerne, hvor der forventes en besparelse på 100 mio. EUR yderligere set i forhold til niveauet i 2019, hvorfor denne er angivet som forventning. Andelen af omsætningen for produktionsomkostningerne efter yderligere besparelse på 100 mio. EUR er 75,19%. Da der er tale om et funktionsopdelt regnskab, renses omkostningsposterne for afskrivninger, da disse budgetteres særskilt i afsnittet om CAPEX. Arla har som tidligere nævnt, været igennem en transformationsproces under navnet Calcium, hvor der er sket store besparelser, hvor omkostninger vedrørende især salg, distribution og administration er reduceres kraftigt. Dette ses tydeligt hvor posterne er faldet med over 2%-point fra 2017 til 2018, hvor projektet blev søsat. Der arbejdes med projektet frem til udgangen af 2020, hvor der forventes at kunne spares 174 mio. EUR, hvorefter Arla når målet om at spare 400 mio. EUR via Calcium projektet, dog kendes ikke de endelige resultater besparelsmæssigt, så der regnes med en konservativ besparelse på 100 mio. EUR på produktionsomkostningerne og på de øvrige omkostninger forventet et gennemsnit mellem 2018 og 2019. Fordelingen forventes at fortsætte på denne måde og hvis der ses på fordelingen i henholdsvis 2018 sammenholdt med 2019. Der kan opstå usikkerhed ved andre indtægter og omkostninger, dog har der gennem årrækken ikke været store udsving, jævnfør regnskabsanalysen, hvorfor der også anvendes et gennemsnit af 2018 og 2019.

Common-size-analyse på udvalgte poster 2015-2019						
Driftsomkostningers andel af omsætning	2015	2016	2017	2018	2019	Gns/forventning
Produktionsomkostninger	73,5%	72,2%	75,3%	77,35%	76,14%	75,19%
Salgs- og markedsføringsomkostninger	15,3%	16,8%	15,0%	12,68%	12,75%	12,71%
Administrationsomkostninger	3,7%	4,2%	3,7%	3,6%	3,2%	3,43%
Øvrige driftsindtægter	0,4%	1,2%	0,7%	0,9%	0,4%	0,61%
Øvrige driftsomkostninger	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,7%	0,49%

Budgetteret omkostningsfordeling 2020-2025						
Driftsomkostningers andel af omsætning	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
Produktionsomkostninger	75,19%	75,19%	75,19%	75,19%	75,19%	75,19%
Salgs- og markedsføringsomkostninger	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%	12,71%
Administrationsomkostninger	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%	3,43%
Øvrige driftsindtægter	0,61%	0,61%	0,61%	0,61%	0,61%	0,61%
Øvrige driftsomkostninger	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%	0,49%

Figur 31 – Budgettering af driftsomkostninger i budgetperioden (egen tilvirkning)

5.5 budgettering af EBIT-margin

Det ses ikke tydeligt hvilken EBIT-margin Arla forventer i fremtiden, men ses der historisk på denne ligger den, hvis der ses bort fra 2016, stabilt på mellem 3,7-3,9%. Den forventes at ligge på et niveau mellem 3,5-3,6, da vi i opgaven renser for indtægter fra joint ventures og associeret virksomheder. I budgettet foretages på om EBIT-margin overholdes samt resultatandelen over perioden. Der henvises til bilag 3 for yderligere information.

5.6 Budgettering af rente og skat

Arla oplyser at den gennemsnitlige rente foruden pensionsforpligtigelser i 2019 har været 3% mod 2,6% i 2018. I 2017 var den gennemsnitlige rente på 2,6% mod 3% i 2016. Arla forsøger at sprede sine risici mest muligt og derfor forventes der i fremtiden at den gennemsnitlige rente ligger på 3%¹⁰⁵.

¹⁰⁵ Arla årsrapport 2019, side 101 omhandlende sikring af renteniveauet

Til beregning af de finansielle omkostninger, bruges den effektive rentes metode, jf. Arla Årsrapport¹⁰⁶. Dette styrker beslutningen om at anvende denne procentsats til budgetteringen. Ud over udsagn fra Arla Årsrapport, så viser regnskabsanalysen også at den effektive rentesats ligger forholdsvist stabilt, da financial cost ratio ligger på mellem 0,79 og 0,85 gennem analyseperioden. Dette styrker også beslutningen om at vælge en effektiv rentesats på 3% hen over perioden.

Finansielle indtægter vedrører afkast på værdipapirer, samt øvrige dagsværdireguleringer. Beløbene vedrørende perioden 2015-2019 er små og da det ikke kan forsvares at indtægterne på disse instrumenter kan føres som en variabel til omsætningen, sættes disse til 0 igennem budgetperioden.

I afsnit 4.4 omkring den effektive skattesats varierer denne mellem 10-15% igennem analyseperioden. Sammensætningen af selskabet forventes ikke at ændre sig meget, set i forhold til erhvervelse af nye virksomheder, da Arlas fremtidige strategi er baseret på organisk vækst. Af hensyn til omfanget af opgaven, dykkes der ikke længere ned i reglerne om kooperativbeskatning og der anvendes 12,5% som effektiv skattesats, som er et niveau imellem 10-15%.

5.7 Budgettering af udvikling i arbejdskapital

5.7.1 Varebeholdninger:

Tidligere nævnt i opgaven under afsnittet vedrørende regnskabsanalysen blev det beskrevet, at arbejdskapitalen består af varelageret og tilgodehavende fra salg fratrukket leverandørgæld.

Varebeholdningens fremtidig udvikling i budgetperioden budgetteres ud fra varelagerets omsætningshastighed. Ud fra nedenstående figur 32 ses det at Arlas varelagerets omsætningshastighed ligger på et stabilt niveau, hvorfor der budgetteres med 7,44 igennem hele budgetperioden. De 7,44 er gennemsnittet af varelagerets omsætningshastighed for år 2018 og år 2019. Tidligere under budgetafsnittet, er der udregnet produktionsomkostninger for Arla igennem

¹⁰⁶ Arla årsrapport 2019, side 91

budgetperioden, som er budgetteret med 75,19% af omsætningen fra 2020 til 2025. Dette gør det muligt at kunne beregne varebeholdningen for budgetperioden, ved at produktionsomkostningerne divideres med den budgetterede omsætningshastighed for varelageret.

Varelagerets omsætningshastighed	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Produktionsomkostninger	8.045	8.064	8.015	7.994	8.074	8.155	8.237	8.319	8.402
Varebeholdninger	1.038	1.100	1.083	1.074	1.085	1.096	1.107	1.118	1.129
Varelagerets omsætningshastighed		7,54	7,34	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

Figur 32 – Budgettering af varelageret omsætningshastighed for perioden 2020 til 2025 (Egen tilvirkning).

5.7.2 Tilgodehavender fra salg:

I budgettet for Arla for perioden 2020 til 2025 indregnes de fremtidige tilgodehavender fra salg ud fra en omsætningshastighed på 11,09. De 11,09 er fundet ved at tage varedebitorernes omsætningshastighed for år 2018 og år 2019 og divideret med to. Årsagen til at der vælges de 11,09, skyldes ud fra figur 33 ses det, at varedebitorernes omsætningshastighed er stabil, hvor Arlas kunder indbetaler til virksomheden efter ca. 33 dage for både år 2018 og år 2019. Dette vurderes at fortsætte i fremtiden, da der er tale om let fordærlige produkter, som Arlas kunder skal have solgt forholdsvis hurtigt herved, også kan afregne hurtigt med Arla.

Omsætningen er budgetteret tidligere i dette afsnit, hvorfor der nu kan beregnes udviklingen for fremtidige tilgodehavender fra salg i budgetperioden. For at finde frem til fremtidige tilgodehavender, tages den budgetterede omsætning divideret med den budgetterede omsætningshastighed for varedebitorer. Her er de budgetterede tilgodehavender fra salg for perioden 2020 til 2025 beregnet, som ses i nedenstående figur 33.

Varedebitorernes omsætningshastighed	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tilgodehavende fra salg	909	966	939	959	968	978	988	998	1.008
Omsætning	10.338	10.425	10.527	10.632	10.739	10.846	10.954	11.064	11.175
Varedebitorernes omsætningshastighed		11,12	11,05	11,09	11,09	11,09	11,09	11,09	11,09
I dag		33	33	33	33	33	33	33	33

Figur 33 – Budgettering af varedebitorernes omsætningshastighed for perioden 2020 til 2025 (Egen tilvirkning).

5.7.3 Leverandørgæld:

Budgettering for leverandørgæld sker ud fra de realiserede dage i analyseperioden. Der ses i nedenstående figur 34, at varekreditorenes antal dage, inden Arla betaler til dem er steget fra 59 dage i år 2018 til 62 dage i år 2019. Dvs. en forbedring på 3 dage. Arla er en virksomhed af sådan en størrelse, at de kan stille krav til leverandørerne, hvorfor alt andet lige, forventes varekreditorenes omsætningshastighed at være på samme niveau igennem hele budgetperioden. Indkøb består af indvejet råmælk og øvrige produktionsmaterialer, som består af emballage, tilsætningsstoffer, hjælpematerialer og ændring i varebeholdninger. Årsagen til at der ikke tage udgangspunkt i produktionsomkostninger, er fordi produktionsomkostningerne indeholder afskrivninger, som renses for ved kun at gøre brug af indvejet råmælk og øvrige produktionsmaterialer. Der henvises til figur 34 for at se det sammenlagte beløb. Den budgetterede varekreditorer omsætningshastighed på 6,03 er fundet ved at tage varekreditorenes omsætningshastighed for år 2018 og år 2019 og divideret med to for at finde den gennemsnitlige omsætningshastighed for varekreditorer. Idet den budgetterede omsætningshastighed for varekreditorer og den budgetterede indkøb er fundet, kan der beregnes den budgetterede leverandørgæld ved at tage den budgetterede indkøb divideret med den budgetterede omsætningshastighed for varekreditorer.

Varekreditorenes omsætningshastighed	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Leverandørgæld	1.047	1.134	1.164	1.128	1.140	1.151	1.163	1.174	1.186
Indkøb	6.279	6.752	6.737	6.804	6.873	6.941	7.010	7.081	7.152
Varekreditorenes omsætningshastighed		6,19	5,87	6,03	6,03	6,03	6,03	6,03	6,03
I dage		59	62	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5	60,5

Figur 34 – Budgettering af varekreditorenes omsætningshastighed for perioden 2020 til 2025 (Egen tilvirkning).

5.8 budgettering af CAPEX

Ifølge tidligere analyser og ud fra Arlas årsrapport kan det konstateres, at den fremtidige vækst skal skabes organisk. Der er særligt fokus på at skabe lokale værdikæder, som det også ses med de nye investeringer i ostefabrikken i Bahrain, som tidligere nævnt i regnskabsanalysen og i den strategiske analyse.

Arla forventer i 2020 at investering i CAPEX for 619 mio. EUR¹⁰⁷, hvilket betyder en investeringsvækst på 12% fra 2019 til 2020. Da investeringsintensiteten nåede det hidtil højeste niveau i 2019, vurderes en vækst i investeringerne på 12% fremadrettet alt for højt, set i forhold til den potentielle omsætningsvækst. Ved at forøge investeringen i CAPEX med 12% om året vil kapaciteten udvides for meget og gå ud over den ønsket EBIT-margin og resultatandel, samt gearing. Historisk set ligger investeringerne højt i 2019, særligt på grund af udvidelse af ostefabrikken i Bahrain. Det forventes at investeringsintensiteten vil ligge på niveau med 2019 med en beskeden stigning. Det forventes at investeringerne vil følge omsætningsvæksten.

Ved investeringer i immaterielle aktiver er der ikke planer om at udvide ekstraordinært. I den strategiske analyse blev det konstateret, at Arla i høj grad satser på Arlagården®. Løbende omkostninger til dette projekt og andre aktiveres løbende. Forventningen er at investeringsniveauet fremadrettet vil være 1%, som er valgt, da væksten i investeringerne fra 2018 til 2019 ikke vurderes retvisende i forhold til Arla forsat vil investere i udviklingen af IT og øvrige udviklingsprojekter¹⁰⁸. 1% er derfor valgt, således denne investeringsintensitet følger væksten i omsætningen. Det forventes at der løbende vil være fokus på at udvikle systemer, som kan understøtte Arlagården®, samt projekter med henblik på at imødekomme de identificeret forhold under den strategiske analyse, herunder bæredygtighed, miljø, klima og dyrevelfærd.

På henholdsvis immaterielle- og materielle anlægsaktiver er afskrivningerne beregnet ud fra en gennemsnitsbetragtning for 2018 og 2019. For immaterielle anlægsaktiver budgetteret med 6% i afskrivninger og materielle anlægsaktiver 12% i afskrivninger. Som følge af implementering af IFRS 16 vedrørende indregning af leasingaktiver pr. 1 januar 2019 tillægges disse

¹⁰⁷ Arlas årsrapport 2019, side 62

¹⁰⁸ Arlas årsrapport 2019, side 82

kostpris primo for materielle anlægsaktiver, hvorfor der er en afvigelse mellem ultimo 2018 og primo 2019¹⁰⁹. Der vil i fremtiden være valutakursreguleringer, men disse er ikke medregnet i denne opgørelse.

Se overblikket over anlægsaktiver herunder i figur 35 og figur 36.

Immaterielle aktiver	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal		Forudsætning
Primo	811	887	983	1049	1112	1172	1230	1286		
Investering	141	133	134	136	137	138	140	141	Vækst i %	1%
Af- og nedskrivninger	-57	-64	-69	-73	-77	-80	-84	-88	Afskrivning	6%
Valutakurs reguleringer	-8	27								
Ultimo	887	983	1049	1112	1172	1230	1286	1340		

Figur 35 – udvikling i immaterielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal		Forudsætning
Primo	2212	2507	2710	2873	3021	3157	3282	3396		
Investering	418	543	548	554	559	565	571	576	Vækst i %	1%
Af- og nedskrivninger	-306	-367	-386	-406	-424	-440	-456	-470	Afskrivning	12%
Valutakurs reguleringer	-16	27								
Ultimo	2308	2710	2873	3021	3157	3282	3396	3503		

Figur 36 – udvikling i materielle anlægsaktiver

5.9 Budgettering af øvrige poster

Minoritetsandelene af resultatet er budgetteret ud fra fordelingen baseret på gennemsnittet af 2018 og 2019. Denne er budgettet med 4%.

Langfristede aktiver ud over immaterielle- og materielle anlægsaktiver er budgetteret med deres andel af omsætningen baseret på et gennemsnit mellem 2018 og 2019.

Kortfristede aktiver ud over varelager og tilgodehavende for salg er budgetteret ud fra procentdel af omsætningen, beregnet som et gennemsnit mellem 2018 og 2019.

Egenkapitalen er budgetteret ud fra flere forudsætninger. Resultatet for året deles op i en tredelt disponering. Ud fra 2019 ses det at efterbetalingen for mælk er ca. 40% af resultatet og herudover konsolideret 2/3 af det tilbageværende på den kollektive kapital og 1/3 på den individuelle kapital. Det antages med udgangspunkt i en forventning om en stabil mælkepris, at denne fordeling fortsætter fremadrettet.

¹⁰⁹ Arlas Årsrapport 2019, side 87

Udover kreditorer er øvrige forpligtigelser budgetteret med en gennemsnitandel af omsætningen for 2018 og 2019, med undtagelse af de langfristet lån. Her øger Arla deres gearing fra 2018 til 2019 og har en ønske scenarie, hvor gearingen ligger i niveauet 2,8-3,4. Derfor budgetteret der mod en gearing i dette område.

For overblikket over de beregnede værdier, henvises til bilag 3.

6. Værdiansættelse af Arla

6.1 Introduktion til afsnittet

Til værdiansættelse af Arla anvendes DCF-modellen. Modellen tager udgangspunkt i de frie pengestrømme. Værdien er teoretisk og skal senere sammenlignes med værdien, som Brand Finance er kommet frem til i juli 2019.

Til værdiansættelsen, skal der beregnes nogle bestanddele inden denne kan gennemføres. Først skal de frie pengestrømme beregnes. Dette gøres med udgangspunkt i budgetperioden fra sidste afsnit. Ydermere skal WACC beregnes, som er de vægtede kapitalomkostninger. Denne er et udtryk for minimumsafkastet, som skal skabes for at opfylde afkastkravet hos kapitaludbyderne¹¹⁰.

De frie pengestrømme tilbagediskonteres med udgangspunkt i den beregnede WACC og dernæst tillægges de likvide midler, samt andre finansielle aktiver og gælden fratrækkes, hvorved værdien virksomhedens egenkapital er beregnet. Som afslutning på værdiansættelsen, udarbejdes en følsomhedsanalyse for at se hvor følsom værdiansættelsesmetoden er.

¹¹⁰ Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet (Side 426-427)

6.2 Værdiansættelse af Arla efter Discounted cash flow metode

6.2.1 WACC - Weighted Average Cost of Capital

Variablen WACC er et udtryk for minimumsafkastet til udbydere af virksomhedens kapital. Denne benyttes i forbindelse med tilbagediskonteringen af de fremtidige pengestrømme og udregnes ved hjælp af følgende formel:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D (1 - T_c) \frac{D}{E + D}^{111}$$

Ved beregning af WACC tages der udgangspunkt i 2 led, som henholdsvis beskriver kapitalomkostningerne forbundet med fremmedkapitalen (KD) og kapitalomkostningerne forbundet med egenkapitalen (KE). De to led vægtes med deres gennemsnitlige andel af den totale gæld og ser således ud:

$$\text{Kapitalomkostningerne forbundet med fremmedkapitalen} = k_D (1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

$$\text{Kapitalomkostningerne forbundet med egenkapitalen} = k_E \frac{E}{E + D}$$

Kapitalomkostninger forbundet med fremmedkapitalen:

I Arla er der særligt fokus på risikospredning i forhold til finansiering. Selskabet har derfor spredt sin fremmedkapital på mange forskellige områder. Som beskrevet i det tidligere afsnit 5.6 omkring budgettering af rentesatsen er den gennemsnitlige vægtede rentesats sat til 3% på baggrund af den historiske udvikling og Arla tilgang til at styre renterisikoen. Den effektive skattesats blev tidligere budgetteret med 12,5% på baggrund af den historiske udvikling og forventninger til fremtiden. Den effektive skattesats vil være lavere, da Arla er underlagt reglerne om kooperativbeskatning.

$$k_D (1 - T_c) \frac{D}{E + D} \rightarrow 3\% * (1 - 12,5\%) * \frac{D}{E + D} \rightarrow 2,63\% * \frac{D}{E + D}$$

¹¹¹ Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet (Side 427)

Rentesatsen og den effektive skattesats, som nu er slået sammen, skal nu vægtes med fremmedkapitalen gennemsnitlige andel af totalgælden. For at finde frem til den gennemsnitlige andel, skal kapitalstrukturen undersøges nærmere. Det vendes der tilbage til senere i afsnittet.

Kapitalomkostninger forbundet med egenkapitalen:

Andet led i beregningen af WACC, ser således ud: $k_E \frac{E}{E+D}$

Til beregning af k_E anvendes Capital Asset Pricing Model, også kaldet CAPM-modellen¹¹². Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på virksomheden og afkastet på hele aktiemarkedet.

Formlen ser således ud: $k_E = r_f + \beta[E(r_f) - r_f]$ ¹¹³

r_f er den risikofrie rente og her tages der typisk udgangspunkt i en 10-årige statsobligation i Danmark. I projektet vælges der at vurdere hvorledes ejerne kunne placere deres investeringer og her ses der på ejerfordelingen jf. Årsrapportens 5 års oversigt, med fordeling af andels-havere. Den risikofrie rente ved at placere investeringer i de enkelte statsobligationer ses nedenfor i figur 37. Ud fra en gennemsnitsbetragtning ligger niveauet relativt stabilt over perioden. Der vælges 0,5% som rentesats i beregningen, som ligger midt i intervallet fra 2016 – 2019 og som er gennemsnitsniveauet i 2019.

¹¹² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 38-39

¹¹³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 39

Lande	2016	2017	2018	2019
Belgien	0,5	0,7	0,8	0,7
Danmark	0,3	0,5	0,5	0,1
Luxembourg	-0,2	0,5	0,6	0,3
Nederlandene	0,3	0,5	0,6	0,3
Storbritannien	1,3	1,2	1,5	1,3
Sverige	0,5	0,7	0,7	0,5
Tyskland	0,1	0,3	0,4	0,1
Gennemsnit	0,4	0,6	0,7	0,5

Figur 37 – Oversigt over den effektive rente på statsobligationer fordelt på lande¹¹⁴

β = beta og er et relativ mål for risikoen, som aktien er behæftet med. Jo højere værdien af denne variabel, jo større er den relative risiko ved aktien målt imod den samlede markedsportefølje. Det kan illustreres ved følgende figur 38:

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

Figur 38 – Beta værdier og betydning¹¹⁵

Da Arla ikke er børsnoteret, er der taget udgangspunkt i lignende virksomheder som er børsnoteret. Her vurderes det, at virksomheden med lignende karakteristika, har samme forhold til markedsporteføljen som Arla ville have haft, hvis denne virksomhed var børsnoteret. Der anvendes en beta-værdi fra en dataliste, som er indhentet fra Bloomberg, Morningstar, Capital IQ and Compustat¹¹⁶. Her er samlet data fra over 40.000 virksomheder i kategorien fødevarerproduktion er betaværdien herfor anvendt. I kategorien er blandt andre virksomheder på den tidligere nævnte liste over største mejerier oplistet herunder.

¹¹⁴ <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveselections.asp>

¹¹⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 40

¹¹⁶ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datahistory.html#sources

Food Processing	Fonterra Co-operative Group Limited (NZSE:FCG)	NZSE:FCG	New Zealand	Australia, NZ and Canada	Australia & NZ
Food Processing	Saputo Inc. (TSX:SAP)	TSX:SAP	Canada	Australia, NZ and Canada	Canada
Food Processing	Danone S.A. (ENXTPA:BN)	ENXTPA:BN	France	Developed Europe	EU & Environs
Food Processing	Frieslandcampina Engro Pakistan Limited (KASE:FCEPL)	KASE:FCEPL	Pakistan	Emerging Markets	Small Asia
Food Processing	China Mengniu Dairy Company Limited (SEHK:2319)	SEHK:2319	Hong Kong	Emerging Markets	China
Food Processing	Dean Foods Company (OTCPK:DFOD.Q)	OTCPK:DFOD.Q	United States	United States	United States

Figur 39 – Virksomheder som indgår i den samlede pulje i kategorien Food processing¹¹⁷

I kategorien food processing benyttes den gennemsnitlige levered beta. Denne anvendes da Arla ikke er 100% egenkapital finansieret. Værdien i denne kategori er 0,88. Det vurderes at dette beta er passende, da Arla er en fødevarerproducerende virksomhed fordelt på verdensplan, hvor disse data er indsamlet og værdien virker logisk set i forhold til, at forbrugsgoder ikke tænkes at være påvirkelig i situationer hvor de globale økonomier falder. Forbrugerne vil stadig købe fødevarer selvom økonomien er i tilbagegang.

$E(r_f)$ = market risk premium er et mål for det afkast som investorerne forventer ud over den risikofrie investering¹¹⁸. Landmændene har andelsbeviser og har i sin tid valgt at blive landmænd, først og fremmest for interessen skyld, men i høj grad også for at få et afkast i lighed med investorer, som investerer i børsnoteret virksomheder. I en undersøgelse fra 2016, svarede respondenterne, at de anvender en markedsrisikopræmie på 5,3% på det danske aktiemarked. I bogen, finance for executives, benyttes der en Market Risk Premium på 5%¹¹⁹. KPMG har udgivet en rapport, som pr. 31 marts 2019 opfordre til at bruge en Market Risk Premium på 5,75%¹²⁰. Ifølge flere kilder, vil MRP ligge i niveauet 5-5,75%, men i lyset af, at Brexit står for døren, er vurdering at MRP i denne sammenhæng bør være en anelse højere, hvorfor der anvendes en MRP på 6,5%.

Med variablerne på plads kan k_E nu beregnes ved hjælp af CAPM-modellen:

$$k_E = r_f + \beta[E(r_f) - r_f] \rightarrow k_E = 0,50\% + 0,88 * [6,5\% - 0,50\%] \rightarrow k_E = 5,78\%$$

¹¹⁷ http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

¹¹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 39

¹¹⁹ Finance for Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet, side (424)

¹²⁰ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/nl/pdf/2019/advisory/equity-market-risk-premium-research-summary-31032019.pdf>

Kapitalstrukturen:

For at beregne de sidste komponenter til WACC-beregningen, skal den gennemsnitlige andel af fremmedkapitalen og den gennemsnitlige andel af egenkapitalen fastsættes. Disse gennemsnit beregnes ved børsnoteret selskaber med udgangspunkt i den markedsmæssige værdi af egenkapitalen og gælden. Det er i dette tilfælde ikke en mulighed, da der ikke kan beregnes market value added på baggrund af den markedsmæssige tilvækst der har været på egenkapitalen.

Der er i dette projekt fokus på at værdiansætte Arla, som flere gange nævnt, er et andelsselskab med begrænset ansvar. Det betyder at der ikke handles med aktier på samme måde som i et børsnoteret selskab og derfor som nævnt, ikke kan beregnes en merværdi, som ved et børsnoteret selskab tillægges ved beregning af den gennemsnitlige andel af egenkapitalen.

Der er derfor nød til at ske en estimering af den ønskede kapitalstruktur Arla forventer at have i fremtiden. I praksis er der 3 muligheder:

- At tage udgangspunkt i den ønskede kapitalstruktur oplyst af Arla
- Forsøge at finde sammenlignelige selskaber
- Iterationsmetoden

I et studie lavet af Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, der omhandler værdiansættelsen af unoteret selskaber, er der tendens til at sammenligne med lignende selskaber, hvor 88% af de adspurgte anvender denne strategi ved fastsættelse af kapitalstrukturen¹²¹.

Arla oplyser ikke præcis hvilken kapitalstruktur de ønsker i fremtiden og ej heller har det været muligt at fremsøge selskaber som kan anvendes som sammenligningsgrundlag. Sidste mulighed er at tage udgangspunkt i branchegennemsnittet, hvilket er gjort. I figur 40 nedenfor ses der kapitalstrukturen for food processing.

¹²¹ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?, Ledelse & Erhvervsøkonomi 3/2006, Petersen, Plenborg & Schøler

Industry Name	Number of Firms	E/(D+E)	D/(D+E)
Food Processing	88	72,79%	27,21%

Figur 40 – Den gennemsnitlige kapitalstruktur for branchen¹²²

Som det ses af ovenstående, ligger hovedparten af finansieringen via egenkapitalen, hvilket ikke helt hænger sammen med den gearing Arla har på nuværende tidspunkt og fremadrettet forventer i niveauet 2,8-3,4. Herudover passer dette heller ikke helt sammenholdt med den historiske udvikling i soliditetsgraden nedenfor i figur 41.

Arlas soliditetsgrad over tid						
	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Egenkapital i alt	2.494	2.519	2.369	2.192	2.148	1.874
Aktiver i alt	7.106	6.635	6.422	6.382	6.736	6.613
Soliditetsgrad	35%	38%	37%	34%	32%	28%

Figur 41 – beregnet soliditetsgrad over tid (egen tilvirkning)

Til kapitalstrukturen vælges der med udgangspunkt i en forventning om, at Arla strategisk ønsker at ligge på et gearingsniveau på 2,8-3,4 en fordeling på 40% i egenkapitalfinansiering og 60% i fremmedkapitalfinansiering fremadrettet.

Normalt vil der blive indarbejdet en likviditetspræmie ved værdiansættelse af unoteret virksomheder. Det afgrænses der fra i dette projekt, da dette typisk finder sted i mindre selskaber på unoterede markeder.

Beregning af WACC:

Med udgangspunkt i ovenstående afsnit, kan WACC nu beregnes:

$$WACC = k_E \frac{E}{E+D} + k_D (1 - T_c) \frac{D}{E+D} \rightarrow$$

$$WACC = (((3\% * (1 - 12,50\%)) * 60\%)) + 5,78\% * 40\% = 3,89\%$$

I den efterfølgende værdiansættelse vil de frie pengestrømme tilbagediskonteres med 3,89%

¹²² http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm

6.2.2 FCF – de frie pengestrømme

De frie pengestrømme er de frie midler, der er til rådighed hos de ejere og eksterne långiver, som har finansieret virksomheden løbende aktiviteter. Finansieringsparameteren er derfor taget ud af beregningen og det er derfor udelukkende forventningen til pengestrømmen som fastsætter værdien af Arla.

Til beregning af det frie cashflow benyttes følgende formel:

$$FCF = EBIT(1 - t) + afskrivninger - \Delta_{WCR} - NET_{Investeringer}$$

Under budgettering i afsnit 4.4 er t , som er skatteprocenten, beskrevet yderligere. Afskrivningerne er behandlet og budgetteret i afsnit 5.8. Ændring i arbejdskapitalen kan ses i bilag 3. Nettoinvesteringer er behandlet og budgetteret i afsnit 5.8.

Ved anvendelse af ovenstående formel, bliver Arlas frie pengestrømme som følgende:

Det frie Cashflow							
Mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
1-tax	87,50%	87,50%	87,50%	87,50%	87,50%	87,50%	87,50%
EBIT	406	480	466	453	442	433	425
EBIT*(1-tax)	355	420	407	396	387	378	371
+ afskrivninger	431	454	478	500	521	540	558
-ændring i WCR	-74	46	9	9	9	9	9
-nettoinvest-	676	683	690	696	703	710	718
= Frie Cash Flow	184	146	187	191	195	199	202
Diskonteringsfaktor	1,00	0,96	0,93	0,89	0,86	0,83	
DCF	184	140	173	170	167	164	

Figur 42 – De frie pengestrømme i budgetperioden for Arla (egen tilvirkning)

Nutidsværdien af de frie pengestrømme i den eksplicitte periode skal tilbagediskonteres. Det gøres ved at beregne en diskonteringsfaktor for de enkelte år og følgende formel anvendes:

$$Diskonteringsfaktor(2020) = (1 + WACC)^{-1}$$

Ved beregning af efterfølgende diskonteringsfaktorer i resten af perioden opløftes der henholdsvis i -2 potens, -3 potens osv¹²³.

¹²³ Finance for Executives, Hawawini og Viallet (Side 494)

6.2.3 Terminalværdien

Terminalperioden er den der løber i uendelighed og i dette projekt er 2025 valgt som terminalperioden. I bilag 3 kan budgettet som i højere detaljegrad viser både den eksplicitte periode og terminalperioden ses. Til beregning af terminalværdien benyttet Gordon's vækstformel og ses nedenfor:

$$DCFvalue_{2024} = \frac{Cashflow_{2025}}{WACC - g}$$

Det frie cashflow til beregningens tæller kan aflæses i figur 42 ovenfor. WACC er tidligere beregnet i afsnit og anvendes og g er vækstfaktoren. Denne vækstfaktor er et udtryk for den rate som Arla forventer at vækste med i uendelighed. Vækstraten har stor betydning for virksomhedens beregnede værdi. Det er tidligere i opgaven konstateret en stigende efterspørgsel i udviklingslandene. I en artikel fra Dairy Herd ses der ud i en fremtid, hvor befolkningsvæksten driver efterspørgslen på mejeriprodukter frem¹²⁴. Tidligere er der identificeret en forventning om 1% vækst om året frem til 2024 og med flere mennesker på jorden, virker en vækstrate på 1% ikke usandsynlig at antage i beregningen. Terminalværdien for Arla bliver derfor:

$$DCFvalue_{2024} = \frac{202 \text{ mio. EUR}}{(3,89\% - 1\%)} = 7.000 \text{ mio. EUR}$$

Denne værdi skal tilbagediskonteres til nutiden, ved hjælp af følgende faktor i lighed med den eksplicitte periode: $(1 + WACC)^{-5} \rightarrow (1 + 3,89\%)^{-5}$

$$NPV_{terminal\ 2014} = 7.000 \text{ mio. EUR} * (1 + 3,89\%)^{-5} = 5.785 \text{ mio. EUR}$$

6.2.4 DCF-modellen

I det tidligere afsnit er nutidsværdien af terminalværdien beregnet og med denne model beregnes værdien af egenkapitalen hos Arla. Hernæst sammenlignes denne beregnede værdi, med den som Brand Finance er kommet frem til. For at finde frem til værdien af egenkapitalen,

¹²⁴ <https://www.dairyherd.com/article/dairy-farming-future-50-year-projection>

skal hele virksomhedens værdi fastlægges, kaldet enterprise value eller EV. Dette beregnes med følgende formel:

$$EV = \frac{FCF_1}{1 + WACC} + \frac{FCF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_5 + TV_5}{(1 + WACC)^5}^{125}$$

Tidligere er de frie pengestrømme i den explicitte periode tilbagediskonteret til nutidsværdi. For at beregne den samlede enterprise value, sammenlægges disse med nutidsværdien af den beregnede terminalværdi. Beregning bliver således:

$$EV = 140 + 173 + 170 + 167 + 164 + 5.785 = 6.601 \text{ mio. EUR}$$

Når enterprise value er beregnet, kan værdien af egenkapitalen beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$\text{Equity value} = \text{Enterprise value} + \text{cash and other financial assets} - \text{debt}$$

$$\text{Equity value} = 6.601 + 187 - 4612 = 2.176 \text{ mio. EUR}$$

Arla er som tidligere nævnt et A.M.B.A og derfor ikke noteret på et reguleret marked, hvor markedets forventninger til virksomheden afspejles i denne børskurs. Andelshaverne har ejerbeviser i selskabet og har hver især en andel heri. Der er derfor ingen reel markedsværdi at holde den beregnet værdi op imod. Projektets behandling af virksomheden er sket på samme måde som ved et børsnoteret selskab, dog med flere usikkerhedsfaktorer i forhold til f.eks. BETA, da denne typisk er tilgængelig for investorer på de regulerede markeder. Grundet virksomhedens struktur, hvor ejerne og leverandører er sammenfaldende, kan der være andre forhold der skal tages højde for ved beregningen af virksomhedens værdi, herunder det cashflow som måtte være forbundet med acotobetaling for mælk. Ved at inddrage acotobetalingerne til landmændene i løbet af året vil den samlede værdi alt andet lige være højere. Projektet er rettet mod at undersøge om den værdi Brand Finance har beregnet, er retvisende, og derfor holdes cashflowet som landmændene modtager aconto i løbet af året udenfor beregningen. Om værdien er retvisende, vendes der tilbage til i et senere afsnit.

¹²⁵ Finance for Executives, Hawawini og Viallet (Side 497)

Kritik af DCF-modellen

I beregningerne til modellen indgår en række parametre som beror på en række vurderinger i forhold til markedet og til den fremtidige udvikling i forhold til vækst. Udsving i WACC vil have betydning for både værdistrømme i den løbende periode og på terminalværdien. Er vækstraten i beregningen af terminalværdien vurderet forkert, vil dette betyde væsentlige udsving i slutværdien. Ydermere vil en forkert vurdering af risiko betyde et forkert beta og muligvis en forkert vurdering af MRP til trods for der i litteraturen fremgår et niveau for denne i intervallet 5-5,75%. I det næste afsnit vil nogle af usikkerhederne blive gennemgået, for at se udfaldet ved ændring af visse parametre.

6.2.5 Følsomhedsanalyse på vigtige parametre

Den vigtigste komponent i værdiansættelsen er Arla terminalværdi, som udgør hovedparten af den samlede værdi. Værdierne som har betydning for terminalværdien, er nævnerne i Gordon's vækstformel, som henholdsvis er WACC og den fremtidige vækstrate g . Herudover er der risiko ved de underliggende parametre i WACC som er risiko-koefficienten, benævnt beta-værdien og MRP, som er afkastforventningen ud over den risikofrie investering. Herunder ses effekterne af variation på de forskellige parametre.

WACC's variation ved ændring af BETA og MRP:

Nedenfor i figur 42 er der reguleret på variablerne MRP og BETA for at se udviklingen i WACC. I forhold til Arla er der en del usikkerhed forbundet med at beregne WACC og det er blandt andet på grund af der ikke kendes til den reelle risiko forbundet med Arlas drift og korrelation til markedet. Der er tages udgangspunkt i et gennemsnit i branchen for fødevareproducerende virksomheder, som hver har deres karakteristika og derfor forskelle BETA-værdier. I figur 44 (nr. 2) ses terminalværdiens udvikling ved ændring af BETA og MRP. Øges BETA medfører dette en stigning i WACC og terminalværdien falder. Ved ændring i BETA på 0,1, falder eller stiger terminalværdien med cirka 500 mio. EUR.

Det samme gør sig gældende ved MRP, hvor en lavere MRP medfører en lavere WACC og terminalværdien vil stige. Skulle man se værdien fra landmændenes synspunkt vil afkastforventningen, set i forhold til en investor på de regulerede markeder, sandsynligvis være højere. Intet i litteraturen behandler værdiansættelsen af A.M.B.A selskaber, hvorfor der er taget udgangspunkt i eksisterende litteratur.

WACC ved ændring af BETA og MRP						
B E T A	MRP					
		5,50%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%
	1,08	3,94%	4,15%	4,37%	4,58%	4,80%
	0,98	3,74%	3,93%	4,13%	4,32%	4,52%
	0,88	3,54%	3,71%	3,89%	4,06%	4,24%
	0,78	3,34%	3,49%	3,65%	3,80%	3,96%
	0,68	3,14%	3,27%	3,41%	3,54%	3,68%

Figur 43 – Variation i WACC ved ændring i MRP og BETA (egen tilvirkning)

Terminalværdi ved ændring af BETA og MRP (vækst 1%)						
B E T A	MRP					
		5,50%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%
	1,08	6.886	6.414	6.003	5.641	5.320
	0,98	7.390	6.896	6.463	6.082	5.743
	0,88	7.973	7.455	7.001	6.598	6.240
	0,78	8.656	8.113	7.635	7.210	6.830
	0,68	9.466	8.899	8.397	7.948	7.544

Figur 44 – Variation i Terminalværdi ved ændring i MRP og BETA (egen tilvirkning)

Variation ved ændring af Vækstfaktor:

Variation i vækst og WACC har betydning for terminalværdien, da disse forhold forventet at forsætte i uendelighed. Ved ændring af vækstfaktoren med 0,25% stiger eller falder terminalværdien med ca. 600 mio. EUR ved en konstant WACC på 3,89%. Ved små ændringer i kapitalstrukturen i tilfældet af at Arla vælger en anden gearing på sigt, eller ved ændring i andre parametre som flytter WACC'en til 3,69% og der samtidig er vækststigning på 0,50% mere end forventet, så er terminalværdien ca. 2.200 mio. EUR ved siden af i forhold til projektets beregning.

Dette viser hvor usikker beregningen er, set i forhold til de fremtidige forhold. Med en begrænset mængde indgående viden om virksomhedens fremtidige planer og med begrænset viden som sektoren generelt, må det konkluderes at værdiansættelsen er forbundet med en høj grad af usikkerhed.

Terminalværdi ved ændring af WACC og vækst						
V Æ K S T	WACC					
		3,69%	3,79%	3,89%	3,99%	4,09%
	1,50%	9.229	8.826	8.467	8.117	7.803
	1,25%	8.283	7.957	7.664	7.376	7.116
	1%	7.513	7.244	7.001	6.759	6.541
	0,75%	6.874	6.648	6.443	6.238	6.051
	0,50%	6.336	6.143	5.967	5.791	5.630

Figur 45 – Variation i terminalværdi ved ændring i WACC og vækstrate (egen tilvirkning)

6.2.6 Alternative værdiansættelsesmetoder

Overordnet deles værdiansættelsesmodeller op i to typer. De relative modeller der ikke involvere budgettering. I de relative metoder tages der udgangspunkt i sammenlignelige virksomheder. De absolutte modeller der kræver budgettering og dertil tilknytter sig et behov for kendskab til virksomheden¹²⁶.

Relative værdiansættelsesmodeller:

En multipel analyse er den typiske og mest simple at anvende til at give en relativ værdi af en virksomhed. I multipel analysen tages der udgangspunkt i virksomhedens nøgletal ud fra de aflagte regnskaber og herudaf beregnes den relative værdi af virksomheden. Der kan eksempelvis tages udgangspunkt i EV-EBITDA, price to earning ratio(P/E) eller price to book ratio P/B.

Fordelen ved anvendelse af disse metoder er, at den fundamentale analyse spares væk og dermed er metoderne mere omkostningseffektive. Ulempen er i forhold til DCF-modellen, at

¹²⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 25

disse multipel analyser ikke tager højde for potentialet i fremtiden. Modellerne er derfor ex post, hvor DCF i højere grad er ex ante.

Absolutte værdiansættelsesmodeller:

De absolutte modeller bruges til at beregne virksomhedens fundamentale værdi. Modellerne i denne gruppe kaldes også for nutidsværdi-modeller, da de fremtidige indtægtsstrømme enten er efter residualindkomsten eller de frie pengestrømme. Der findes andre modeller, såsom dividende-metoden, hvor udbyttet er i centrum for beregningen. Disse metoder, som den anvendte DCF-model til projektet, er kendetegnet ved at en budgetteringsperiode skal udarbejdes og denne på baggrund af et godt kendskab til virksomheden.¹²⁷

6.3 Brand Finance fremgangsmåde til at værdiansætte en virksomhed

Brand Finance er verdens førende uafhængig brand værdivurderings, strategi- og konsulentfirma. Virksomheden startede tilbage i 1996 og har på verdensplan 20 afdelinger med hovedsæde i London¹²⁸. Virksomhedens primære aktivitet består af rådgivning om at skabe bedre sammenhæng mellem markedsføring og resultatet på bundlinjen i virksomheder. Ydermere har virksomheden været med til at udarbejde standard ISO 10668: Brand valuation og ISO 20671: Brand Evaluation¹²⁹.

Brand Finance beregner værdierne for brands ved at gøre brug af tabeller ud fra en Royalty relief approach (Brand vurderingsmetode fra ISO 10668). Ved brug af denne metode, tages der højde for, at de fremtidige indtægter kan henføres til et brand ved at beregne en royalty. Denne royalty vil svare til en økonomisk fordel, som en ny udbyder skal betale for at gøre brug af brandet under frie markedsmæssige vilkår¹³⁰. Brandvurderingsmetoden fra ISO 10668

¹²⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Ole Sørensen, 5 udgave, side 25-28

¹²⁸ <https://brandfinance.com/who-we-are/>

¹²⁹ <https://brandfinance.com/who-we-are/our-story/>

¹³⁰ https://brandfinance.com/images/upload/food_drink_free.pdf?fbclid=IwAR0BKdMYq7WYsIXC8trZR875p97uDwp7oeX8q3VbKq68IJkhWHsuD-ftKbOU

består af syv nedenstående trin, som bruges til at beregne den økonomiske fordel, som vil tilføres en ny udbyder på markedet, hvis de køber brandet.

1. I trin 1 foretages en beregning af et brands styrke ud fra et Balanced Scorecard, se figur 46, hvor der vurderes en virksomheds markedsføringsinvesteringer, hvor parametrene er aktionærernes egenkapital og hvordan virksomheden klarer sig resultatmæssigt. Et brands styrke måles ud fra Brand Strength Index (BSI), hvor en virksomhed kan ligge mellem 0 til 100.
2. Den anden parameter, som Brand Finance kigger op er, hvor vigtigt brandet er i forhold til forbrugerens købsbeslutninger. Når der er tale om luksuriøse produkter er loyaliteten i den høje ende, hvorimod, hvis et produkt er knap så luksuriøs og produktet er nemt at substituere, er loyaliteten lav.
Brand Finance vurderer overstående ved at sammenligne licensaftaler fra deres egen database.
3. I tredje trin beregnes royalty rate ved at tage brandets styrke gange med forbrugernes loyalitets område i sektoren.
For eksempel, Hvis forbrugernes loyalitet ligger mellem 0-5 og brandet score 80 ud af 100, så er den passende royalty rate 4%.
4. I trin fire vurderes hvad de branchespecifikke indtægter til at være, ud fra en estimeret andel af moderselskabets indtægter til et mærke.
5. I trin fem udarbejdes en budgettering af indtægter ved at kigge på de historiske indtægter som en virksomhed har haft. Ydermere udarbejdes økonomiske analyser til budgettering og væksten i marked.
6. I trin seks beregnes brandindtægter ved at tage den beregnede royalty rate fra trin tre og gange den med de budgetterede indtægter fra trin fem.

7. I trin syv bliver de beregnede brandindtægter fra trin 6 diskonteret efter skat til en netto nutidsværdi der svarer til virksomhedens brand værdi¹³¹.



Figur 46 – Vurdering af Brand og business value¹³²

Overstående syv-trins fremgangsmåde ender ud i en brand equity, som en virksomhed er værd som brand. Definitionen på Brand equity ud fra en investors øjne er, at Brand equity er en værdi som en virksomhed genererer ud fra et produkt med et genkendeligt navn sammenlignet med en konkurrent med et lignende produkt. Brand equity er når produktets kvalitet vurderes til at være væsentlig bedre- eller mere pålidelig end konkurrentens ud fra forbrugers synspunkt¹³³. Hvis en virksomheds brand equity er positiv, vil det sige, at forbrugerne er villige

¹³¹ https://brandfinance.com/images/upload/food_drink_free.pdf?fbclid=IwAR1qiCa6FSg21AD4-On9743D_RqA9RIced_xr8bRKagAqGN2tdAyBKTPlg, side 10.

¹³² https://brandfinance.com/images/upload/food_drink_free.pdf?fbclid=IwAR0BKdMYq7WYsIXC8trZR875p97uDwp7oeX8q3VbKq68IJkhWHsuD-ftKbOU

¹³³ <https://www.investopedia.com/terms/b/brandequity.asp>, set d. 02.05.20

til at betale en højere pris for produktet, selvom forbrugerne kan få samme produkt hos konkurrenterne billigere.

6.4 Sammenligning projektets værdiansættelse kontra Brand Finance værdiansættelse af Arla

Til besvarelse af dette projekts underspørgsmål 4 "Hvad er de grundlæggende forskelle på Brand Finance værdiansættelse af Arla modsætningsvis vores værdiansættelse ud fra Discounted cash flow modellen". Ses det ud fra afsnit 6.3, at Brand Finance gør brug af en 7-trins fremgangsmåde, hvori de beregner brand royalty rate ud fra to faktorer. Den ene er ud fra brandets styrke som de vurderer ud fra et balanced Scorecard, hvor der ses på egenkapitalen samt virksomhedens driftsmæssige resultater. Den anden faktor er, hvordan forbrugerne vurderer virksomhedens produkter for at være unikt eller om det eller kan substitueres. Disse to faktorer tilsammen giver et brand royalty rate, som Brand Finance tillægger i de budgetterede indtægter. I dette projekt er der ikke medtaget en brand royalty rate, da der er gjort brug af Discounted cash flow metoden, hvor der udelukkende kun ses på de fremtidige pengestrømme.

En anden forskel til at dette projektets værdiansættelse af Arla er lavere end den Brand Finance er kommet frem til, kan skyldes at Brand Finance har et væsentlig større datagrundlag og ressourcer til at underbygge deres værdiansættelse af Arla. Ydermere er der anvendt forskellige strategiske analyser til, at vurdere Arlas eksterne og interne forhold, hvilket kan have en indvirkning på budgetteringen af de fremtidige pengestrømme. Forskellen i de strategiske analyser ligger i at Brand Finance gør brug af balanced Scorecard, hvorimod dette projekt er der taget udgangspunkt i, Ansoff vækststrategier, Micheal porters værdikæde, Generiske strategier, PESTEL-model og konkurrencesituation i branchen.

I Brand Finance fremgangsmåde til værdiansættelse af en virksomhed er, at de deres fremgangsmåde tillægger de ikke likvide beholdninger eller fratrækker rentebærende gæld. Hvorfor dette er en væsentlig årsag til forskellen fra de 2.176 mio. EUR til de 3.029 mio. EUR, da Arlas gæld er 20% større end virksomhedens egenkapital.

6.5 Delkonklusion værdiansættelse for Arla

Arla er værdiansat til 2.176 mio. EUR og denne værdi er lavere end værdien Brand Finance kommer frem til med deres metode, kaldet Royalty relief approach. Med denne metode er Arla værdiansat til 3.029 mio. EUR og der er derfor en forskel ned til dette projekts beregnede værdi. Ud over at kigge på indtægtsstrømmene, har Brand Finance udregnet en royalty rate, på baggrund af Brand Strength Index (BSI) og en loyalitetsparameter. Begge disse kræver omfangsrig undersøgelse, hvor Brand Finance i dette tilfælde har adspurgt 50.000 forbruger i 29 lande. Dette betyder at der oveni de identificerede pengestrømme fra driften også vil være et royalty fee, hvorfor den beregnede værdi beregnet af Brand Finance forventeligt er større.

Begge metoder hører til gruppen af absolutte værdiansættelsesmetoder og derfor er der usikkerheder forbundet med budgetteringen af parametre med betydning for det fremadrettet afkast. Brand Finance er en stor organisation og med stor sandsynlighed i besiddelse af et stort datagrundlag til beregningerne. Dette er i sig selv styrkende for argumentet om at den beregnede værdi er retvisende. Med projektets beregnede værdi, som ligger et stykke under, kan det konstateres, at der ligger en merværdi som skal tillægges for at finde den sande værdi. Med udgangspunkt i ovenstående kan det konkluderes at projektet berører den ene del af Arlas samlet værdi. Værdien som Brand Finance kommer frem til vurderes, med udgangspunkt i en konstatering af, at der ligger en merværdi i at have forbrugerloyalitet, at være retvisende.

7. Konklusion

Ud fra den strategiske analyse kan det konkluderes, at Arla som det ældste internationale andelsmejeriselskab i verden har et solidt kendskab til branchen som de operer i. Dette har været med til at sikre, at Arla i dag er verdens fjerde største mejeriselskab målt på indvejning af mælk og verdens syvende største målt på omsætning. Arla har en solid position i branchen og konkurrencemæssigt godt rustet til at konkurrere på det internationale mejerimarked. Årsagen til at Arla har opnået denne position skyldes blandt andet, at virksomheden ejer hele værdikæden, hvorfor de har mulighed for at optimere hele forretningsgangen fra leverandør til slutbrugeren. Arla ejer hele værdikæden, da ejerne også er leverandører. Dette har medført at Arla kan gøre brug af et stort og effektivt produktionsapparat og herved sikre stordriftsfordele, hvilket gør selskabet omkostningseffektivt. Andre styrker som Arla besidder, er at de har et solidt brand, som er roden til Arlas konkurrencemæssige fordele. Alt hvad Arla foretager sig er med henblik på at styrke brandet eller beskytte det. Forbrugerne kræver i stigende grad, at virksomheder skal omstille til mere bæredygtig- og energivenlige arbejdsprocesser samt dyrevelfærd. Dette er noget som Arlas ledelse har stor fokus på at promoverer. En af Arlas styrker innovation og produktudvikling som sikre mere klimavenlige produkter, hvilket er med til at imødekomme efterspørgslen fra den politiske forbruger.

Arla har igennem aftale med andelshaverne forpligtet sig til at aftage alt mælk som produceres på landmændenes gårde, hvorfor det stille store krav til Arla om at behandle og sælge den forarbejdet mælk. Det er en svaghed, da efterspørgslen ikke nødvendigvis matcher udbuddet.

I forhold til Arlas eksterne forhold kan det konkluderes, at den teknologiske udvikling sammen med forbrugernes tilgang til bæredygtig produktion og dyrevelfærd giver Arla en række muligheder til fortsat skabe vækst. Ydermere oplever Arla øget efterspørgsel på mejeriprodukter fra vækstmarkederne så som Mellemøsten, Nordafrika og Asien herunder Kina.

Arla operer på det internationale marked, hvilket medfører en række trusler for virksomheden. Arlas primære indtjening kommer fra andre lande end Danmark, hvorfor valutakursudsving er en trussel for virksomheden. Det kommende Brexit er en trussel for Arla, da det fortsat ikke endelig er på plads, hvilken betydning det får for andre europæiske virksomheder at

opererer i Storbritannien. For Arla kan dette have betydelige økonomiske konsekvenser, da Storbritannien er Arlas største marked målt på omsætningen. Andre trusler som Arla oplever, er udsving i mælkeprisen, da denne dannes ud fra udbud og efterspørgsel og et udsving i mælkeprisen vil have øjeblikkelig økonomiske konsekvenser for Arla. Herudover er Arla truet af de globale klimaforandringer på sigt, som kan påvirke den fremtidige drift i en negativ retning.

Overordnet har Arla økonomisk set igennem perioden 2015-2019, lagt på et meget stabilt niveau, dog med undtagelse af 2016, hvor mælkekvoterne påvirkede selskabet negativt. Omsætningsmæssigt og indtjeningsmæssigt har Arla lagt på et stabilt niveau. Tendensen er at de vestlige markeder står stille og landene udenfor EU efterspørger mere mejeri, hvilket bidrager med forøget omsætning til Arla på disse markeder. Med en erkendelse om at de fremtidige udfordringer med Brexit og valutakurs udsving, har selskabet sat gang i den største sparerunde i selskabets historie Calcium. Forretningen skæres til, hvorved der spares omkostninger i hele virksomheden.

Igennem de strategiske analyser og regnskabsanalysen er der opnået kendskab til Arla som virksomhed, hvilket også afspejler sig i budgetteringen der danner grundlag for den endelige værdiansættelse. Igennem den strategiske analyse er det konstateret, at Arla ligger i en stærk konkurrencemæssig position og har et strategisæt som matcher godt op imod de krav omverdenen stiller. Det bevirker til at der i budgetteringsprocessen holdes fokus på at virksomheden er stabil og i den sammenhæng kan der fra regnskabsanalysen bruges nogle pejlemærker for, hvor virksomheden er på vej hen. Med udgangspunkt i både den strategiske analyse og regnskabsanalyse kan det konkluderes, at de vigtigste antagelser og forudsætninger er, at virksomheden er stærk nok til at bevare sine markedsandele og derved vil følge markedet og væksten på dette, at Arla leverer et stabilt indtjeningsniveau, samt at der forventet forøget gearing og yderligere omkostningsbesparelser i forbindelse med Calcium-projektet.

Forskellene på projektets værdiansættelse af Arla kontra Brand Finance, består af flere metodiske fremgangsmåder. I projektet tages der udelukkende udgangspunkt i de indtægtsstrømme som forventet genereret fra Arla, hvilket Brand Finance også gør. I Brand Finance metode tillægges de forventet indtægtsstrømme en royalty-fee, som beregnes på baggrund af en kombination imellem brandets styrkeindeks og en forbrugerloyalitetsfaktor.

Begge metoder hører til gruppen af absolutte værdiansættelsesmetoder og derfor er der usikkerheder forbundet med begge tilgange til værdiansættelsen af Arla. Brand Finance er en stor organisation og med stor sandsynlighed i besiddelse af en stort datagrundlag til beregninger. Dette er i sig selv styrkende for argumentet om at den beregnede værdi er retvisende. Med projektets beregnede værdi, som ligger et stykke under, kan det konstateres at der ligger en merværdi som skal tillægges for at finde den sande værdi af Arla. Med udgangspunkt i ovenstående kan det konkluderes at projektet berører den ene del af Arla samlet værdi. Værdien som Brand Finance kommer frem, er bygget op af både en forventning til selskabet evne til i fremtiden at generer pengestrømme, og en ekstra præmie som består at brandets styrke i kombination med forbrugerloyalitet. Med alt taget i betragtning vurderes Brand Finance beregnede værdi af Arla at være retvisende.

8. Litteraturliste

8.1 Årsrapporter:

Arlas årsrapport 2014 Arlas årsrapport 2015

Arlas årsrapport 2016 Arlas årsrapport 2017

Arlas årsrapport 2018 Arlas årsrapport 2019

Kilde: <https://www.arla.com/company/investor/annual-reports/>

8.2 Bøger:

Den gode opgave – Håndbog i opgaveskrivning på videregående uddannelser

Lotte Rienecker & Peter Stray Jørgensen. Med bidrag af Signe Skov

Forlaget Samfundslitteratur, 2012, 4. udgave, 2. opslag, 2014

Finance for Executives – Managing for value creation

Gabriel Hawaini og Claude Viallet

Cengage Learning EMEA, 6. udgave, 2019

International markedsføring

Finn Rolighed Andersen, Bjarne Warming Jensen, Mette Risgaard Olsen, Susanne Østergaard Olsen & Peter Schmalz

Gads Forlag, Trojka, 5. udgave, 2015

Metode og projektskrivning – En introduktion

Thomas Harboe

Samfundslitteratur 2010, 2. udgave, 4. oplag, 2015

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang

Ole Sørensen

Gjellerup 5. udgave, 2017

Økonomisk styring og virksomhedsanalyse

Lone Hansen, Torben Rosenkilde Jensen & Morten Dalbøge

Forfatterne & Hans Reizels Forlag, 6. udgave, 1. oplag, 2015

8.3 Hjemmesider:

<http://www.ieep.eu>

<https://ec.eu-ropa.eu>

www.altinget.dk

www.ariba.com

www.arla.com

www.arlafoodsingredients.com

www.berlingske.dk

www.brandfinance.com

www.dairyreposter.com

www.Danmarkshistorien.dk

www.effektivlandbrug.landbrugnet.dk

www.finans.dk

www.Fodevarewatch.dk

www.frieslandscampina.com

<https://www.investopedia.com>

www.jyllands-posten.dk

www.jyskebank.dk

www.landbrugsavisen.dk

www.marketwatch.com

www.mejeri.dk

www.mynewsdesk.com

www.research.rabobank.com

www.retailnews.dk

www.skat.dk

www.thise.dk

www.tv2nord.dk

8.4 Interviewet personer:

Landmand Henrik Ruhoff

9. Bilag

9.1 Bilag 01 - Transskribering af interview med landmand Henrik Ruhoff

Ejer af Vestergård Landbrug ApS.

Beliggende i Hvidsten, 8981 Spentrup

Spørgsmålene er skrevet med **FED**.

Hvordan er dit baggrundsmæssige forhold til Arla?

Jeg er andelshaver og leverandør. Det skal du jo være for at leverer til dem. Det har jeg været i 3 år nu.

Hvad oplever du at Arla er særligt gode til?

De er gode til at hente mælken og komme til tiden. De er gode til at informerer hvad der sker. Man kan altid diskutere prisen, men jeg synes egentlig det er rimelig fair.

Hvis man skulle kigge på mælkeprisen, hvordan har den så udviklet sig, hvis man kigger tilbage og lidt frem?

Den har faktisk stået stille. Som mælkeproducenter er vi nok blevet fanget af, at vi er pokkers dygtige. Mælken koster faktisk det samme som den gjorde for 10 år siden. Umiddelbart tror jeg ikke den kommer til at stige voldsomt. Jeg tror vi skal blive dygtigere til at lave den endnu billigere fremover.

Tror du det er Arla der ligger pres på der og vil give en mindre pris fremadrettet?

Det kan de jo blive nødt til. Problemet med et andelsselskab er at vi har ansat nogen til at forarbejde og sælge mælken. Vi får det der bliver tilbage populært sagt. Styrken er at vi er sikre på at komme af med det og vi er fælles om det og alt det der. Ulempen er at man ikke kan lave en kontrakt bedre end nogen andre.

De er forpligtet til at tage alt den mælk som i producerer?

Ja, det er de.

Hvis man skulle kigge på forbedringer, hvor kunne Arla gøre dette?

Det er svært at sige, for mit indtryk er at de arbejder på at forbedre sig hele tiden. Nyt produkter og forbedring salget. Dette over hele verdenen. Jeg ved det ikke helt. Jeg har svært ved at få øje på noget. Jeg synes faktisk de gør det rimelig godt.

De har igangsat et projekt, som hedder Calcium, har du hørt om det?

Jo, det har jeg hørt om. Mindst 1 gang om året er vi til andelshavermøde. Her hører vi om, hvad der er foregået i løbet af året og om de fremadrettede planer. Det er helt vildt med de kroner som er sparet.

Hvad med ud i fremtiden, hvordan er forventning til Arla. Fortsættes denne positive udvikling?

Det arbejder de benhårdt på at fortsætte med. De laver partnerskaber i andre lande. For nyligt er købt et mejeri i mellemøsten, hvor de sender mælkepulver ned og laver lokalfremstillet produkter dernede. Det er helt sikkert noget man arbejder på at fortsætte med.

Hvad tænker du om at man skal væk fra den traditionelle ko-mælk og går mere over på det plante-baseret produkt?

Helt personligt synes jeg det er noget pjat. Det er synd for dem der bliver påtvunget det, for det smager af pommeren til. Som landmand og som forretningsmand har jeg det også sådan, at hvis efterspørgslen er der, så laver vi det. Skal det bruges andre ingredienser til varerne, som vi kan producere, så gør vi det også. Man skal ikke pege fingre, for folk har forskellig smag. Det skal vi altså bare gå efter. Hvis der er et marked for det, så skal vi lave det.

I forhold til forbrugeren, hvad kunne nye mulige produkter være?

Jeg ved ikke præcis hvad man kunne have lyst til, men man vil have sporbarhed i hvert fald. Det skal være bæredygtigt og være produceret forsvarligt. Så lidt belastning af miljøet som muligt. Det er noget som jeg tænker vi kommer til at arbejde meget med fremover.

En ny software er kommet på markedet, hvor man kan følge kvægenes velbefindende. Har du hørt om det?

Ikke direkte, men vi har overvågning på køerne, som måler deres aktivitet. Her kan vi følge med i forhold til sundheden, altså se om koen rør sig og sådan noget. Herudover registrere vi alle behandlinger og meget andet, så man på grafer kan se om der er høj dødelighed og sygdomme. Det tror jeg også der kommer flere handlingsplaner for det ene og det andet, så man ikke bare lader stå til.

Tendensen er altså, at man vil have en synlighed igennem hele processen?

Ja, det tror jeg. Det tror jeg ikke er nogen dårlig ting, for der er ingen af os der har noget at skjule når det kommer til stykket. Går det godt der, så går det også godt for bundlinjen. Det kan godt føles sådan, at der hele tiden kommer nye krav.

Vi har engang imellem nogle diskussioner omkring "Arla Gården". Det er et kvalitetsprogram. Det forpligtiger man sig til at følge, når man levere mælk til Arla. Det går ud på at der skal være rent i malke-rummet og sådan ting. Der bliver hele tiden lagt flere spørgsmål på, som man skal svarer på i forhold til driften og alt muligt. Det giver nogle diskussioner en gang imellem om det er noget der bliver brugt eller ej.

Det er landmændene der stiller spørgsmålstegn ved om oplysningerne i "Arla Gården" overhovedet bliver brugt?

Det gør det. Det forsikrer de i hvert fald om at det gør. De siger at det giver en væsentlig anderledes tilgang når de er ude og forhandle med de store kunder, at man kan lægge en seddel på bordet og sige, vi kan levere så og så mange tusinde liter mælk, som er produceret sådan og sådan. Det kan man gå helt tilbage og se.

Vi har snakket med en anden landmand, som fortæller at det hollandske mejerandelsselskab, Friesland Campina, giver en bedre mælkepris. Hvad tænker du om det?

Det har de. Det er en torn i øjet på alle. Den er oppe på alle møder, hvorfor Arla ikke kan matche deres pris. Arla forklarer sig med, at Friesland Campina er kommet først til Indonesien og andre steder, hvor der er et højprismarked og der sidder de stort set på det hele. Så kan man jo så klandre Arla for at de har sovet i timen og ikke været med der. Hvis der er nogle tidligere bånd til de lande, så er det jo nemmere.

9.2 Bilag 02 – Arlas balanceposter for perioden 2014 til 2019

Arla Foods amba balance for 2015-2019						
Aktiver:	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Langfristede aktiver:						
Immaterielle aktiver	982	887	811	825	873	791
Materielle aktiver	2.710	2.308	2.212	2.310	2.457	2.399
Kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures i 2018 + 2019	468	439	401	434	434	432
Kapitalandele i Joint ventures	0	0	53	51	50	55
Udskudt skat	43	30	43	74	64	72
Pensionsaktiver	16	4	0	0	0	0
Øvrige langfristede aktiver	24	29	31	20	25	25
Langfristede aktiver i alt	4.243	3.697	3.551	3.714	3.903	3.774
Kortfristede aktiver:						
Varebeholdinger	1.092	1.074	1.126	950	1.007	988
Tilgodehavender fra salg	889	989	942	876	910	917
Afledte finansielle instrumenter	20	37	19	31	75	30
Aktuel skat	0	0	1	1	1	5
Øvrige tilgodehavender	240	254	181	222	202	250
Værdipapir	435	465	511	504	509	560
Likvider	187	119	91	84	70	81
Kortfristede aktiver i alt eksklusiv aktiver bestemt for salg	2.863	2.938	2.871	2.668	2.774	2.831
Aktiver bestemt for salg	0	0	0	0	59	8
Kortfristede aktiver i alt	2.863	2.938	2.871	2.668	2.833	2.839
Aktiver i alt	7.106	6.635	6.422	6.382	6.736	6.613
Passiver:	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Egenkapital:						
Kollektiv kapital	1.894	1.814	1.781	1.595	0	0
Individuel kapital	498	456	502	503	0	0
Andre egenkapitalkonti	-72	-89	-77	-65	0	0
Egenkapital eksklusiv foreslået efterbetaling til ejere	2.320	2.181	2.206	2.033	2.000	1.747
Foreslået efterbetaling til ejere	127	290	127	124	113	104
Egenkapital tilhørende Arla foods amba	2.447	2.471	2.333	2.157	2.113	1.851
Minoritetsinteresser	47	48	36	35	35	23
Egenkapital i alt	2.494	2.519	2.369	2.192	2.148	1.874
Forpligtelser:						
Langfristede forpligtelser:						
Pensionsforpligtelser	249	224	277	369	294	376
Hensatte forpligtelser	23	17	12	12	8	8
Udskudt skat	81	84	59	80	65	46
Lån	1.951	1.369	1.206	1.281	1.714	1.702
Øvrige langfristede forpligtelser	0	0	0	0	3	5
Langfristede forpligtelser i alt	2.304	1.694	1.554	1.742	2.084	2.137
Kortfristede forpligtelser:						
Lån	776	860	1.013	947	1.076	1.130
Leverandørgæld	1.158	1.169	1.098	995	918	977
Hensatte forpligtelser	9	11	11	13	19	19
Afledte finansielle instrumenter	86	85	87	168	158	206
Aktuel skat	5	5	11	18	5	9
Øvrige kortfristede forpligtelser	274	292	279	307	298	261
Kortfristede forpligtelser i alt eksklusiv forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	2.308	2.422	2.499	2.448	2.474	2.602
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	0	0	0	0	30	0
Kortfristede forpligtelser i alt	2.308	2.422	2.499	2.448	2.504	2.602
Forpligtelser i alt	4.612	4.116	4.053	4.190	4.588	4.739
Passiver i alt	7.106	6.635	6.422	6.382	6.736	6.613

Overstående figur er udarbejdet ud fra Arlas årsrapporter for 2014 til 2019.

Arlas aktiver for 2015-2019					
Aktiver:	2019	2018	2017	2016	2015
Langfristede aktiver:					
Immaterielle aktiver	935	849	818	849	832
Materielle aktiver	2.509	2.260	2.261	2.384	2.428
Kapitalandele i associerede virksomheder og joint ventures	454	420	418	434	433
Kapitalandele i Joint ventures	0	27	52	51	53
Udskudt skat	37	37	59	69	68
Pensionsaktiver	10	2	0	0	0
Øvrige langfristede aktiver	27	30	26	23	25
Langfristede aktiver i alt	3.970	3.624	3.633	3.809	3.839
Kortfristede aktiver:	2.019	2.018	2.017	2.016	2.015
Varebeholdinger	1.083	1.100	1.038	979	998
Tilgodehavender fra salg	939	966	909	893	914
Afledte finansielle instrumenter	29	28	25	53	53
Aktuel skat	0	1	1	1	3
Øvrige tilgodehavender	247	218	202	212	226
Værdipapir	450	488	508	507	535
Likvider	153	105	88	77	76
Kortfristede aktiver i alt eksklusiv aktiver bestemt for salg	2.901	2.905	2.770	2.721	2.803
Aktiver bestemt for salg	0	0	0	30	34
Kortfristede aktiver i alt	2.901	2.905	2.770	2.751	2.836
Aktiver i alt	6.871	6.529	6.402	6.559	6.675

Arlas aktiver i gennemsnitstal i analyseperioden for 2015 til 2019¹³⁴.

¹³⁴ Arlas årsrapporter for 2014 til 2019.

Arlas passiver for 2015-2019					
Passiver:	2019	2018	2017	2016	2015
Egenkapital					
Kollektiv kapital	1.854	1.798	1.688	798	0
Individuel kapital	477	479	503	252	0
Andre egenkapitalkonti	-81	-83	-71	-33	0
Egenkapital eksklusiv foreslået efterbetaling til ejere	2.251	2.194	2.120	2.017	1.874
Foreslået efterbetaling til ejere	209	209	126	119	109
Egenkapital tilhørende Arla foods amba	2.459	2.402	2.245	2.135	1.982
Minoritetsinteresser	48	42	36	35	29
Egenkapital i alt	2.507	2.444	2.281	2.170	2.011
Forpligtelser:					
Langfristede forpligtelser:					
Pensionsforpligtelser	237	251	323	332	335
Hensatte forpligtelser	20	15	12	10	8
Udskudt skat	83	72	70	73	56
Lån	1.660	1.288	1.244	1.498	1.708
Øvrige langfristede forpligtelser	0	0	0	2	4
Langfristede forpligtelser i alt	1.999	1.624	1.648	1.913	2.111
Kortfristede forpligtelser:					
Lån	818	937	980	1.012	1.103
Leverandørgæld	1.164	1.134	1.047	957	948
Hensatte forpligtelser	10	11	12	16	19
Afledte finansielle instrumenter	86	86	128	163	182
Aktuel skat	5	8	15	12	7
Øvrige kortfristede forpligtelser	283	286	293	303	280
Kortfristede forpligtelser i alt eksklusiv forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	2.365	2.461	2.474	2.461	2.538
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	0	0	0	15	15
Kortfristede forpligtelser i alt	2.365	2.461	2.474	2.476	2.553
Forpligtelser i alt	4.364	4.085	4.122	4.389	4.664
Passiver i alt	6.871	6.529	6.402	6.559	6.675

Arlas passiver i gennemsnitstal for perioden 2015 til 2019.

9.3 Bilag 03 – Forecastperiode 2020 til 2025

Resultatopgørelse										
(Mio. EUR)	Resultat 2018	Resultat 2019	Budget 2020	Budget 2021	Budget 2022	Budget 2023	Budget 2024	Terminal 2025		
Omsætning	10.425	10.527	10.632	10.739	10.846	10.954	11.064	11.175	Vækst i %	1%
Produktionsomkostninger	-8.064	-8.015	-7.994	-8.074	-8.155	-8.237	-8.319	-8.402	% af omsætning	75,19%
Bruttoresultat	2.361	2.512	2.638	2.664	2.691	2.718	2.745	2.772		
Salgs- og distributionsomkostninger	-1.322	-1.342	-1.352	-1.365	-1.379	-1.393	-1.407	-1.421	% af omsætning	12,71%
Administrationsomkostninger	-376	-342	-364	-368	-372	-375	-379	-383	% af omsætning	3,43%
Øvrige driftsindtægter	118	39	65	66	66	67	68	68	% af omsætning	0,61%
Øvrige driftsomkostninger	-43	-64	-52	-53	-53	-54	-54	-55	% af omsætning	0,49%
Gevinst ved salg af virksomhed	0	0	0	0	0	0	0	0		
Andel af resultat efter skat i joint ventures og	29	34	0	0	0	0	0	0		
Resultat før renter, afskrivninger og skat (EBITDA)	767	837	934	944	953	963	972	982		
Specifikation:										
Resultat før renter, skat og afskrivninger (EBITDA)	767	837	934	944	953	963	972	982		
Gevinst ved salg af virksomhed	0	0	0	0	0	0	0	0		
Af- og nedskrivninger	-363	-431	-454	-478	-500	-521	-540	-558		
Resultat før renter og skat (EBIT)	404	406	480	466	453	442	433	425		
<i>EBIT-maglin uden ventures og ass. Virksomheder</i>	3,60%	3,53%	4,52%	4,34%	4,18%	4,03%	3,91%	3,80%		
Finansielle indtægter	2	10	0	0	0	0	0	0		
Finansielle omkostninger	-64	-69	-84	-85	-86	-87	-87	-88	Effektiv rente	3%
Resultat før skat (EBT)	342	347	396	381	367	355	345	336		
Skat	-41	-24	-50	-48	-46	-44	-43	-42	Effektiv skattesats	12,50%
Årets resultat	301	323	347	333	321	311	302	294		
Minoritetsinteresser	-11	-12	-13	-12	-12	-12	-11	-11	Minoritetsandele	4%
Arla Foods amba's andel af årets resultat	290	311	334	321	309	299	291	283		

Balance										
AKTIVER	Resultat 2018	Resultat 2019	Budget 2020	Budget 2021	Budget 2022	Budget 2023	Budget 2024	Terminal 2025		
Aktiver:										
Langfristede aktiver:										
Immaterielle aktiver	887	982	1049	1112	1172	1230	1286	1340		
Materielle aktiver	2.308	2.710	2873	3021	3157	3282	3396	3503		
Udskudt skat	30	43	37	37	38	38	39	39	% af omsætning	0,35%
Pensionsaktiver	4	16	10	10	10	10	11	11	% af omsætning	0,10%
Øvrige langfristede aktiver	29	24	27	27	27	28	28	28	% af omsætning	0,25%
Langfristede aktiver i alt	3.258	3.775	3.996	4.208	4.405	4.588	4.760	4.920		
Kortfristede aktiver:										
Varebeholdinger	1.074	1.092	1.074	1.085	1.096	1.107	1.118	1.129		
Tilgodehavender fra salg	989	889	959	968	978	988	998	1.008		
Afledte finansielle instrumenter	37	20	29	29	30	30	30	30	% af omsætning	0,27%
Aktuel skat	0	0	0	0	0	0	0	0	% af omsætning	0,00%
Øvrige tilgodehavender	254	240	251	253	256	258	261	264	% af omsætning	2,36%
Værdipapir	465	435	457	461	466	471	475	480	% af omsætning	4,30%
Likvider	119	187	125	118	121	132	151	177		
Kortfristede aktiver i alt	2.938	2.863	2.894	2.915	2.946	2.985	3.033	3.088		
Aktiver i alt	6.196	6.638	6.890	7.123	7.351	7.573	7.792	8.008		

Egenkapital:											
Kollektiv kapital	1.375	1.426	1.556	1.682	1.803	1.919	2.033	2.144	Politik (2/3) efter udbetaling		
Individuel kapital	456	498	563	626	686	745	801	857	Politik (1/3) efter udbetaling		
Andre egenkapitalkonti	-89	-72	-81	-81	-81	-81	-81	-81	Gennemsnit af 2018/19		
Egenkapital eksklusiv foreslået efterbetaling til ejere	1.742	1.852	2.039	2.227	2.408	2.584	2.754	2.920			
Foreslået efterbetaling til ejere	290	127	136	131	126	122	119	116	Efterbetaling forho	41%	
Egenkapital tilhørende Arla foods amba	2.032	1.979	2.175	2.358	2.535	2.706	2.873	3.036			
Minoritetsinteresser	48	47	52	56	60	64	68	72	Minoritetsandele	2%	
Egenkapital i alt	2.080	2.026	2.227	2.414	2.595	2.770	2.941	3.107			
Forpligtelser:											
Langfristede forpligtelser:											
Pensionsforpligtelser	224	249	240	242	245	247	250	252	% af omsætning	2,26%	
Hensatte forpligtelser	17	23	20	20	21	21	21	21	% af omsætning	0,19%	
Udskudt skat	84	81	84	85	85	86	87	88	% af omsætning	0,79%	
Lån	1.369	1.951	1971	1990	2010	2030	2051	2071	% af omsætning	18,53%	
Øvrige langfristede forpligtelser	0	0	0	0	0	0	0	0	% af omsætning	0,00%	
Langfristede forpligtelser i alt	1.694	2.304	2.315	2.338	2.361	2.385	2.408	2.433			
Kortfristede forpligtelser:											
Lån	860	776	830	839	847	856	864	873	% af omsætning	7,81%	
Leverandørgæld	1.169	1.158	1.128	1.140	1.151	1.163	1.174	1.186			
Hensatte forpligtelser	11	9	10	10	10	10	11	11	% af omsætning	0,10%	
Afledte finansielle instrumenter	85	86	87	88	89	89	90	91	% af omsætning	0,82%	
Aktuel skat	5	5	5	5	5	5	5	5	% af omsætning	0,05%	
Øvrige kortfristede forpligtelser	292	274	287	290	293	296	299	302	% af omsætning	2,70%	
Kortfristede forpligtelser i alt	2.422	2.308	2.348	2.372	2.395	2.419	2.443	2.468			
Forpligtelser i alt	4.116	4.612	4.663	4.709	4.756	4.804	4.852	4.900			
Passiver i alt	6.196	6.638	6.890	7.123	7.351	7.574	7.793	8.008			
Kontrol	0	0	0	0	0	0	0	0			
WCR	932	859	904	914	923	932	941	951			
Ændring i WCR		-74	46	9	9	9	9	9			
Gearing	2,98	3,28	3,09	2,95	2,83	2,73	2,65	2,58			
Resultatandel	2,78%	2,95%	3,14%	2,99%	2,85%	2,73%	2,63%	2,53%			