

gebruiken voor de rapportage. Als we de recent gepubliceerde cijfers van Heineken in het Deense ROIC-raamwerk gieten, valt op dat het rendement van de Nederlanders achterblijft.

De Denen hebben op het oog vooral de afgelopen twee jaar een inhaalslag gemaakt. Hier is een eenvoudige verklaring voor: Carlsberg vertrok uit Rusland. De bezittingen in dat land staan nu te koop.

Een deel van de hoge ROIC (2022: 15,2 procent) wordt verklaard doordat de lage rendementen in Rusland (circa 3 procent) niet meer meetellen. Als we bij de berekening net doen alsof Rusland nog bijdraagt, dan

DE VERKLARING VOOR HET VERBETERDE RENDEMENT: CARLSBERG VERTROK UIT RUSLAND

is de verbetering iets minder indrukwekkend (zie donkerblauwe lijn in de bovenste grafiek). Maar ook in dat geval heeft Carlsberg Heineken ingehaald.

HOGER RENDEMENT AZIË

De rapportage van Carlsberg maakt het ook mogelijk om na te gaan in welke regio's in de wereld het rendement het meest is verbeterd. Zo blijkt dat – los van de impact van Rusland – de regio Azië de belangrijkste aanjager van het hogere rendement van de Denen is (zie onderste grafiek).

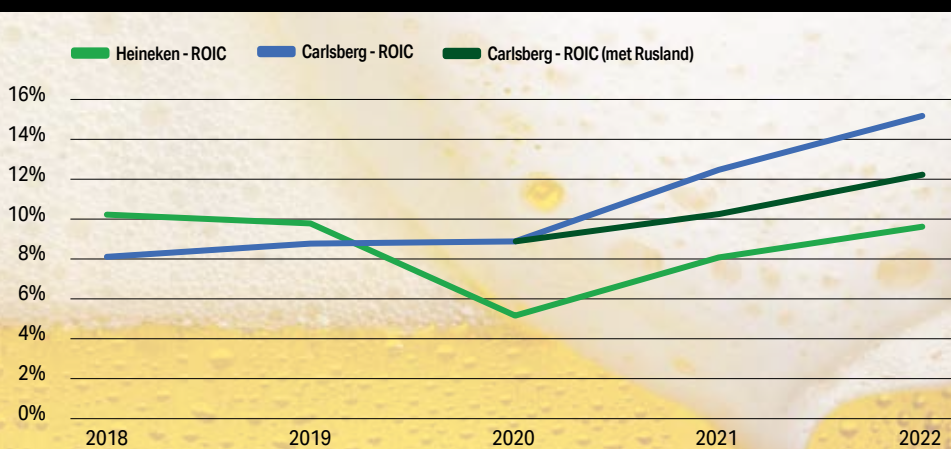
De verbetering van de ROIC in deze regio van 12 procent in 2018 naar 21 procent vorig jaar, draagt

dan ook meer dan de helft bij aan de ROIC-verbetering van het volledige concern.

De grote drie in bierland – AB InBev, Heineken en Carlsberg – hebben allemaal hun ogen gericht op Azië. De bevolking daar is relatief jong, heeft steeds meer te besteden en trekt naar grote steden waar een (duur) premium-biertje geliefd is.

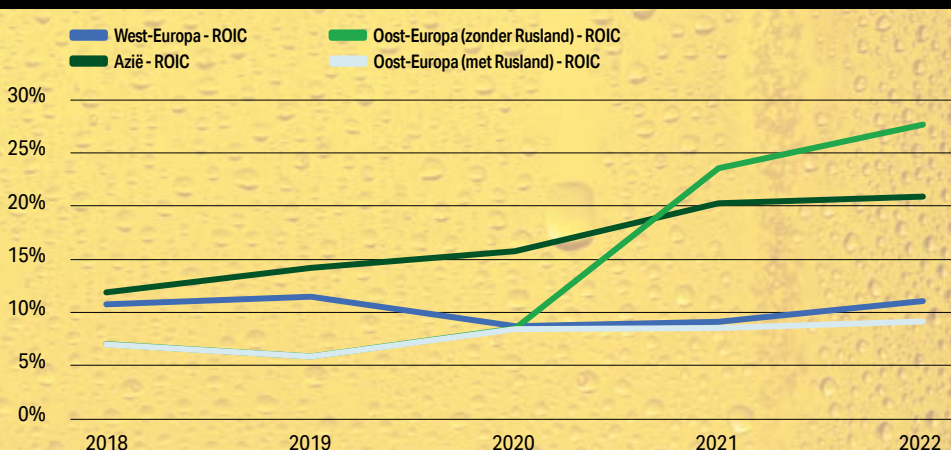
Toch lijkt vooral Carlsberg, en niet Heineken, te hebben geprofiteerd in Azië. Zo nam de (operationele) winst volgens de jaarcijfers van de Denen in de afgelopen vijf jaar veel sterker toe dan bij Heineken: 72 procent tegenover 31 procent.

CARLSBERG VAN ACHTERSTAND NAAR VOORLOPER



Bron: jaarverslagen Carlsberg, Heineken, berekening VEB, donkerblauw aanpassing Rusland.

AZIATISCH SUCCES CARLSBERG DUWT ROIC OP GROEPSNIVEAU OMHOOG



Bron: jaarverslagen Carlsberg, berekening VEB.

NIET ALLEEN WINSTGEVENDER

De hogere winsten uit Azië zijn de belangrijkste motor achter de bescheiden verbetering van de operationele winstmarge van Carlsberg, van minder dan 15 procent naar boven de 16 procent in de afgelopen vijf jaar. Ook de afgenomen belastingdruk droeg bij aan een hogere ROIC van de Denen.

Toch is dat slechts een deel van het verhaal. De ROIC ging namelijk sneller omhoog dan de winstgevendheid.

Kortom: Carlsberg ging ook de geïnvesteerde middelen efficiënter inzetten: het kapitaalbeslag – met en zonder Rusland – verbeterde. Die verbetering blijkt vooral te komen doordat Carlsberg leveranciers later is gaan betalen; het werkkapitaal nam daardoor af. Dit zorgde voor een 5,7 miljard Deense kronen lager kapitaalbeslag, op 62 miljard kronen aan geïnvesteerd kapitaal.

De stijging van de ROIC heeft Carlsberg dus bereikt door de winstgevendheid en kapitaalefficiëntie te verbeteren. Het Deense succes is niet onopgemerkt gebleven bij beleggers. Het aandeel Carlsberg steeg in de afgelopen vijf jaar 56 procent, terwijl dat bij Heineken slechts 19 procent was. Er is dus werk aan de winkel voor het concern uit Amsterdam.