

VÆRDIANSÆTTELSE AF HARBOES BRYGGERI A/S

AFGANGSPROJEKT HD. 2 DEL.
REGNSKAB OG ØKONOMISTYRING

AALBORG UNIVERSITET

07. MAJ 2022

VEJLEDER: NIELS SANDALGAARD

MORTEN VESTBO – STUDIENR 20 20 23 80

CHRIS STOKHOLM – STUDIENR 20 20 63 95

SØREN BOJE NIELSEN – STUDIENR 20 20 23 78

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
1.1 Problemfelt	7
1.2 Problemformulering.....	8
1.3 Metode & kildekritik	9
1.4 Afgrænsning	10
1.5 Projektstruktur	11
1.6 Definitioner.....	11
2. Virksomhedsprofil	12
2.1 Historie	12
2.2 Hovedmarkeder	12
2.3 Strategi og brand.....	13
2.4 Ejerstruktur	13
3. Strategisk Analyse	15
3.1 Indledning, strategisk analyse.....	15
3.2 PESTEL	15
3.2.1 Analyse.....	15
3.2.2 Kritik af modellen	22
3.2.3 Delkonklusion PESTEL	22
3.3 Porters Five Forces	23
3.3.1 Analyse.....	24
3.3.2 Kritik af modellen	31
3.3.3 Delkonklusion på Porters Five Forces	31
3.4 Ansoff's vækstmatrice	32
3.4.1 Analyse.....	33
3.4.2 Kritik af modellen	35

3.4.3	Delkonklusion Ansoff's vækstmatrice	36
3.5	Porters værdikæde	36
3.5.1	Analyse.....	37
3.5.2	Kritik af værdikædeanalysen.....	41
3.5.3	Delkonklusion på værdikædeanalysen	42
3.6	SWOT	43
3.6.1	Styrker	44
3.6.2	Svagheder	44
3.6.3	Muligheder	44
3.6.4	Trusler	45
4.	Regnskabsanalyse	46
4.1	Korrektioner til regnskabstal	46
4.2	Nøgletalsanalyse	49
4.2.1	Gearing.....	51
4.2.2	Sammensætning af WCR	54
4.2.3	Cash to cash period	57
4.2.4	Frit Cash flow	59
4.3	Konkurrentanalyse.....	61
4.4	Delkonklusion regnskabsanalyse.....	64
5	Budgettering.....	67
5.1	Introduktion til budgettering af Harboe.....	67
5.2	Budgetteret salgsvækst fordelt på Harboes hovedmarkeder.....	68
5.3	Budgettering omkostninger	71
5.4	Budgettering EBIT%	73
5.5	Budgettering renter og SKAT.....	73
5.6	Budget Capex	74

5.7	Budgettering af WCR	76
6	Værdiansættelse	77
6.1	Introduktion til afsnittet	77
6.2	Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S	77
6.2.1	WACC – Weighted Average Cost of Capital.....	77
6.2.2	FCF	80
6.2.3	Terminalværdien	81
6.2.4	DCF-modellen	82
6.2.5	Følsomhedsanalyse.....	84
6.2.6	Sammenligning af den teoretiske værdi med den aktuelle børsværdi.....	86
6.3	Delkonklusion værdiansættelse	87
7	Konklusion	88
8	Litteraturliste.....	90
9	Bilag.....	94
	Bilag 1 – Salget af alkohol omregnet til liter:	94
	Bilag 2 – 10-årig dansk statsobligation, nationalbanken:.....	94
	Bilag 3 – 10 årig dansk statsobligation, Danmarks statistik:.....	95
	Bilag 4 – Damodaran Debt/Equity og Beta koefficient	95
	Bilag 5 – Inflationsprocent siden 2011 i Danmark.....	95
	Bilag 6 – Børskursen pr. 29.04.21 (Børsen.dk)	96
	Bilag 7 – WACC beregning.....	96
	Bilag 8 – Konkurrenceformer	97
	Bilag 9 – Budgetteret resultatopgørelse.....	97

Abstract

The purpose of this project is to give an estimated valuation of the danish operated firm Harboes Bryggeri A/S as of April the 30th 2021. To get a valid and true valuation of the company, the project will use the Discounted Cash Flow model. The estimated valuation of the project will then be subject to comparison with the actual stock market value. The purpose of this project is to answer the following question: Is the Harboes Bryggeri A/S's stock price, as of April the 30th 2021, over- or underestimated, based on the company's financial position and growth opportunities?

Furthermore, the project will examine the company's current position in the market, and which growth opportunities, and threats that lies in the market. As a result of the strategic analysis, it can be concluded that the brewery industry is in a growth stage, and the markets within the industry consist of expansive opportunities for Harboes Bryggeri A/S. However, the regional as well as the global consumer trends in the markets must be taken into consideration, and the prior brewery industry isn't as we've formerly known, with great shifts in the consumer preferences, which now relies more on specialized brewed beverages and sugar- and alcohol-free products. Harboes Bryggeri A/S is following the markets evolution closely, and is constantly adapting to the consumer's needs, in cooperation with its supply chain associates.

The financial statement analysis is based on the company's annual reports. The project will focus on the last 5 financial years. The financial statements shows that the last 5 financial years has different and fluctuating financial results. Most of the years has resulted in deficits which naturally has affected the key figures negative. Furthermore, the analysis compares Harboes Bryggeri A/S's earnings after tax with their largest competitors in the market, which shows that the company's current evolution is the opposite of the current market, which clearly is in growth as reflected in the projects strategic analysis, as well as the evolution seen in the opposing breweries in the industry.

The estimated valuation of Harboes Bryggeri A/S will be calculated using the earlier mentioned discounted cash flow model. The DCF model is based on a budget period. The projects budget is made on behalf of the foundation laid with the preparation made within the strategic, as well as the financial statement analysis. The budget thus predict growth, not only because of the former mentioned analysis', but also due to Harboes Bryggeri A/S's investment-strategy. The

result of the DCF-analysis has resulted in an estimated stock value of DKK. 163,25, which is significantly higher than the stock value as of April 30th 2021, with a value of DKK. 74,00.

The projects general verdict is, that the brewery industry is in growth, and Harboes Bryggeri A/S definitely has the opportunity to follow the concluded market development. The company has benefits on the international markets, where the brand already is established and familiar to the consumers, which in combination with the current growth in the market most likely will result in a positive outcome for Harboes Bryggeri A/S.

1. Indledning

Harboes Bryggeri A/S er et af Danmarks ældste bryggerier. Det hele startede i Skælskør, hvor fundamentet blev grundlagt i 1883. Brødrene Jørgen & Adolph Harboe startede deres drøm med at åbne et bryggeri "Harboe & Lotzs Bryggeri" i Adelgade 20, Skælskør (Harboe.com, 2022).

Bryggeriet blev stiftet i samarbejde med Jørgen Lotz, som var lokal købmand, med formålet om at forsyne lokalbeboerne med velmagende øl (Harboe.com, 2022). Dette blev det første lille skridt, på en indtil videre næsten 140 år lange rejse. 125 år efter bryggeriets oprindelse i Skælskør, rundede virksomheden 1 milliard danske kroner i omsætning.



Billede 1 - Oprindelig bryggeri Skælskør, 1883 (Harboe.com, 2022)

Virksomheden har siden starten været ejet af Harboe familien og i dag er det 6. generation der driver og leder virksomheden (Harboe.com, 2022). Virksomheden har i næsten 40 år været ledet af Bernhard Grieser som direktør, en post han trådte ud af i 2019, for at give roret videre til hans datter Karina, mens Bernhard fortsatte som del bestyrelsen (Berlingske.dk, 2019). Karina holdt ikke længe på posten grundet "strategiske uenigheder" og blev i 2019 erstattet af Søren Malling som er gift med Vibeke Grieser Malling, hvor bestyrelsesformanden også trådte fra og Bernhard Grieser tog over (Finans.dk, 2019). Bernhard Grieser og hans kone Kirsten ejer i dag 5-10% af aktierne, mens deres 3 børn Karina, Pernille og Vibeke ejer hhv. 3,40-3,45% hver. (stemmeandel på 16,90% hver). Derudover ejer virksomheden 30% af egne aktier (HB årsrapport 2020/21, s. 30).

Harboes Bryggeri A/S er en virksomhed bygget på stærke værdier, der danner grundlag for alt ageren i virksomheden. De har passion for deres arbejde og bestræber sig altid efter, at opnå de bedste resultater. Det er samtidigt essentielt, at disse resultater bliver skabt med respekt for hinanden og ikke mindst det samfundsmæssige ansvar. Harboes Bryggeri A/S' mission lægger vægt på udvidelse af nuværende aktiviteter samt fokus på egne brands i udvalgte markeder. Virksomhedens mission og strategi, tager udgangspunkt i nedenstående vision, som over de kommende år skal danne grundlaget for, at sikre en yderligere prioritering af forbrugere, samt brands, på udvalgte markeder.

Vi har hjertet med, og vi brænder for at skabe de bedste produkter til vores kunder. Med agilitet, innovation og ansvarlighed skaber vi bæredygtig værdi (Harboe.com, 2022).

1.1 Problemfelt

Harboes Bryggeri A/S har etableret sit brand, og er velkendt i Danmark for deres produkter indenfor drikkevarer. Sammenholdt med øvrige virksomheder i den danske bryggeribranche, vil man dog nævne konkurrenter som Carlsberg A/S eller Royal Unibrew A/S som de helt store spillere på markedet. Den danske bryggeribranche har været påvirket af COVID-19 epidemien og de medfølgende restriktioner heraf. Virksomheden har dog på baggrund heraf været i stand til at levere et fornuftigt salg i perioder, hvor branchen var hårdt påvirket af samfundets restriktioner (HB årsrapport 2020/21, s. 4-9).

Harboes Bryggeri A/S har derfor lagt et solidt fundament på bryggerimarkedet, og kigger nu fremad med fokus på vækstmuligheder både i Danmark men også internationalt. Virksomhedens omsætning i Beverages faldt med 3%, hovedsageligt grundet lavere omsætning på eksportmarkedet (HB årsrapport 2020/21, s. 7). Nu hvor der forekommer en tendens til mindre COVID-19 restriktioner i flere lande, kan der forekomme nogle attraktive markedsmuligheder for virksomheden.

Virksomheden har, som nævnt i indledningen, en utraditionel ejerstruktur, og ejer 30% af egne aktier hvilket er et særligt tilfælde for en børsnoteret virksomhed, set i sammenhold med f.eks. Royal Unibrew A/S og Carlsberg A/S. I efteråret 2019 opstod der uenighed i virksomhedens ledelse vedr. deres strategiske handlingsplan, hvilket medførte en udskiftning i direktionen. Dette medførte en del omtale, og skabte uro såvel som usikkerhed ved virksomhedens samarbejdspartnere, kunder og investorer.

Kan Harboes Bryggeri A/S formå at bygge videre på deres etableret fundament på det danske, såvel som det udenlandske bryggerimarked og gribe de vækstmuligheder som opstår i de kommende år? Eller skaber virksomhedens ekstraordinære ejerstruktur, sammenholdt med konkurrenterne på markedet, fortsat udfordringer for virksomhedens rolle og strategiske planer på markedet?

Problemstillingen ønsker at undersøge, hvorvidt Harboes Bryggeri A/S' værdi på aktiemarkedet er retvisende, og stemmer overens med en teoretisk værdiansættelse af virksomheden, på baggrund af den ekstraordinære ledelsessammensætning og historien herved.

1.2 Problemformulering

Projektet vil undersøge om den teoretiske værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S' stemmer overens med den aktuelle børsværdi pr. 30.04.21 på DKK 74,00. Er virksomhedens aktiekurs over- eller undervurderet, på baggrund af virksomhedens finansielle stilling samt vækstmuligheder?

Ovenstående problemformulering vil blive forsøgt besvaret via nedenstående spørgsmål.

Strategisk analyse

- Hvilken placering har Harboes Bryggeri A/S' i den danske bryggeribranche?
- Hvilke interne og eksterne forhold har indflydelse på Harboes Bryggeri A/S strategi og udvikling?
- Hvad er Harboes Bryggeri A/S' fremtidige vækstpotentiale?

Regnskabsanalyse

- Hvordan har Harboes Bryggeri A/S' Regnskabs- og nøgletal udviklet sig de seneste 5 år?
- Hvordan præsterer Harboes Bryggeri i forhold til den øvrige konkurrence i branchen?

Værdiansættelse

- Hvad er den estimeret beregnet værdi af Harboes Bryggeri A/S pr. 30.04.21?
- Forekommer der overensstemmelse mellem den faktiske og den beregnede aktiekurs?

1.3 Metode & kildekritik

I det følgende afsnit vil projektets anvendelse af kilder og empiri blive beskrevet og gennemgået for deres pålidelighed og relevans for opgaven. Til besvarelsen af den strategiske analyse vil der blive anvendt teorier og modeller fra undervisningen på HD studiet og dette vil hovedsageligt blive underbygget med sekundære kilder, hvor der er brugt flest kvalitative kilder. Dette vil være PESTEL og Porters Five Forces til den eksterne analyse. Disse vil blive besvaret ud fra Harboes årsrapporter, samt internet kilder i form af SKAT.dk, Danmarks statistik og Bryggeriforeningens hjemmesider. Disse kilder bruges sammen med årsrapporten til at understøtte udsagn om samfundsforhold, da Harboes årsrapport vil bære præg af at Harboe gerne vil præsentere sig bedst muligt. SKAT og DST har ingen særlig interesse i Harboe, hvorfor de vurderes valide iht. at understøtte udsagn. Bryggeriforening vurderes ikke at have særlig interesse i Harboe, men vedrører branchen og vil evt. gerne fremstå så god som muligt for hele branchens vedkommende, hvorfor der kan forekomme en form for subjektivitet. Til den interne analyse er der udvalgt Porters værdikæde, samt Ansoff's vækstmatrice. Disse giver et godt billede af virksomhedens infrastruktur og hvilke elementer virksomheden i større grad selv kan influencere. Til at kunne lave analyserne, vil der blive anvendt Harboes årsrapport for 2020/21 samt Harboes hjemmeside. Dette gøres da disse kilder er dem med bedst indsigt i virksomheden. Det er dog kun interne kilder fra virksomheden, hvorfor der er risiko for bias i form af manglende objektivitet.

Til udarbejdelse af regnskabsanalysen anvendes Harboes årsrapporter for de seneste 6 år, da der skal bruges primo tal til det første år, så alle nøgletal indeholdende balancetal regnes ud fra gennemsnit. Dette er den kvantitative metode del. Tallene i årsrapporterne vurderes ikke nødvendige at have andre kilder på, da dette er primære kilder, samt at de alle er revideret af ekstern revisor, hvorfor sikkerhedsgraden af tallene er større, da der har været en ekstern part inde over tallene. Derudover vil der blive anvendt faglitteratur ift. at underbygge formel og sammenhængsforståelser. På baggrund af det strategiske arbejde og regnskabsanalysen vil der blive udarbejdet et budget for fremtiden. Dette budget anvendes til værdiansættelsen. Til værdiansættelsen er der anvendt teoretiske modeller fra HD studiet og lærebøger. Derudover vil værdierne blive fundet via data fra Damodaran, som er en finance professor fra USA. Disse data understøttes af eksterne kilder både lærebøger og internetkilder som sikrer validiteten af dataene. Det vurderes at der ikke er subjektivitet involveret i disse kvantitative data.

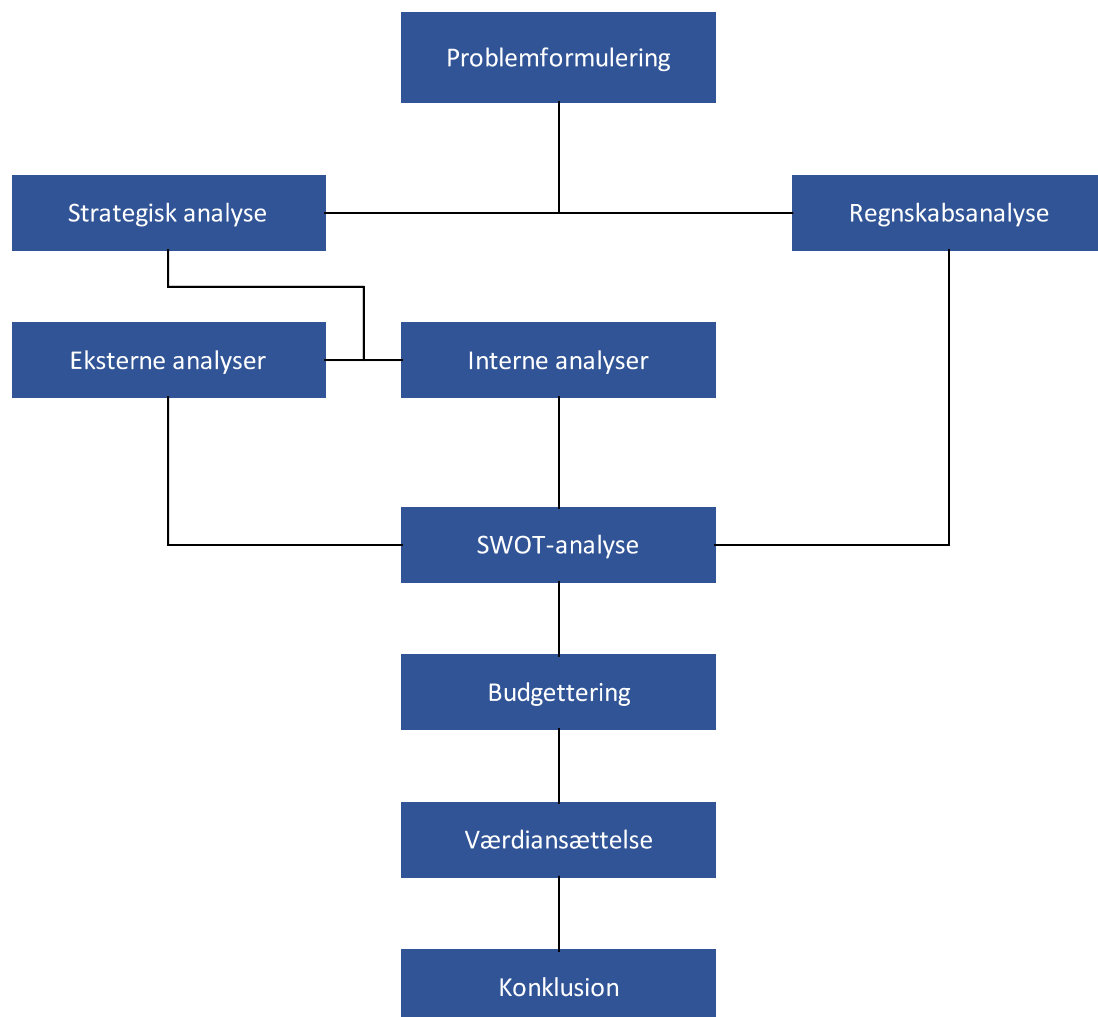
1.4 Afgrænsning

Ved regnskabsanalysen tages der udgangspunkt i de seneste 5 årsrapporter svarende til 2020/21, 2019/20, 2018/19, 2017/18 og 2016/17. Der afgrænses derfor fra årsrapporter for tidligere år. Den strategiske analyse afgrænses til de mest passende analyser. Hertil vurderes de interne analyser i form af Poters værdikæde samt Ansoff's vækstmatrix relevant. Til de eksterne analyser benyttes PESTEL samt Porters Five Forces. Opsamling på de strategiske såvel som regnskabsanalyse foretages i en SWOT-model. Da størstedelen af Harboes primære driftsaktivitet er på baggrund af salg af Beverages, tilsvarende 91% af omsætningen (HB årsrapport 2020/21, s. 7) er der valgt at afgrænse den strategiske analyse til dette marked.

Da virksomheden er børsnoteret, aflægges der løbende nyheder omkring selskabets drift, ledelse og lignende. Der afgrænses herfor indtil dato for aflevering af projektet.

1.5 Projektstruktur

Projektets struktur er opgjort i nedenstående figur 1.



Figur 1 - Projektstruktur (Egen tilvirkning)

1.6 Definitioner

Der vil løbende i projektet blive refereret til Harboes Bryggeri A/S, som enten Harboe, HB eller virksomheden.

Selskabsloven er anvendt og vil blive refereret til SEL.

2. Virksomhedsprofil

2.1 Historie

Historien om Harboe startede i Skælskør i 1883, hvor to brødre startede et lokalbryggeri til at forsyne samfundet med kvalitetsbevidst øl. Fundamentet der blev støbt i 1883, og det tilhørende lokalmiljø, spiller stadig en stor rolle hos Harboe koncernen og deres værdier. Harboes bryggeri i Danmark er fortsat placeret i Skælskør, og har igennem tiden gennemgået en massiv udvikling og effektivisering, med nye teknologiske løsninger og miljømæssige optimeringer (Harboe.com, 2022).

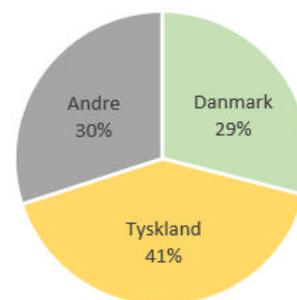
Det daværende Harboe & Lotzs Bryggeri påbegyndte moderniseringen af virksomheden i begyndelsen af 1900-tallet ved tilkøb og implementering af nye maskiner, som sparede både tid og ressourcer. I 1949, og efter flere generationsskifte i ejerkredsen, ændrede virksomheden navnet til Harboes Bryggeri A/S som vi kender det i dag. I 1957 blev virksomheden omdannet til et aktieselskab, fortsat med det originale familienavn ved roret. Siden da har Harboe væksten enormt, og omsatte for omkring mio. DKK 100 da virksomheden fyldte 100 år, og en massiv vækst 25 år senere på over mia. DKK 1. Virksomheden har igennem deres vækst skabt et velkendt brand både i Danmark men også internationalt.

2.2 Hovedmarkeder

Da Harboe for alvor trådte ind på de internationale markeder i slutningen af 1900-tallet, skete det på baggrund af en stærk position i det danske marked. Med Bear Beer, som er Harboes største internationale ølmærke (Harboe.com, 2022), hvilket var produktet der banede vejen for de fundamentale distributionsaftaler i Europa i 1980'erne, skabte Harboe for første gang deres navn i udlandet (Harboe.com, 2022).

Da Berlinmuren faldt i 1989, greb Harboes direktør Bernhard Giese for alvor chancen for ekspansion på det tyske marked. Tyskland var rent geografisk et oplagt marked til udvidelse, ikke kun grundet markedets størrelse, men efter murens fald var det også anset for at have højt potentiale. Harboe var en af de første danske bryggerivirksomheder, som rykkede ind på det tyske marked, og i 1991 var deres første bryggeri, udover det historiske fundament i Skælskør, Darguner Brauerei færdigt i det nordlige Tyskland.

Udviklingen i det tyske marked har siden da medført enorm vækst, og udgør ifølge Harboes seneste årsrapport ca. 41% af virksomhedens aktivitet indenfor drikkevarer, som udgør 91% af Harboe koncernens samlede nettoomsætning. (HB årsrapport 2020/21, s. 18)



Figur 2 - Fordeling af omsætning
beverage (HB årsrapport 2020/21)

Murens fald medførte også muligheder længere østpå, hvor Harboe købte sig ind i virksomheden AS Viru Ölu, hvilket var et historisk anerkendt bryggeri (Harboe.com, 2022). Som følge af gennembrydningen på de internationale markeder blev der indgået nye aftaler med kunder samt distributører for de kommende år, og herudover lanceret nye produkter i koncernen. Den internationale ekspansion i slutningen af 1900-tallet medførte dermed en høj vækst og var et fundamentalt skridt for Harboes rejse.

2.3 Strategi og brand

Harboes brand har i Danmark været forbundet med øl og læskedrikke til en fornuftig pris, sammenholdt med de større spillere på markedet som Carlsberg og Royal Unibrew. Ifølge daværende Harboe-direktør, Bernhard Giese, så er fundamentet for Harboe skabt i forbindelse med produktion af lavsprissøl til lavprissupermarkedet Netto (Berlingske.dk, 2005). Harboes discount image har siden da være genkendeligt, og definerende på markedet, men det er langt fra deres nuværende brand ifølge dem selv. Deres nuværende branding er mere fokuseret på fornyelse, samt god smag og høj kvalitet på deres produkter. Deres produktportefølje har også udviklet sig enormt, hvortil der er tilkommet specialøl og der er herigennem lagt mere vægt på kvalitet. Fokus er igennem tiden omdannet fra lavprisproduktet, til at følge trenden i markedet, og dermed ved innovation vinde større markedsandele ved, at skabe samt fastholde kunde-relationer.

2.4 Ejerstruktur

Det er ofte kutyme, at mindre selskaber er 100% familieejet. Det er dog et andet tilfælde ved større og børsnoterede selskaber. Harboes særlige ejerstruktur, som har været familieejet igennem generationer, påvirker også ledelsens opsætning. Harboe-familien ejer over 50% af

stemmerettighederne (Harboe.com, 2022) hvilket selvfølgelig medfører, at de i bund og grund bestemmer over bryggerikoncernen. Man kan undre sig, ved sådanne opsætning, om beslutningerne foretaget i ledelsen er upartiske, og har aktionærernes bedste intentioner i sigte, eller om ledelsen tilgodeser familiens ønsker og behov. Udover stemmemajoriteten tilhørende familien, så ejer Harboe stor andel af deres egne aktier, mellem 25-33,32% af deres egne aktier (Cvr.dk, 2022), samt tilhørende stemmerettigheder på 15-19,99%, hvilket anses som at være en stor og utraditionel andel på aktiemarkedet.

Ejerstrukturen i virksomheden har medført en del omtale i de sociale medier, dog især ved udskiftningen af Karina Harboe Laursen, som blot var på posten som direktør i 3 måneder. Hertil overtog Karinas far Bernhard Griese, den tidligere direktør i over 3 årtier, posten som bestyrelsesformand, og Karinas Svoger Søren Malling overtog posten som direktør. Med den ekstremt korte periode inden ledelsesskift skabte overgangen en del omtale, og det blev hertil meddelt, ifølge virksomhedens fondsbørsmeddelelse, som fremgår af nedenstående uddrag.

”Årsagen hertil er, at det ikke har været muligt at finde enighed om implementeringen af selskabets fremadrettede strategiske retning.” (HB selskabsmeddelelse nr. 10 - 2019-2020)

En strategisk uenighed var uden tvivl anset som en kontroversiel udmelding, på baggrund af den korte tid Karina havde ved roret. Harboes bestyrelse har dog siden fortsat været ej familieejet virksomhed, da der ikke er lavet yderligere ændringer i bestyrelsen på skrivende stund.

3. Strategisk Analyse

3.1 Indledning, strategisk analyse

I forbindelse med værdiansættelsen af Harboe, er der udarbejdet en strategisk analyse, som vil danne grundlaget for budgetteringen samt værdiansættelsen. Formålet med analysen er at fastsætte Harboe værdiskabende aktiviteter i deres forretningsmodel samt identificere de muligheder og trusler som der forekommer i virksomhedens marked. Den strategiske analyse er et vigtigt led i værdiansættelsen af virksomheden, da denne giver en forståelse af Harboes vækstmuligheder samt fleksibilitet i forhold til hvilke faktorer i omverdenen som vil få indflydelse for virksomheden. Den strategiske analyse består, af en PESTEL analyse, Porters Five Forces som brancheanalyse og Porters værdikæde samt Ansoff's væktmatrix til intern analyse af Harboes forretningsområder. I forbindelse med den strategiske analyse vil der afgrænses, som tidligere nævnt, til markedet for Harboes beverages. Dette er på baggrund af, at størstedelen af virksomhedens aktivitet, samt brand og image, er vedrørende deres drikkevarer.

3.2 PESTEL

Som omverdensanalyse på brancheniveau, hvilket er et fundamentalt skridt for enhver strategisk analyse, benyttes PESTEL modellen. PESTEL modellen belyser de samfundsmæssige kriterier, som Harboe skal forholde sig til.

3.2.1 Analyse

Politiske forhold:

Der er adskillige politiske forhold, som Harboe løbende skal forholde og tilpasse sig til. Bryggeribranchen er underlagt forskellige forhold og rammer, som påvirker flere elementer i deres daglige drift. Herunder er følgende faktorer nogle af de mest kendte, mens også at have større indflydelse, indenfor bryggeribranchen: skatter og afgifter, markedsføring af øl, salgstidspunkter og aldersgrænser.

Alkohol har altid været kendt som en stor del af dansk kultur, både i Danmark men også i udlandet. Der har dog som følge af COVID-19 epidemien været en negativ udvikling for de

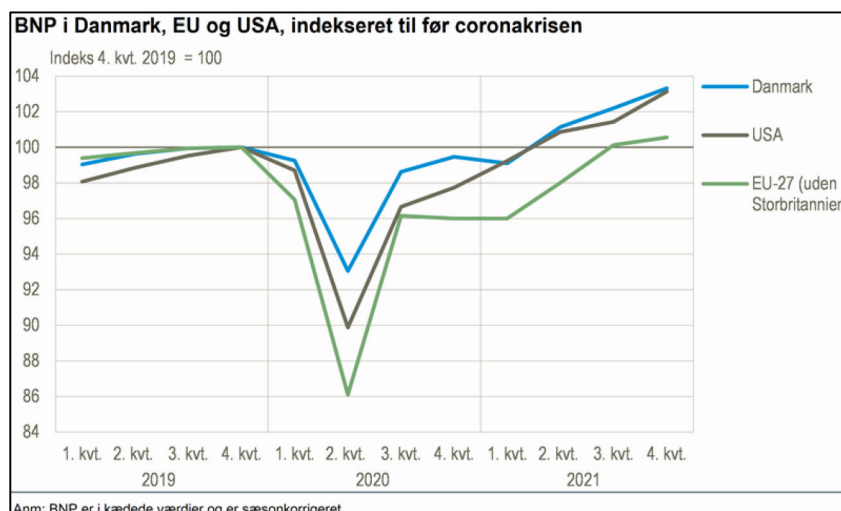
danske øl producenter, da forbruget af øl er faldet markant som følge af de mange restriktioner i samfundet. Endvidere er der de seneste år kommet et større fokus, ikke mindst på danskernes ølforbrug, men også på folkesundheden i Danmark. Bryggeribranchen har derfor i de seneste år stået overfor en del større udfordringer, som uden tvivl har påvirket selskaberne i branchen negativt. Dette kommer også til udtryk for Harboe (HB årsrapport 2019/20, s. 4) som erkender utilfredshed på baggrund af et usædvanligt turbulent år i 2019/20 årsrapporten. Bryggeribranchen er underlagt løbende reguleringer i forbindelse med afgifter ved salg af spiritus, heriblandt øvrige drikkevarer indeholdende alkohol, hvorved staten forsøger at påvirke, eller regulere, forbruget heraf. Alt efter afgiftssatsens størrelse, så vil dette påvirke salgspriserne på Harboes produkter til slutforbrugeren. I Danmark udgør afgiftssatsen DKK 48,74 pr. liter ren alkohol (Skat.dk, 2022). Satsen i Danmark er af relativ høj karakter sammenholdt med EU's minimumssats på EUR 1,87 (Europaen Commission, 2022), tilsvarende ca. DKK 13,91. En eventuel nedsættelse af ølafgiften til EU's minimumssats vurderes også at indebære et større samfundsøkonomisk tab, hvorfor en regulering på dette niveau vurderes urealistisk. Der kan dog foretages en mindre regulering, som der løbende har været indtil 2019. Her vil en evt. lavere afgift kunne medføre pris nedsætning, hvilket kan påvirke indbyggernes forbrugsvaner, og medføre forøget salg. Afgiften faldt i 2019 fra DKK 56,02 til den nuværende sats på DKK 48,74 (Bryggeriforeningen.dk, 2022) og der har siden da ikke været yderligere ændringer.

Markedsføring er også et afgørende element for Harboe. Der forekommer ikke større differentiering på produkterne i bryggeribranchen, hvor særligt smagen på produkterne har den største rolle. Derfor har markedsføringen en meget stor betydning, da det er her selskaberne for alvor kan differentiere sig fra konkurrenterne, og med det rette budskab for alvor kan skære igennem til forbrugerne. Der forekommer dog en del retningslinjer indenfor markedsføringen af alkoholiske drikkevarer, da disse ikke må målrettes til børn og unge under 18 år. Herudover er der i restaurationsbranchen samme retningslinjer, hvor man kan argumentere for, at Harboe ikke har en større rolle, og er dermed heller påvirket særligt heraf. Harboes primære marked er uden tvivl i detailbranchen, hvor lovgivningen er lidt mere lempelig sammenholdt med restaurationsbranchen. Sammenholdt med andre nordiske lande, er der forekomster med totalforbud i forhold til markedsføring for alkohol (AlkoholSamfund.dk, 2019). Hvis denne tendens også tilkommer Danmark, og i ledtog med det stigende fokus på folkesundheden, kan der forekomme ændringer som vil påvirke Harboes evne til eksponering negativt.

Økonomiske forhold:

De økonomiske forhold i samfundet har gennemgået en særpræget situation de seneste år, i forbindelse med påvirkningerne af COVID-19 epidemien. Dette har medført en økonomisk usikkerhed i markedet, da det er svært at opstille en konkret udvikling på sygdommen og dens fremtidige effekt på både det danske samfund, men også Harboes internationale markeder. Restriktionerne har været af forskellige arter, både i Danmark og i udlandet. Harboes aktivitet udenfor Danmark er stigende og med den igangværende epidemi, og den forskellige aktuelle påvirkning på virksomhedens markeder, anses dette for at være et risikofyldt marked (HB årsrapport 2019/20, s. 34). Selvom der er kommet mindre fokus, og mere tryghed i samfundet, angående COVID-19, er der stadig en usikkerhed om, hvorvidt pandemien kan have større indflydelse på samfundet i fremtiden. Dette medfører også, at Harboes vækstmuligheder er negativt påvirket, da det er svært at fastsætte markeders attraktivitet, og egentlig potentiale, med den globale usikkerhed COVID-19 allerede har medført, samt de mulige fremtidige trusler hermed. Restriktionerne som er tilkommet i forbindelse med pandemien verden over har i nogle tilfælde, i lighed med herhjemme i Danmark, medført nedlukning af samfund, forsamlingsforbud og lignende. Restriktionerne har uden tvivl haft påvirket Harboes afsætning negativt, da en stor del af virksomhedens produktportefølje også er tilknyttet socialt samvær, arrangementer og tilhørende.

BNP-udviklingen har også indflydelse stor på bryggeribranchen. BNP-udviklingen indikerer fortsat på stigning i 4. kvartal for 2021, hvilket fremkommer af nedenstående model. Det offentlige forbrug er steget i 2021 sammenholdt med tidligere år, hvilket har medført et vækstkøn for hele 2021 til 3.9% (Dst.dk, 2021). Der er også lignende tendens i udlandet, både i EU såvel som USA, som også forekommer af nedenstående graf.



Figur 3 – BNP i Danmark, EU & USA, 4. kv. 2021 (Dst.dk, 2021)

Den internationale vækst er selvfølgelig et godt tegn for Harboe, som har en stor del af deres aktivitet i udlandet. Men igen skal det nævnes, at COVID-19 har medført en usikkerhed i forbindelse med væksten i udlandet, hvilket også for alvor afspejles i ovenstående grafs udvikling, hvor der tydeligt fremkommer negativ påvirkning på Danmarks, såvel som USA og lande i EU. Der forekommer dog positive tegn for fremtiden med den nuværende udvikling, og med fortsat stigende sikring imod pandemien, både i form af vaccinationer, men også eventuel folkeimmunitet, kan der opholdes forhåbninger om et fremtidigt marked i sund vækst.

Da en stor del af Harboes aktivitet befinder sig på internationale markeder, kan der her medfølge en valutarisiko på flere af virksomhedens markeder. Virksomheden bestræber sig dog på, at salg og indkøb sker ved handel i EUR (HB årsrapport 2020/21, s. 28), hvortil valutarisikoen anses for at være formindsket. Harboes produkter er dog i flere lande, hvor EUR ikke er den pågældende valuta i landet, hvortil der tilhørende kan forekomme risici ved kurssving og økonomi i tilhørende lande.

Herudover har markedsmæssige udsving ved priserne på råvarer og hjælpematerialer en stor indflydelse på Harboe, da dette selvfølgelig vil medføre forøgede produktionsomkostninger. Et sted hvor Harboe for alvor kan differentiere sig fra konkurrenterne, er netop på deres priser på adskillige produkter, hvorfor denne trussel selvfølgelig kan være alvorlig. Dog vil bryggeribranchen som helhed være påvirket heraf. Risikoen kan dog formindskes en smule, som følge af et godt forhold til eksterne leverandører, hvilket kan medføre købsaftaler som strækker sig over en længere årrække.

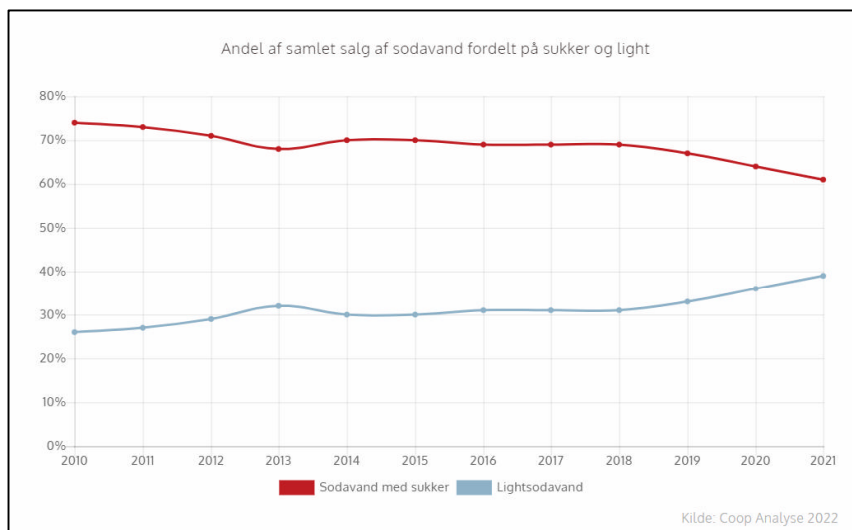
Sociokulturelle og demografiske forhold:

Som nævnt tidligere, er der fortsat et stigende fokus på velvære og folkesundhed i Danmark. Hertil følger forbrugsmønstrene også, da der er kommet mere fokus på lightprodukter, både indenfor læskedrikke men også alkoholiske drikkevarer, såvel som helt alkoholfrie produkter. Sundhedsstyrelsen udsender løbende opfordringer til alkoholforbrug, hvor størstedelen er i forsøg på at nedsætte alkoholforbruget som følge af de sundhedsmæssige konsekvenser der følger ved forbruget. Det fremgår endvidere af bilag 1 at salget af alkohol er faldende sammenholdt med tidligere år, hvilket Harboe også erkender i deres årsrapport (HB årsrapport 2020/21, s. 20). Der ses endvidere en tendens til, at der er sket en gradvis interessestigning vedrørende special- og alkoholfrie øl. Dette stemmer meget overens, med udviklingen og det nuværende fokus i samfundet, som hvor der både er fokus på kvalitetssikring til forbrugerne samt forøget fokus på sundhed. Dette er også tendensen som ses i nedenstående graf fra Bryggeriforeningen, hvor det tydeligvis er blevet mere aktuelt, at drikke alkoholfrie øl.



Figur 4 – Medlemmernes salg af alkoholfri øl (Bryggeriforeningen.dk, 2022)

Med det førnævnte fokus på sundhed er der også sket en markant ændring i forbrugernes vaner i forhold til sodavand. Som det ses af nedenstående graf, så har andelen af solgt sodavandsprodukter gennemgået en væsentlig ændring de seneste år, hvor lightprodukter årligt fortsat bliver mere populært sammenholdt med tidligere. Dette kan dog også ses som en mulighed for Harboe, da trenden kan medføre en større efterspørgsel på nye sukkerfrie produkter, og dermed forøge Harboes afsætning heraf, samt af nuværende produkter.



Figur 5 - Andel af samlet salg af sodavand fordelt på sukker og light (Coopanalyse.dk, 2022)

En anden udfordring, der kan være i de kulturelle forhold, er at brandforståelsen vedrørende Harboes produkter. I Danmark har Harboe længe været et velkendt mærke, men nævnes dog ikke i samvær med konkurrenter som Carlsberg eller Royal Unibrew, og opfattes i stedet som et alternativt lavprisprodukt hertil. Produkterne hos Harboe har desuden altid været i den billigere ende, sammenholdt med øvrige produkter i branchen, hvilket ikke er det bedste image at have, i forbindelse med det forøgede fokus på specialøl og øvrig produktkvalitet. Der kan dermed opstå udfordringer ved afsætningen af kvalitetssikret øl, herunder specifikt specialøl, på baggrund af priser samt brandopfattelsen hos forbrugerne. Harboes brand-forståelse afviger dog også fra deres nuværende mission, hvor kvalitet og bæredygtighed særligt er fokuspunkter.

Teknologiske forhold:

Den anvendte teknologi og metode, i bryggeribranchen i dag har differentieret sig meget sammenholdt fremgangsmetoden tidligere. Selvom selve brygningen og produktionen af Harboes produkter er baseret på gamle principper, har de teknologiske hjælpemidler effektiviseret processen enormt. Samfundet gennemgår en konstant teknologisk udvikling, hvor der hele tiden ses på optimering og digitalisering. Harboe har allerede stort fokus på omkostningsminimering (HB årsrapport 2020/21, s. 6), det er dog hertil ikke muligt at vurdere omfanget. Virksomheden kan ikke direkte påvirke deres omkostninger tilhørende råvarer for deres produktion, men de kan derimod påvirke effektivisering heraf igennem teknologiske løsninger, og derigennem fokusere på omkostningsminimering i selve produktionen. Ved en

effektiv optimering af Harboes arbejdsgange, kan virksomheden få bedre kapacitetsudnyttelse, hvilket også vil medføre yderligere besparelse på omkostninger. Det skal dog altid tages i betragtning, at større ændringer, eller implementeringer, i interne arbejdsgange har større iværksættelsesomkostninger.

Effektivisering af Harboes arbejdsgange kan medføre formindsket energiforbrug, hvilket også klart vil have en positiv effekt hos forbrugerne i markedet, da energibesparing og miljøbevaring dagligt bliver mere aktuelt. Det vil derfor alene ikke være omkostningseffektivt, men dermed også forbedre Harboes konkurrencedygtighed i markedet.

Miljømæssige forhold:

Fokus på en miljøvenlig tilværelse og grønne tiltag bliver løbende mere relevant. Der er stigende interesse for en mere bæredygtig tilgang til dagligdagen, hvilket uden tvivl påvirker en virksomhed af Harboes størrelse, hvor CO₂ udledning, energiforbrug samt emballageforbrug i virksomheden belaster miljøet. Harboe har konstant fokus på ressourceanvendelse og effektivitet (Harboe.com, 2022), hvilket er en faktor i enhver investeringsbeslutning.

Brygning af øl medfører miljøbelastning, hvilket medfører krav for en virksomhed på Harboes størrelse. Virksomheden er påkrævet jf. årsregnskabsloven § 99a at redegøre for deres samfundsmæssige ansvar, herunder hensynet til miljø- og klimamæssige forhold. Herudover er Harboe også underlagt CSR rapportering, hvori der forekommer en mere dybdegående redegørelse omkring deres tiltag vedr. samfundsansvaret der ligger hos virksomheden (Harboe.com, 2020). Målsætningerne for fremtiden er herunder et formindsket energiforbrug, bedre ressourceanvendelse samt bæredygtige produktemballager. Den rette tilgang til bæredygtighed er en enormt vigtig faktor, både hos myndigheder, investorer, samarbejdspartnere, kunder samt forbrugere. Harboe skal derfor følge trenden i markedet, og fortsat være innovativ ift. ressourcebesparelse, da dette uden tvivl forbedrer deres konkurrencemæssige situation.

Lovgivningsmæssige forhold:

De lovgivningsmæssige forhold hænger sammen med de øvrige faktorer i PESTEL-analysen, hvor især de politiske forhold har en stor indflydelse. Harboe er som nævnt underlagt

lovgivninger og bestemmelser i forhold til afgifter, miljømæssigt ansvar og markedsføring. Herudover er en virksomhed af denne størrelse også underlagt flere love både vedrørende økonomisk rapportering men også interne arbejdsgange relaterende hertil.

Som nævnt har markedsføringsloven stor indflydelse på Harboe, da dette er den primære mulighed for at promovere deres produkter til slutforbrugerne i markedet. Aldersgrænsen for køb af alkohol også et meget kritisk område for virksomheden. Herudover foregår en stor del af Harboes aktivitet i udlandet, hvorfor der forekommer lovningsmæssige forhold fra flere lande i verden, som der løbende skal tages stilling til, i forhold til import af virksomhedens beverages.

3.2.2 Kritik af modellen

PESTEL analysen benyttes som en omverdens analyse, med samfundet som omdrejningspunkt, hvilket fungerer relativt godt. Modellen er god til at sætte virksomhedens nuværende situation i et godt perspektiv, med forskellige synsvinkler ift. branchen, udviklingen i markedet samt virksomheden som helhed. Modellen giver dog kun et øjebliksbillede, og skal løbende ajourføres for at følge tendenserne og udviklingen i markedet.

Bryggeribranchen er konstant påvirket, blandt andet af politiske bestemmelser, lovgivninger og lign., og derfor kan modellen give et mere kortsigtet udgangspunkt. Modellen kan desuden være besværlig at udarbejde optimalt, da omverdens modeller forudsætter at man har en relativ dybdegående viden omkring de forskellige faktorer, for at udarbejde en nyttig og omfattende analyse. Det er også vigtigt i forbindelse med analysen at vurdere, hvilken type af PEST analyse der benyttes. Der kan både benyttes PEST, men også PESTEL, STEEPLE eller andre kombinationer.

I denne branche er brug af PESTEL analysen nyttig, da miljø og lovgivning er væsentlige faktorer for virksomhedens branche. Hertil har modellen været god, til at opridse fokuspunkter for virksomheden.

3.2.3 Delkonklusion PESTEL

Ovenstående PESTEL-analyse har belyst de mest væsentlige forhold fra omverdenen, som har betydelig indflydelse for Harboe, og det kan dermed konkluderes at både virksomheden, såvel som bryggeribranchen som helhed, vil blive påvirket af forholdene i den fjerne omverden.

De politiske og lovgivningsmæssige forhold er om nogen afhængige af hinanden, begge områder spiller en stor rolle i Harboes daglige gang, samt deres fremtidige udvikling. Hertil er udmeldinger fra sundhedsministeriet, samt aldersgrænsen for indtagelse af alkohol, meget væsentlig for virksomheden. Hvis Danmark følger trenden, som forekommer i øvrige nordiske lande, med totalforbud imod markedsføring af alkohol, så vil dette selvfølgelig også medføre store udfordringer for virksomheden.

Den økonomiske udvikling i samfundet får også enorm betydning for Harboe. Den nuværende inflation, og fortsat stigende BNP efter COVID-19 epidemien, afspejler et dansk marked i vækst hvilket derfor ser yderst attraktivt ud. Hertil befinder uvisheden om pandemiens fortsatte gang, og videre indflydelse, på samfundet og dens økonomi. Der forekommer en vis usikkerhed, da der som nævnt ikke kan defineres en bestemt udviklingskurve for sygdommen og dens varianter.

Det stigende fokus på sundhed og folkevelvære vil også få indflydelse på virksomhedens fremtidige produktudvikling og afsætning da alkoholfrie øl, såvel som sukkerfrie produkter, fortsat er stigende i popularitet. Herudover vil klimaændringerne også udgøre en stor udfordring i branchen, da de stigende krav og forventninger hos eksterne parter fortsat vil forhøjes. Der vil blive lagt et endnu større pres på bryggeribranchen, deres energibesparing og CO₂ udledning, hvilket kan medføre yderligere udviklings- og effektiviseringsomkostninger.

3.3 Porters Five Forces

Bryggeribranchens konkurrencestyrke og deres medindflydelse på virksomhedens evne til at skabe værdi, kan defineres ved hjælp af Michael Porters Five Forces 5 markeds kræfter. De 5 markeds kræfter består af Truslen fra nye udbydere, Konkurrence fra substituerende produkter, Køberens- og Leverandørens forhandlingsstyrke samt Konkurrence i branchen. Desto mindre Harboe er påvirket af de 5 markeds kræfter, desto større mulighed har Harboe for at skabe værdi i fremtiden.

3.3.1 Analyse

Truslen fra potentielle indtrængere:

Konkurrencesituationen på bryggerimarkedet kendetegnes ved oligopolistisk konkurrence hvor der er få store og mange mindre konkurrenter (Bilag 8). Bryggeribranchen er kendetegnet ved fuldkommen konkurrence med et højt udviklingsniveau. Forbrugerne forventer hele tiden nye produkter og i takt med faldende nettoomsætninger og højere produktionsomkostninger (Berlingske.dk, 2022) antages det, at bryggeribranchen befinder sig i normal profit, hvilket også sandsynligvis vil være tilfældet i fremtiden, da konkurrencen er hård globalt set.

De stigende produktionsomkostninger kan allokeres direkte videre til hhv. råvarer og produktionsanlæg, som er bryggerifirmaernes største omkostninger ifm. bryggen af øl, det antages at produktionsanlæggene er relative selvkørende. Bryggeribranchen er kendetegnet ved at være specielt kapitaltung, da en stor og moderne produktion kræver store investeringer i hhv. produktionsanlæg, knowhow ifm. nytænkning af nye produkter samt de teknologiske udfordringer der følger med i denne proces, for ikke at tale om stordriftsfordelene, for virksomheder der ekspanderer til nye lande med allerede eksisterende produktporteføljer.

Da bryggeribranchen er kapitaltung og er i fuldkommen konkurrence uden markedsfordele, lige udover fortsat stor efterspørgsel på øl fra forbrugerne, må bryggeribranchen kendetegnes ved at have en høj ind- og exitbarriere, som mest af alt holder større trusler væk, da det ganske enkelt er for økonomisk risikofyldt at gå all in i en branche hvor der allerede er store etableret aktører.

Konkurrence fra substituerende produkter:

Substituerende produkter kendetegnes ved at være andre produktkategorier og nye markeder udover de allerede kendte markedsdefinitioner som på nuværende tidspunkt stiller forbrugernes behov. Harboes aktiviteter kendetegnes primært ved deres store sortiment af øl i de forskellige sæsoner med alt fra juleøl til påske øl. Derudover har Harboe et forholdsvis bredt sortiment af produkter indenfor vin, spiritus og diverse læskedrikke (Harboe.com, 2022), hvorfor Harboes trussel fra substituerende produkter er begrænset. Bryggeribranchen er en moden branche, med store og erfarende aktører, der gennem flere årtier har opbygget knowhow i alle deres arbejdsprocesser. Det vurderes derfor at truslen fra nye substitueret produkter er relativ lav, da

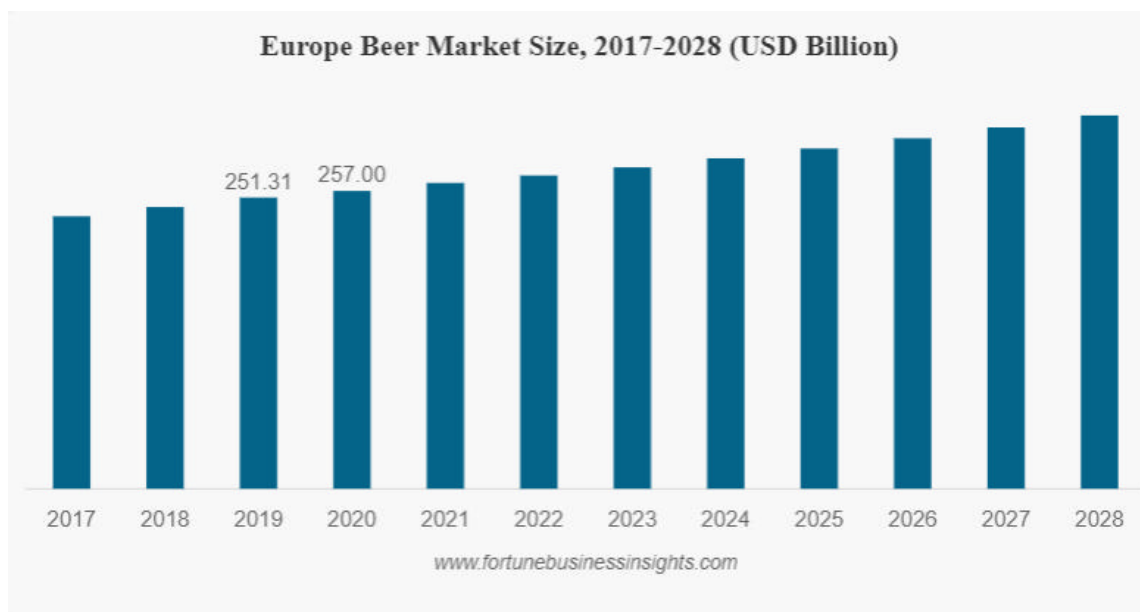
de forskellige producenter ofte har fingeren på pulsen, og indgående kendskab til hvad deres nærmeste konkurrenter går og pusler med.

Der hvor de enkelte virksomheder kan skille sig ud i forhold til deres konkurrenter, er i deres tilgang til produktionen, jo mere innovative og nytænkende de er i forhold til nye teknologier, vil medføre lavere omkostninger til produktionen, hvorfor der er tale om en reel trussel.

Harboe har et erklæret mål om at deres produktioner skal være innovative og ikke mindst efterleve den nyeste teknologi for at imødekomme højeste muligt effektivitet og derved skabe bedst mulig profit (HB årsrapport 2020/21, s. 10).

De substituerende produkter er underlagt hård konkurrence fra alle de konkurrerende virksomheder, hvilket primært skyldes at forbrugerne relativt omkostningsfrit kan skifte fra det ene brand til det andet dagen efter. Der er derfor fortsat en stigende konkurrence i bryggeribranchen fra substituerende produkter.

COVID-19 pandemien har haft en væsentlig påvirkning på den samlede bryggeribranche, som bl.a. medførte nedlukning af detailforretninger, restauranter og barer. Det vurderes at COVID-19 pandemien har ændret forbrugernes alkoholforbrugsmønstre, i takt med at der kom flere og flere sanktioner fra de forskellige regeringer. Derudover er det samlede ølsalg er svækket med 42% i Europa (Fortunebusinessinsights.com, 2022). Virksomhederne har derfor skulle være omstillingsparate med bl.a. salg af E-platforms mv. for ikke at lide store tab i nettoomsætning. Det er på trods af en relativ negativ udvikling i ølsalget under COVID-19 pandemien, ser fremtiden mere lys ud for bryggeribranchen, med en vækst på 3,68% i perioden frem til 2028, som fremgår af nedenstående figur 6.



Figur 6 - Europe Beer Market Size, 2017-2028 (Fortunebusinessinsights.com, 2022)

Køberens forhandlingsstyrke:

Købernes forhandlingsstyrke defineres ud fra flere parametre, som f.eks. forbrugernes organisering og deres struktur i markedet, samt den mængde de er villig til at aftage. Virksomhedens direkte kunder skal findes i detaildet, der bl.a. består af Salling Group med en årlig omsætning på mio. DKK 60.855 (Sallinggroup.com, 2022). Tilbage i 1980'erne, valgte Harboe at gå enegang i målet om at skabe en succes, de meldte sig ud af den Carlsberg domineret brancheforening, for at producere lavpris pilsner til Netto, der er ejet af Salling Group (Berlingske.dk, 2005). Netop dette samarbejde vurderer tidligere Harboe direktør har været udslagsgivende ift. virksomhedens succes. Et samarbejde i denne størrelsesorden, påvirker virksomhedens finansielle stilling på godt og ondt, der bliver automatisk genereret en stor årlig omsætning, hvilket understøtter hele virksomhedens identitet. Derudover kan det være særdeles udfordrende i forhandlingssituationerne, da virksomheden har en køber der aftager så store mængder. Kigger man f.eks. på cash to cash period, som fremgår af afsnit 4.2.3, der viser hvor lang perioden er fra likvider går ud og ind i kassen, er denne periode forholdsvis stabil på ca. 70 i gns. over de sidste 5 år. Derudover er det relevant at kigge på Average collection der udtrykker betalingstiden, da den kan have afgørende betydning for virksomhedens finansielle stilling. Som tidligere nævnt, kan det være udfordrende at have større kædeaftaler, da de vil ofte vil slå på 2 ting i en forhandlingssituation, 1. Prisen på produktet, 2. betalingstiden, for at

reducerer større pengebindender i varelageret. På trods af ovenstående, har det lykket Harboe at fastholde et stabilt niveau de sidste 5 år på ca. 70 dage.

Forbrugerne defineres som kunderne i detailbranchen, som betegnes for at være sidste led inden slutforbrugeren. Efterspørgslen på hvor meget og hvilket produkt bestemmes af den enkelte forbruger og ofte i detailforretningerne. Det er dog muligt at påvirke forbrugerne til at købe virksomhedens produkter, det er derfor essentielt for virksomheden at være i øjenhøjde med deres forbruger, og hele tiden være opdateret på nye trends i samfundet, og vigtigst af alt, markedsfører sig på dette.

Forbrugeren har meget lav risiko i markedet, hvorfor de kan skifte fra brands til brands uden de store omkostninger, forbrugeren har derved en meget lav loyalitetsførelse overfor den enkelte virksomhed. Der har f.eks. været stigende interesse for Premium øl blandt forbrugerne, Premium øl adskiller sig fra den almindelig pilsner ved, at den er undergæret og brygget ved 5-11% volumen (Fortunebusinessinsights.com, 2022). Ved Premium segmentet har virksomheden mulighed for at differentierer sig fra sine konkurrenter og derved skabe markedsfordele ved at have et unikt produkt.

Der har derudover været stigende interesse for bæredygtighed ifm. diverse klimadebatter, forbrugeren stiller større krav end tidligere, de ønsker ikke blot, en almindelig pilsner, de vil have Premium øl der er produceret bæredygtig og klimavenligt (Harboe.com, 2022).

Forbrugeren står relativt stærkt i markedet grundet deres lave økonomisk risiko og deres evne til hurtigt, at omstille sig fra brands til brands.

Leverandørernes forhandlingsstyrke:

Forhandlingsstyrken i bryggeribranchen mellem køberne og leverandørerne, er defineret som antallet af leverandører, produktets standardisering og adgangsforholdene til substitutter samt virksomhedernes økonomiske tilstand i forhold, til en fremadrettet vertikal integration hvor virksomheden på sigt, vil overtage dele af forsyningskæden.

Der findes ikke et totalt overblik over antallet af leverandører der forsyner bryggeribranchen med alt fra malt, humle, hvede, sukker og emballageproducenter. Det vurderes dog, at de aktuelle leverandører udelukkende har standardiseret varer, hvorfor de også kan lave monopollignende råvarepriser globalt set hvilket udfordrer mulighederne for at forhandle

skarpe råvarepriser. Aktuelt er verdensmarkedet hårdt presset grundet Ruslands invasion i Ukraine. Invasionen har medført kraftige stigninger i fødevarepriser afledt af stigende råvarepriser (Danskindustri.dk, 2022). De danske fødevarepriser ligger 5,8% over sidste års niveau, hvilket er den største stigning ét enkelt år, siden 1989.

Nettoprisindeks for fødevarer

Udviklingen for fødevarer siden 2015. Kilde: Danmarks Statistik



Figur 7 - Nettoprisindeks for fødevarer (Dst.dk, 2022)

Harboes egen produktion af maltektstrakt, er som de øvrige råvarer påvirket af den ubalance der er i verden grundet ovenstående invasion. Harboe har de seneste år, forsøgt at optimere og effektivisere deres egen drift, for at sikre dem imod større udsving som aktuelt (HB årsrapport 2020/21, s. 25). Det er endnu ukendt hvor stor en påvirkning invasionen får på Harboes egen produktion.

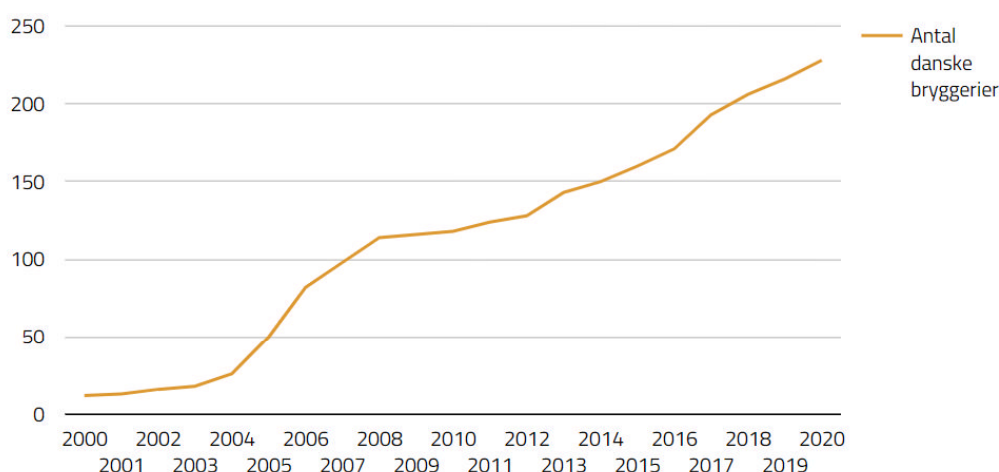
Der er tidligere nævnt, at Harboes forhandlingsstyrke overfor bl.a. Salling Group var begrænset, grundet aftalens omfang. Harboe har overfor deres leverandører under normale forudsætninger, bedre mulighed for at påvirke sådanne aftaler med råvarepriser og betalingstider. Det er essentielt, at Harboe har længst mulig betalingstid, da råvarerne først skal igennem en forarbejdningsproces før der er et færdigt produkt der kan sælges videre til detailledet. Netop betalingstiden fremgår af average payment period, som fremgår af afsnit 4.2.3, der i sin enkelthed udtrykker hvor langtid Harboe har til at betale deres leverandører efter ordrene er dannet. Her ses det, at udviklingen går den forkerte vej, set med Harboes briller. Hvor de tilbage

i 2016/17 havde ca. 72 dags kredit, har de i 2020/21 blot 43,15 dags kredit. Det vurderes at Harboe har forhandlet sig til bedre råvarepriser, mod en kortere betalingstid.

På baggrund af ovenstående beregninger vurderes det, at Harboe har korttidskontrakter med deres leverandører, hvilket gør dem særligt sårbare i den situation verden står i pt., med kraftig stigende råvarepriser. Samtidig er en af fordelene ved en korttidskontrakt, at du næsten altid få aktuel markedspris. Hvis de derimod havde langtidskontrakter med alle deres leverandører, ville de kunne nyde godt af, de stigende fødevarepriser, som blot ville blive konverteret til en merindtjening for dem.

Konkurrence i branchen:

Konkurrenterne i bryggeribranchen, spænder fra de helt små lokale mikrobryggerier til de store internationale bryggerier som f.eks. Carlsberg Group, der betegnes som, at være et af de største bryggerier globalt set målt på nettoomsætning, balancesum, og ikke mindst antallet af de markeder de er repræsenteret på. Der ses ofte at være forskellige strategiske overvejelser fra virksomhed til virksomhed. Harboe har siden start været omkostningsfokuseret, hvor en af deres styrker bl.a. var leveringen af lavprisøl til Netto, hvor andre konkurrenter bygger deres virksomhed op omkring allerede kendte brands på bekostning af en lavere fortjeneste. Nedenstående tabel illustrerer tydeligt, at konkurrencen i bryggeribranchen er stødt stigende, da der nystarter ca. 15 nye bryggerier årligt.

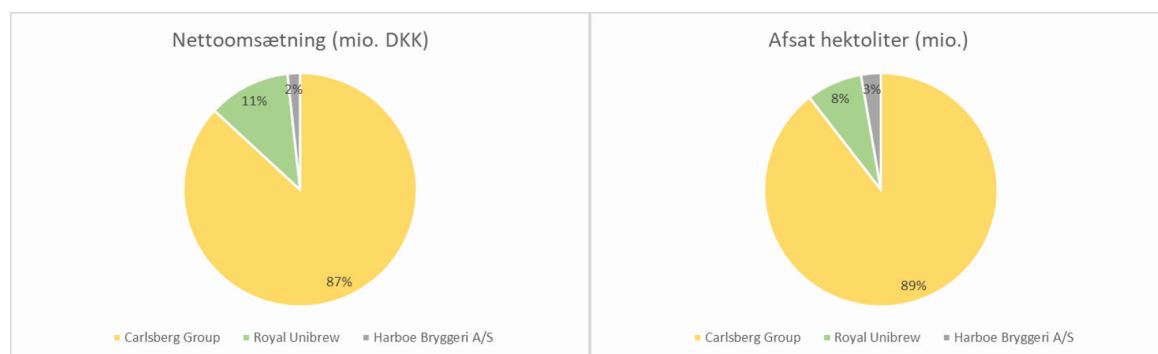


Figur 8 - Antal danske bryggerier (Bryggeriforeningen.dk, 2022)

Som tidligere nævnt er konkurrencesituationen på bryggerimarkedet kendetegnet ved oligopolitisk konkurrence hvor der er få store og mange mindre konkurrenter. Grundet konkurrencesituationen i branchen, vurderes det at de nystartede virksomheder er relative små bryggerier. De små virksomheder er også kendt som mikrobryggerier i daglig tale. Væksten på antallet af mikrobryggerier vil intensivere konkurrencen for mikrobryggerisegmentet. Da mikrobryggerierne står for en mindre andel af den samlede bryggeribranche set i forhold til de store internationale spiller som f.eks. Carlsberg Group, Harboe m.fl. har stigningen i antal bryggerier ikke den store relevans for Harboes position i branchen, hvorfor man kan konkludere at de mindre bryggerier ikke er direkte konkurrenter til Harboe.

Harboe er derimod i direkte konkurrence med Carlsberg Danmark A/S og Royal Unibrew A/S på det danske marked. Carlsberg Danmark A/S er en del af Carlsberg Group der er markedsleder på bryggerimarkedet globalt set. Carlsberg Danmark A/S anses for at være Harboes største konkurrent i Danmark. Nedenstående tabels formål er at give et overblik over hvordan Carlsberg Group, Royal Unibrew A/S og Harboe ligger i forhold til hinanden. Der er udvalgt nettoomsætning og afsat hektoliter i mio, som sammenligningsfaktorer.

Konkurrenceanalyse i 2021	Carlsberg Group	Royal Unibrew	Harboe Bryggeri A/S
Nettoomsætning mio dkk	66.634	8.746	1.328
Balancesum mio dkk	126.383	10.914	1.141
Afsat mio hektoliter	142,2	12,30	4,35



Figur 9 - Konkurrenceanalyse i 2021 (Egen tilvirkning)

Figur 11 illustrerer meget godt styrkeforholdene de 3 virksomheder imellem. Hvor Carlsberg Group indtager en klar 1. plads med Royal Unibrew på en efterfølgende 2. plads hvor Harboe ligger sidst i denne sammenligning. Harboe anses for at være en mindre spiller sammenholdt med Carlsberg Group. Netop denne størrelsesforskel vil være udslagsgivende i fastsættelse af

krav og øvrige betingelser overfor kunder og leverandører, da kunderne og leverandørerne blot vil gå et andet sted hen og få opfyldt deres behov.

3.3.2 Kritik af modellen

Porters Five Forces er en simpel model, som skaber et godt overblik over branchens mest væsentlige konkurrenceparametre, og hvad en virksomhed kan fokusere på. Porters Five Forces giver dog kun et statisk billede af virksomhedens position, hvorfor den kræver løbende opdatering for at forblive relevant. Herudover kan det være svært at vægte de 5 faktorer i modellen, især med et begrænset indblik i virksomhedens interne forretningsprocesser. Modellen er ikke universel, og tager kun højde for de 5 faktorer som der indgår, og hermed kan der risikere at mangle forhold som påvirker virksomheden væsentligt. Modellen kan dog delvis benyttes, til at give et indblik i branchens mulige udvikling.

3.3.3 Delkonklusion på Porters Five Forces

I forbindelse med den udarbejdede brancheanalyse, kan det konkluderes, at truslen for nye udbydere er aktuel. Truslen anses dog ikke for at være væsentlig for Harboe, idet der ofte er tale om mindre bryggerier, der er bedre kendt som mikrobryggerier, der er derfor ikke tale om faktiske konkurrenter. Det konkluderes at bryggeribranchen er meget omkostningstung, hvorfor risikoen for at der skulle komme større konkurrenter er begrænset. Konkurrencesituation på substituerende produkter anses for at være begrænset, da der ofte er tale om identiske produkter hos firmaerne imellem, med differentieret smag mv. Konkurrencesituation i branchen, anses for at være oligopolistisk konkurrence, med få store og mange mindre bryggerier. Bryggeribranchen er kendt for at have mange mindre bryggerier også kendt som mikrobryggerier, der starter op for relative få midler. Nogen får succes, og får skabt et unikt produkt, og sikre deres overlevelse på langsiget og evt. bliver opkøbt af en større konkurrent, det vurderes dog at hovedparten lukker ned igen, da driften er særdeles omkostningstung. Bryggeribranchen er derved kendt som en intensiv branche, der er præget af store aktører med relative store markedsandele.

Leverandørens forhandlingsstyrke afhænger af deres måde at påvirke branchen, jo mere de lykkes med at påvirke branchen, jo større forhandlingsstyrke har de overfor nuværende og

kommende leverandører. Harboe vurderes samlet at være et stærkt brand på deres repræsenteret markeder, på trods af dette, vurderes Harboes forhandlingsstyrke at være uvæsentlig samlet set i forhold til den samlet bryggeribranche, grundet kundernes og forbrugernes store fleksibilitet ift. øvrige konkurrenter og produkter.

3.4 Ansoff's vækstmatrice

Ansoff's vækstmatrice er en model der benyttes til at forbedre mulighederne for fremtidig vækst, som iscenesætter fokuspunkter for en virksomhed i et konkurrencepræget marked. Modellen er opdelt i 2 dimensioner: markeder og produkter. Modellen skaber et overskueligt overblik over faktorer som er afgørende for virksomhedens nuværende produkter, markeder og ideelle fremtidig vækst. Modellen anvendes, da Harboes nuværende position på markedet indebærer muligheder til fremtidig vækst, hvortil deres tilgang til deres produktportefølje og ageren på markedet kan være altafgørende for fremtidig vækst.

Ansoff's vækstmatrice		
	Nuværende produkter	Nye produkter
	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nuværende markeder	Styrke kommerciel platform i Danmark	Imødekomme forbrugernes efterspørgsel
	Fokus på egne brands og forøgelse i markedsandele	Økologiske, sukkerfrie og alkoholfrie produkter
	Målgruppe skal bruge produktet – opmærksomhed mod trends i samfundet	Kvalitetsbevidste produkter
		Lancere nye produkter i nuværende markeder
Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation
	Geografisk ekspansion og international vækst	Sjældent set
	Fokuserer på succesfulde produkter	Forsat fokus på innovation
	Udnytte eksisterende behov – øge forbrug	

Figur 10 - Ansoffs vækstmatrice (Egen tilvirkning)

3.4.1 Analyse

Markedspenetrering:

Harboes nuværende primærkunder er større aktører i detailhandel, specifikt i Danmark og Tyskland (HB årsrapport 2020/21, s. 12). En af Harboes primære strategier for fremtidig vækst er derfor på nuværende markeder, med nuværende produkter, at styrke opfattelsen af deres brand og image, som måske differentierer sig en del, fra den generelle opfattelse der eksempelvis forekommer her i Danmark. Brandet er igennem mange år forbundet med drikkevarer til en billig pris, ift. konkurrenterne, hvortil deres nuværende brand lægger fokus på kvaliteten på deres produkter. Harboe har igennem en forbrugeranalyse konstateret, at brandet i Danmark er af højt kendskab, hvorfor der hertil er potentiale for værdiforøgelse (HB årsrapport 2020/21, s. 11).

Harboe tilrettelægger både produktion, såvel som emballage og salgskoncepter, i samarbejde med deres kunder, for at målrette og imødekomme efterspørgsel på de nuværende trends som ses i forbrugermassen (HB årsrapport 2020/21, s. 12). De vil igennem mange års samarbejde med kunderne dermed sikre en bedre markedspenetrering, hvilket hertil skal medføre forøget indtjening og styrke opfattelsen af Harboe koncernens brand og produkter.

Produktudvikling:

Harboe skal fortsat se på trenden i markedet, og imødekomme forbrugernes efterspørgsel. Ifølge deres mission (Harboe.com, 2021) så lægger de fokus på innovation og kvalitetsbevidste produkter, hvilket også forbrugerne i markedet vægter højt.

Oversigt over regnskabsmæssig værdi på udviklingsprojekter					
t.DKK	2016/17	2017/2018	2018/19	2019/20	2020/21
Udviklingsprojekter	1.187	0	0	3.015	2.434
Igangværende udviklingsprojekter	43	3.842	6.435	0	0
Udviklingsprojekter i alt	1.230	3.842	6.435	3.015	2.434

Figur 11 – Regnskabsmæssig værdi på udviklingsprojekter (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående tabel, har der tidligere været samspil mellem Harboes strategi og regnskabsposten for udviklingsomkostninger. Udviklingsomkostninger er beskrevet i anvendt regnskabspraksis til at omhandle udviklingsprojekter vedrørende produkter og processer (HB årsrapport 2020/21, s. 55), hvilket de forinden COVID-19 krisen, og underskud i 2018/19 &

2019/20, vægtede højt, da de faktisk omsatte udviklingsprojekter som blev vurderet, til at have en faktisk værdi vil skabe fremtidig økonomisk gevinst for Harboe. Udvikling i likviditeten i de førnævnte år, har dog angiveligt haft indflydelse på virksomhedens udviklingsprojekter, og der forekommer dermed en mindre afvigelse i forhold til Harboes strategi. Virksomheden skal på baggrund af deres ”turn-around”, samt styrket fundament for fremtiden (HB årsrapport 2020/21, s. 5), fastholde udviklingen af egne produkter, for at kunne følge med trenden i markedet som ligger fokus på økologi samt sundhed, hvor lightprodukter fortsat stiger i efterspørgsel. Igennem præsentation af nye produkter i eksisterende markeder kan risikoen også nedsættes, fremfor eksponering i nye markedsandele. Fordelen ved udvikling i eksisterende markeder er, at forbrugerne allerede har stiftet et forhold og et bekendtskab med Harboe og virksomhedens produkter. Harboes har tidligere leveret gode internationale resultater, hvorfor dette ville være en oplagt platform at præsentere nye produkter på et allerede kendt marked.

Markedsudvikling:

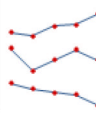
Igennem Harboes vækst på de internationale markeder skal der herigennem ses på muligheder for geografisk ekspansion, baseret på deres egne velfungerende produkter. Bear Beer er Harboes mest succesfulde ølvariant i udlandet (Harboe.com, 2022), hvilket har medført international anerkendelse hos kunder såvel som forbrugere. Ølmærket der fås i forskellige varianter, er allerede et veletableret mærke i hovedsageligt Sydamerika, Asien, Afrika og Mellemøsten. Der er ifølge årsrapporten gennemført nye samarbejdsaftale med internationale distributører, som har sikret afsætning hos detailkæder i både Australien og Ecuador (HB årsrapport 2020/21, s. 17). Harboe lægger stor fokus på samarbejde med detailmarkederne og deres hovedsagelige produkt-distributører, da disse har bedst lokalt markeds-kendskab. For at sikre en fortsat vækst, på baggrund af det seneste regnskabsår, vægter disse kunderelationer højt da dette kan nedbringe den fremtidige usikkerhed der kan medfølge, ved etablering på nye internationale markeder. Harboe kan derfor igennem deres velkendte brands øge forbruget hos kunderne i markedet. Behovet i markedet er relativt uændret, måske med en mindre efterspørgsel som en generel trend på alkoholiske drikke, men der vil fortsat være attraktive markedsandele tilhørende produktet.

Diversifikation:

Vækst gennem nye produkter på nye markeder er formentlig den mest risikofyldte vækststrategi i matricen. Hvis Harboe ikke allerede har en position på et givet marked, kan der opstå udfordringer i forbindelse med at skabe relation, samt relevante produkter til kunderne i markedet. Diversifikation ses sjældent i praksis, da der som udgangspunkt er større usikkerhed forbundet med international ekspansion på nye markeder.

Harboe har høj fokus på international vækst, samt innovation af produktportefølje, hvilket også vil være en god vækststrategi, da de tidligere har haft en større markedsandel på det internationale marked, end hvad de præsenterede i den seneste årsrapport.

Oversigt over nettoomsætning fordelt på lande					
t.DKK	2016/17	2017/2018	2018/19	2019/20	2020/21
Danmark	327.998	316.979	345.659	349.866	379.829
Tyskland	556.247	508.933	531.094	551.930	531.590
Øvrige lande	547.065	511.824	492.942	478.077	416.765
Nettoomsætning i alt	1.431.310	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184



Figur 12 - Oversigt over nettoomsætning fordelt på lande (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående tabel, så er virksomhedens samlede nettoomsætning faldet set over de seneste 5 år. Virksomhedens omsætning i Danmark er som modsætning steget i perioden, hvilket selvfølgelig er positivt da omsætningen i landet udgør en større del af nettoomsætningen, sammenholdt med øvrige lande. Dog er der også vækstmuligheder på de internationale markeder hvor omsætningen i Tyskland klart er Harboes største marked. Virksomhedens omsætning i øvrige lande er faldet markant set over den femårige periode, og det vil eventuelt være her, hvor virksomheden for alvor kan skabe vækst. Her vil der dog være fokus på markeder, hvor virksomheden allerede har stiftet kendskab og kunderelationer, hvorfor risikoen også ville være mindre.

3.4.2 Kritik af modellen

Ansoff's vækstmatrice bliver kritiseret for ikke at være objektiv nok, hvilket også er en gennemgående tendens ved interne analysemodeller. Dette medfører derfor subjektivitet i analysen, og dermed slutprodukt, hvilket selvfølgelig ikke er optimalt. Modellen er derfor altafhængig af brugerens objektivitet og valg af vækststrategi. Analysen er afhængig af hvem

der udarbejder den, og her kan der med fordel benyttes eksterne ressourcer eller assistance for at sikre en objektiv og brugbar analyse. Herudover vil analysens udbytte også være mere dybdegående, ved internt kendskab til virksomhedens arbejdsgange.

3.4.3 Delkonklusion Ansoff's vækstmatrice

Harboe har tidligere haft store markedsandele i udlandet, som også fremgår af figur 14 under diversifikation, hvorfor fornuftigt vækstpotentiale også ses heri. Årsagen til den negative udvikling kan blandt andet skyldes, at aktiviteten i Estland har resulteret i underskud de seneste år (HB årsrapport 2020/21, s. 40), hvilket har medført at afvikle aktiviteten i landet. Harboe har dog fortsat høj fokus på international vækst, men også innovation og udvikling, som de gennemgår i sammenhold med deres kunder for at bedst muligt tilpasse det tilhørende marked. Der har dog været en tendens, set ude fra deres årsrapporter, at udviklingsomkostninger er blevet nedprioriteret. Udviklingsomkostninger kan dog bestå af udvikling af produkter, såvel som øvrig effektivisering, hvorfor denne post kan være vanskelig at benytte til analyseformål, da man ikke får den komplette forståelse af posten. Da kunderne i de internationale markeder allerede har stiftet bekendtskab med Harboe, vil der derfor være mulighed for at generobre markedsandele og derigennem forøge afsætningen i de respektive lande. Strategien for den fremadrettede ageren på markedet skal dog fastlægges, da der kan forekomme eventuelle nedgange på enkelte markeder, som også er belyst tidligere. Udviklingen i det både det danske, såvel som det tyske marked ser dog fornuftig ud i seneste aflagte årsrapport, og selv med denne baggrund har Harboe fortsat fokus på vækst og brandopfattelse hos forbrugerne (HB årsrapport 2020/21, s. 22). Det kan derfor konkluderes, at Harboes primære vækststrategi ligger under produktudvikling, da der fortsat er højt fokus på at imødekomme markedets trends. Tidligere har den primære vækststrategi været markedsudvikling, for at etablere virksomheden og dens brand på nye markeder.

3.5 Porters værdikæde

Porters værdikæde er et analyseværktøj, den enkelte virksomhed kan benytte til at belyse hvilken produkter der skaber størst værdi for dens kunder. Det er derfor et essentielt værktøj, på vejen mod succes. Porters værdikæde tager højde for allerede kendte elementer og værdier i

organisationen, den giver et øjebliksbillede af virksomhedens værditilførsel, hvilket er Porters værdikædes helt klare styrke.

Porters værdikædeanalyse deler virksomhedens aktiviteter op i primære aktiviteter og støtte relaterede aktiviteter. De primære aktiviteter kendetegnes ved at være virksomhedens hovedaktiviteter, hvor de støtte relateret aktiviteter hovedformål er at sikre en integration og vigtigst af alt understøtte de primære aktiviteter.

3.5.1 Analyse

Indgående- og udgående logistik:

Indgående- og udgående logistik kendetegnes for at være, det in- og output virksomheden har ifm. dens daglige drift. Den indgående logistik omfatter varemottagelse af råvarer til fremtidig forarbejdning, der er tale om alt fra hvede, malt, sukker, diverse emballage mv. hvor den udgående logistik, er det færdige produkt til detailledet, det vurderes at Harboes primære salg sker gennem større kædeaftaler, hvorfor der også er tale om et konstant flow ud af lageret til detailledet.

Harboe udvælger deres råvarer gennem lokale og internationale leverandører, der efterlever deres krav til kvaliteten, leveringssikkerheden og på konkurrencedygtige vilkår. Harboes samarbejde med leverandørerne er ofte mangeårigt, og baseret på åben dialog omkring udvikling af råvarerne (HB årsrapport 2020/21, s. 10). Indkøbet sker ansvarligt, ved hjælp af konstant udvikling af indkøbsprocedurerne, der bliver i tæt samarbejde omhyggeligt udvalgt, hvilken råvarer der skal benyttes af leverandøren. Det er essentielt af Harboes leverandører efterlever deres code of conduct og ikke mindst deres etiske guidelines.

Logistikken er for Harboe en vigtig aktivitet, som produktionsvirksomheden er driften dybt afhænge af en velfungerende logistik. Logistikken af det færdige produkt betegnes for at være særdeles omkostningstung. For at imødekomme den omkostningstunge logistik, valgte Harboe bryggerier i 1991 at udvide deres forretning fra et bryggeri i Skælskør til endnu et bryggeri i Darguner Brauerei der er beliggende i den nordøstlige del af Tyskland (Harboe.com, 2022). Bryggeriet i Darguner skal være med til at sikre en stabil forsyningskæde og ikke mindst en omkostningsreduceret logistik. Derudover har Harboe som international virksomhed et samfundsansvar, ved at være bevist om sit CO₂ aftryk på samfundet i form af bæredygtig drift.

Harboe tager deres samfundsansvar seriøst, de laver årligt en CSR (Corporate Social Responsibility) rapport. CSR-rapporten kendetegnes for at være virksomhedens måde at integrere sociale hensyn i virksomheden mindset. Rapporten omhandler alt fra miljø og klima, mennesker, forbruger og forretningsetik. I nedenstående figur ses et uddrag fra CSR Rapporten, hvor Harboe har defineret et mål om, at sætte deres CO₂ aftryk, hvilket udmøntede sig i et projekt med fokus på reduktion af vandforbruget. Konklusionen på projektet blev etableringen af et energiledelsesteam, der skal have til formål at skabe en reduktion af vandforbruget. (HB årsrapport 2020/21, s. 14)

Uddrag fra CSR rapport 2020/21		
Mål	Initiativer	Fokus
Reduktion af CO ₂ -udledning	Igangsat et projekt mhp. Reduktion af vandforbrug	Etablering af energiledelsesteam

Figur 13 - Uddrag fra CSR rapport 2020/21 (Egen tilvirkning)

Produktionen:

Produktionen er omdrejningspunktet for hele virksomheden, det er her de indkøbte råvarer bliver forarbejdet til et færdigt produkt. Produktionen består af alle de relevante produkter og maskiner, der skal benyttes i forarbejdningsprocessen. Harboes to bryggerier i hhv. Danmark og Tyskland producerer drikkevarer og ingredienser til alle deres repræsenterede markeder. De investerer løbende i produktionerne for at sikre udviklingen og teknologien konstant er på sit højeste, det skal være med til sikre en høj kvalitet og effektiv drift (HB årsrapport 2020/21, s. 10). Derudover arbejder Harboe fokuseret med at forbedre deres kvalitets- og energiledelse dette sker bl.a. ved brug af CSR-rapporten, der skal være med til sikre, at Harboe efterlever FN 17 verdensmål. Harboe arbejder systematisk på at reducere spild og udledning og derved reducerer deres CO₂ aftryk. Derudover arbejdes der fokuseret med følgende områder sikkerhed, sundhed, arbejdsglæde og udviklingen af nye kompetencer.



Figur 14 - FN's 17 verdensmål (Verdensmaalene.dk, 2022)

Markedsføring og salg:

Salgs og markedsføringsomkostninger anses for at være betydelige poster i Harboes drift, eftersom det er de aktiviteter der skal motivere kunderne og forbrugerne til netop, at købe deres produkter ved hjælp af salgskampagner, reklamer og sponsoraftaler. Harboe brugte t.DKK 165.277 på salgs- og markedsføringsomkostninger i regnskabsåret 2020/21 hvilket er 12,44% af den samlede nettoomsætning (HB årsrapport 2020/21, s. 40). Harboe har siden 2008, været hovedsponsor for fodboldklubben FC Vestsjælland. Tilbage i 2013 indgik de den hidtil største aftale, med et navnesponsorat af FC Vestsjællands hjemmebane der kom til at hedde Harboe Arena Slagelse (Jv.dk, 2013). Sponsoratet med FC Vestsjælland sluttede brat tilbage i 2015, hvor klubben gik konkurs og Harboe med Bernhard Griesse i spidsen trak sig fra ejerkredsen (FødevarerWatch.dk, 2015). Salg og markedsføring er et essentielt omdrejningspunkt i virksomheden, der bl.a. også blev behandlet som et særskilt punkt af bestyrelsen på et ekstraordinært bestyrelsesmøde og igen på seneste strategidag af hele bestyrelsen (HB årsrapport 2020/21, s. 29).

Service efter salg:

Service efter salg skal bidrage med en værdiskabende adfærd der skal sikre at værdien på produkterne bliver opretholdt overfor eksisterende og nye kunder. Harboes kunder skal findes i diverse supermarkeds kæder og andre virksomheder i detailhandelen samt føde- og drikkevarevirksomheder. (HB årsrapport 2020/21, s. 10). Der er ingen servicegarantier og vedligeholdelseskrav som er kendt fra andre brancher, hvilket giver mulighed for udelukkende at fokusere på produktet. Harboe arbejder konstant på udviklingen af deres produktion for at kunne tilbyde bæredygtige produkter af en høj kvalitet til konkurrencedygtige priser.

Indkøb & forsyninger:

Indkøb og forsyningsrelateret poster omhandler alle de støtteaktiviteter der vedr. indkøb af råvarer og fremskaffelse fra de aktuelle leverandører. Ved årsskiftet 2021/22 vurderer Harboe at den kommercielle situation i verdensmarkedet fortsat ser udfordret ud grundet COVID-19 påvirkningen af markedets råvarepriser. Der er fortsat relative store udfordringer på bl.a. global mangel på containere og ikke mindst fragtkapacitet, der giver længere lead times og i visse situationer knaphed på råvarer og emballager mv. Harboe vurderer at det globale marked bliver normaliseret i løbet af 2022 (HB årsrapport 2020/21, s. 16).

Produkt- og teknologiudvikling:

Produkt- og teknologiudviklingsrelateret poster omhandler alle de støtteaktiviteter der skal være med til at sikre en effektiv og funktionel produktion. Det vil indbefatte alt fra forskning til udvikling af optimering af IT-processer mv. I Harboes forretningsmodel definerer de bl.a. vigtigheden af at tænke innovativt og kunne omsætte nye teknologier i den daglige drift, som et afgørende element i fortsat af kunne skabe vækst i fremtiden (HB årsrapport 2020/21, s. 10).

Menneskelige ressourcer:

De menneskelige ressourcer omhandler alle de støtteaktiviteter der opstår ifm. at have medarbejdere ansat, det spænder fra rekruttering, videreuddannelse, løbende motivering af de ansatte, aflønning af de ansatte mv. Harboe har ved udgangen af regnskabsåret 2020/21 517

ansatte, det er 43 færre end sidste år. Reduktionen kan henføres direkte til COVID-19 pandemien, som følge af reduktionen ses et fald i omkostninger i hhv. administrations- og distributionsomkostningerne. Det vurderes at reduktionen sker på baggrund af arbejdsprocesser der er blevet effektiviseret løbende. Produktionsomkostningerne er på niveau med sidste år, man kunne godt argumentere for, at de skulle være lavere, da afsætningen af antal hektoliter falder fra 4.625 mio. liter i 2019/20 til 4.351 mio. liter i 2020/21 (HB årsrapport 2020/21, s. 49).

Sygefraværet er et vigtigt emne for Harboe, der ifølge deres strategi, har en målsætning om at få bragt sygefraværet og ikke mindst antal af arbejdsskader ned. Det betaler sig at arbejde målrettet viser de nyeste tal fra 2020/21 årsrapporten, hvor Harboe har lykket sig med, at reducere deres samlede sygefravær fra 7,1% til 5,7% i 2020/21. Dette er bl.a. lykket ved tæt samarbejde med de ansatte, igennem trivselsundersøgelser og afledte optimeringsprojekter (HB årsrapport 2020/21, s. 11).

Virksomhedens infrastruktur:

Virksomhedens infrastruktur omhandler alle støtteaktiviteter i værdikæden. Virksomhedens infrastruktur anses for at være en overordnet paraply for den samlede organisering, planlægning, strategien og ledelsen af selve virksomheden. Harboes aktionærforhold differentierer sig fra mange øvrige børsnoteret virksomheder. Harboe er familieejet og har været det gennem flere generationer, hvor det tidligere har været forhenværende adm. direktør Bernhard Grieser, der har siddet på magten, er den i 2020/21 fordelt ud på flere hoveder, dog primært på Bernhard Griesers 3 børn, som har bestemmende indflydelse i form af deres stemmerettigheder (HB årsrapport 2020/21, s. 30).

3.5.2 Kritik af værdikædeanalysen

Porters værdikædeanalyse skaber et godt billede af virksomhedens aktuelle værditilførsel, dog bliver Porters værdikæde kritiseret for udelukkende kun at inddrage allerede kendte elementer og værdier, det vurderes derfor, at værdikædeanalysen er relativt fastlåst. Virksomheden skal derimod analysere på forhold udover de allerede kendte og kigge ind i hvilket evt. nye forretningsområder, der ville kunne være værdiskabende for virksomheden.

3.5.3 Delkonklusion på værdikædeanalysen

Harboe har implementeret deres værdikæde i samtlige arbejdsprocesser i hele virksomheden. De har bl.a. sikret implementering ved at samle deres fællesafdelinger under samme tag i det omfang der skaber bedst værdi for virksomheden. Denne øvelse skal sikre en ensartet måde at arbejde og tænke på og ikke mindst sikre at alle deres kompetencer bliver udnyttet bedst muligt. Følgende arbejdsprocesser varetages fra Danmark: markedsføring og salg, administration, produkt- og teknologisk-udvikling. Dette er for at skabe en rød tråd og ensartet måde at tænke på. Et eksempel på det modsatte er deres indkøbs- og salgsafdeling, hvor de øvrige afdelinger er samlet under samme tag i Skælskør, har virksomheden 2 indkøbschefer og 2 salgschefer, der varetager hhv. det danske og tyske marked, dette skal sikre, at lokalkendskabet bliver udnyttet bedst muligt, da der er relativ stor forskel på det danske og tyske marked. De enkelte chefer refererer alle sammen til COO Martin Schade (Harboe.com, 2022) der har hovedansvaret for den daglige drift i hele koncernen.

Ovenstående implementering af værdikæden sker bl.a. ved at fokusere på mulig teknologisk udvikling i driften så Harboe kan producere brygningen af øl og andre læskedrikke mest muligt effektivt, og derved øge deres bundlinjen år efter år. Produktkvaliteten er essentiel hos Harboe, der bliver derfor brugt mange ressourcer på produktudvikling løbende, dette sker igennem deres produkt og udviklingsafdeling, der skal sikre at produktkvaliteten som minimum bliver opretholdt, de skal derudover sikre, at produktionen sker så bæredygtigt og konkurrencedygtigt som overhovedet muligt.

Det konkluderes at Harboe er et stærkt brand på det danske og tyske marked, hvorfor deres konkurrenceevne er størst derpå. I de øvrige markeder kan det konkluderes, at Harboes konkurrencemæssige evne er relativt begrænset.

3.6 SWOT

SWOT-modellen anses for at være et særdeles godt analyseværktøj, til at opsummerer virksomhedens samlet konkurrencemæssige og ikke mindst ledelsesmæssige strategiske situationer. Modellen kendetegner sig specielt ved at kunne indeholde hhv. interne og eksterne faktorer i samme analyse. Det skaber et ekstraordinært godt overblik og den benyttes derfor ofte, som et afsluttende element i det strategiske arbejde. SWOT-modellen er opdelt i 4 kategorier som er styrker, svagheder, muligheder og trusler der har til formål at belyse både interne og eksterne faktorer i den enkelte virksomhed. Som ved øvrige modeller er der fordele og ulemper, har nævnes bl.a. som et kritikpunkt, at modellen er noget forenklet og utilstrækkelig som analysemetode. Fordelene er derimod, at den fungerer godt som opsamlingsværktøj på følgende interne og eksterne analysemodeller, PESTEL, Porters Five Forces, Porters Værdikæde og Ansoff's vækstmatrice.

Interne forhold	
Styrker:	Svagheder:
• Veletablerede og velkendte brands repræsenteret på flere markeder • Bred produktportefølje • Fokus på innovation og markedstilpasning • Tæt samarbejde med leverandører og kunder • Ledelsen	• Store konkurrenter • Har ikke den ønskede position på markedet • Ledelsen
Eksterne forhold	
Muligheder:	Trusler:
• Vækstmuligheder i markedet • Økonomisk og organisk vækst • Markedstrends	• COVID-19 usikkerhed • Markedstrends • Stigende konkurrence, råvarepriser mv. • Strammere lovgivning ift. markedsføring

Figur 15 - SWOT Analyse (Egen tilvirkning)

3.6.1 Styrker

Harboe er et veletableret og velkendt brand på deres repræsenteret markeder som nævnt i de interne analyser i afsnittene hhv. 2.4 og 2.5. Harboe har en bred produktportefølje med bl.a. deres klassiske almindelige Harboe Pilsner, Bear Beer, Darguner, X-Ray (Energidrikken). De har et konstant fokus på at være nytænkende og innovative i deres tankegang ift. produktudvikling af eksisterende og nye produkter for at tilpasse sig et hvert marked. Netop denne tilpasning sker igennem tæt samarbejde med hhv. kunder og leverandørerne og ved at konstant at have fingeren på pulsen ift. hvad kunderne efterspørger, kan de eksekvere på stort set alle produkter. Harboe er familieejet på 6. generation det er en stor markedsfordel at en relativ lille gruppe mennesker kan blive enige om nye tiltag mv., hvilket gør virksomheden fleksibel og hurtig regerende på nye trends.

3.6.2 Svagheder

Harboe er som nævnt i afsnit 3.1 et veletableret firma og et velkendt brand. I det samlede globale bryggerimarked vurderes Harboe at være en relativ lille aktør. Det vurderes derfor, at Harboe har mange store konkurrenter. På det danske marked er det primært Royal Unibrew A/S og Carlsberg Danmark A/S der er deres nærmeste konkurrenter. Harboe markeder har primært været Danmark og Tyskland samt en del andre lande, som er samlet under en paraply der kaldes øvrige lande. Det vurderes at Harboe har et uudnyttet markedspotentiale, de har tidligere været større i de øvrige lande målt på nettoomsætning. Som nævnt i afsnit 3.1 er Harboe familieejet, hvilket blev nævnt som en styrke, det kan modsætningsvis også være en svaghed, da ledelsen vil kunne risikere at tage forhastede beslutninger der ville være ugunstige for virksomheden, da det antages, at familiemedlemmerne tænker nogenlunde ens.

3.6.3 Muligheder

Harboe har som nævnt i afsnit 2.2 og 2.3, hele tiden fokus på produktudvikling og teknologisk udvikling, det skal være med til at skabe vækst i eksisterende markeder og nye markeder. Som nævnt er i 3.1 er Harboe familieejet, hvilket gør dem ekstremt omstillingsparate hvis der sker noget nyt i markedet i form af megatrends mv. Dette skal være med til at sikre at, Harboe kommer med på den stigende interesse der bl.a. er for alkoholfri øl og Premium øl mv.

3.6.4 Trusler

Harboe har på mirakuløsvis klaret sig igennem COVID-19 pandemien, uden at lide tab, har de leveret en nettoomsætning i 2020/21, på niveau med 2019/20. Det ændrer dog ikke på det faktum, at der fortsat er en vis usikkerhed omkring hele COVID-19 situationen. Derudover er der markedstrends som f.eks. folkesundhed mv. der kan spille ind ift. evt. nedgang i salg. Harboe er som nævnt i 3.2 i stigende konkurrence med bl.a. Royal Unibrew A/S og Carlsberg Danmark A/S, der alle har en målsætning om at levere det bedste produkt med den bedste indtjening, samt at indkøbe de bedste råvarer til forarbejdningsprocessen. Derudover vil Harboe kunne blive påvirket af nye lovgivninger mv. ift. strammere markedsføringspolitikker og strammere regler ifm. hvornår forbrugerne må købe alkohol mv.

4. Regnskabsanalyse

I det følgende afsnit vil der blive analyseret nærmere på Harboes regnskabstal med afsæt i Harboes seneste 5 års aflagte årsrapporter. Analysen vil blive lavet for de sidste 5 regnskabsår, da dette vurderes som det mest retvisende, da COVID-19 har påvirket de seneste 2 års regnskaber, hvorfor 3 år ville give et forkert billede af virksomhedens historiske udvikling. Analysen vil blive anvendt til at fastlægge Harboes udvikling de seneste år og deres nuværende finansielle stilling. Analysen giver derudover sammen med den strategiske analyse grundstenene for at kunne lave et budget for fremtidig drift, som skal anvendes til at regne værdiansættelsen. Ved gennemgang af regnskaberne for 2019/20 og 2020/21 er der konstateret forskelle mellem 2019/20 tallene. Der er valgt at arbejde med tallene for 2019/20 fra 2020/21 regnskabet, da dette er det nyeste regnskab, hvorfor det vurderes at ændringerne må være foretaget i sammenligningstallene, for at give et mere retvisende billede.

Harboe har regnskabsafslutning 30.04, hvorfor det seneste aflagte årsregnskab er for 2020/21. Der vil blive analyseret på virksomhedens Performance nøgletal i form af en af profitabilitetsanalyse. Derudover vil analysen undersøge virksomhedens gearing, finansiering og til sidst vil der kortvarigt blive berørt self-sustainable growth rate. Til udregning af analysen er der anvendt gennemsnitsbalancetal, da dette er vurderet til at være det mest retvisende da tallene skabes over hele året. Til brug for at lave udregningerne af nøgletallene er der udarbejdet en resultatopgørelse til analyseformål, samt et managerial balance sheet, i dette ligger også en specifikation af beregningen for arbejdskapitalen og netcapex. Udover regnskabsanalysen er der også lavet en sammenligningsanalyse på hvor Harboe ligger i ft. konkurrenterne på markedet. Til konkurrenceanalysen er der anvendt seneste aflagte årsregnskab for de valgte konkurrenter.

4.1 Korrektioner til regnskabstal

For at kunne lave analysen er der blevet ændret lidt i præsentationen af tallene i resultatopgørelsen. Afskrivningerne var fordelt på flere poster i resultatopgørelsen, hvorfor de ikke kunne ses direkte. Dette gjorde det svært at lave EBITDA tallet, da den blot ville springe direkte til EBIT. Derudover skulle afskrivningerne bruges til at regne udviklingen i netcapex, hvorfor det var en nødvendighed at have afskrivningerne vist særskilt. Dette er blevet gjort ud fra noten i regnskabet som viser hvordan afskrivningerne fordeler sig på de enkelte poster. Dette

er typisk note 8 (kan være enkelte rapporter hvor notenummeret afviger med +/- 1) i regnskaberne. Derefter er afskrivningsbeløbet fra noten trukket ud af den pågældende post og alle afskrivningsbeløbene er lagt sammen på en særskilt linje for afskrivninger i resultatopgørelsen. Derudover er der i 2020/21 en indtægt fra ophørende aktiviteter grundet et datterselskab i Estland som er ophørt og frasolgt, dette er ikke medtaget da det ikke er en normal drift for Harboe og vil give et forkert billede af året i henhold til de øvrige år i analyseperioden. Resultatet heraf er vist i en samlet post i resultatopgørelsen som er pillet ud og så reguleret over egenkapitalen.

Resultatopgørelse til analyseformål							
t. dkk	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	
Omsætning	1.376.466	1.431.310	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184	
- Vareforbrug	1.007.242	1.051.449	1.002.417	1.027.320	1.046.256	1.027.224	
Dækningsbidrag	369.224	379.861	335.319	342.375	333.617	300.960	
- Salgs- og distributionsomk.	183.873	205.590	193.351	197.783	203.548	153.647	
- Administrationsomk.	43.342	45.438	45.414	49.080	55.137	49.570	
+ Andre driftsindtægter	17.151	18.100	15.266	14.957	12.255	13.323	
- Andre driftsomkostninger	6.985	6.239	5.957	3.246	8.994	3.280	
EBITDA	152.175	140.694	105.863	107.223	78.193	107.786	
- Afskrivninger	90.963	90.630	95.725	112.250	104.856	97.760	
EBIT	61.212	50.064	10.138	-5.027	-26.663	10.026	
<i>EBIT%</i>	<i>4,45%</i>	<i>3,50%</i>	<i>0,76%</i>	<i>-0,37%</i>	<i>-1,93%</i>	<i>0,75%</i>	
- Nettofinansieringsomk.	10.112	4.681	5.633	5.313	5.429	6.783	
Resultat før skat (EBT)	51.100	45.383	4.505	-10.340	-32.092	3.243	
- Skat	16.461	13.916	4.271	2.577	-9.024	1.584	
Resultat efter skat (EAT)	34.639	31.467	234	-12.917	-23.068	1.659	
Payout ratio	0,00	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	
Retention rate	1,00	0,98	0,98	0,99	1,00	1,00	

Figur 16 - Resultatopgørelse til analyseformål (Egen tilvirkning)

I ovenstående figur er resultatopgørelsen til analyseformål præsenteret, hvor der er lavet et minidiagram i siden til at visualisere udviklingen i de forskellige poster. Minidiagrammet dækker kun over 2016/17 og frem, da det kun er de år der analyseres på. Den eneste grund til at 2015/16 er lavet er for at kunne lave gennemsnitsberegninger til nøgletallene. Her var det nødvendigt at have afskrivningerne for at regne Netcapex. Der er 5 prikker på grafen som hver repræsenterer et årstal og grafen skal læses fra venstre mod højre startende med 2016/17. Derudover ses også Harboes payout ratio og retention rate.

Managerial Balance sheet						
t. dkk	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Likvider	67.262,0	35.589,0	15.603,0	15.178,0	45.943,0	16.642,0
Arbejdskapital (WCR)	173.446,0	118.302,0	164.591,0	167.038,0	98.784,0	164.082,0
Anlægsaktiver	788.068,0	871.014,0	854.379,0	815.580,0	768.143,0	706.954,0
- Hensættelser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Invested capital	1.028.776,0	1.024.905,0	1.034.573,0	997.796,0	912.870,0	887.678,0
Kortfristet gæld (rentebærende)	21.019,0	20.472,0	66.093,0	81.527,0	16.262,0	16.199,0
Langfristet gæld (rentebærende)	270.836,0	245.762,0	217.572,0	208.484,0	222.848,0	191.687,0
Egenkapital	736.921,0	758.671,0	750.908,0	707.785,0	673.760,0	679.792,0
Egenkapital tilhør. Aktionærer	736.915,0	758.720,0	750.840,0	707.735,0	673.768,0	679.778,0
Egenkapital tilhør. Minoritetsint.	6,0	-49,0	68,0	50,0	-8,0	14,0
Capital Employed	1.028.776,0	1.024.905,0	1.034.573,0	997.796,0	912.870,0	887.678,0

Årets investeringer (Netcapex) 88.237,0 173.576,0 79.090,0 73.451,0 57.419,0 36.571,0

Spec af WCR	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
+ Debitorer	269.695	269.779	272.582	284.128	219.162	264.396
- Kreditorer	153.333	208.775	152.409	155.205	164.953	117.908
+ Lagre	164.581	169.411	149.976	160.524	174.504	144.726
+ Periodeafgrænsningsposter	9.191	10.955	11.769	8.046	12.053	8.351
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	116.688	123.068	117.327	130.455	141.982	135.483
WCR i alt	173.446	118.302	164.591	167.038	98.784	164.082

Spec. Netcapex

Anlægsaktiver (ultimo)	788.068	871.014	854.379	815.580	768.143	706.954
- Anlægsaktiver (primo)	790.794	788.068	871.014	854.379	815.580	768.143
+ Afskrivninger	90.963	90.630	95.725	112.250	104.856	97.760
I alt	88.237	173.576	79.090	73.451	57.419	36.571

Anlægsaktiver primo for 2015/16 er tastet manuelt ud fra det officielle koncernregnskab side. 49

Figur 17 - Managerial balance sheet (Egen tilvirkning)

4.2 Nøgletalsanalyse

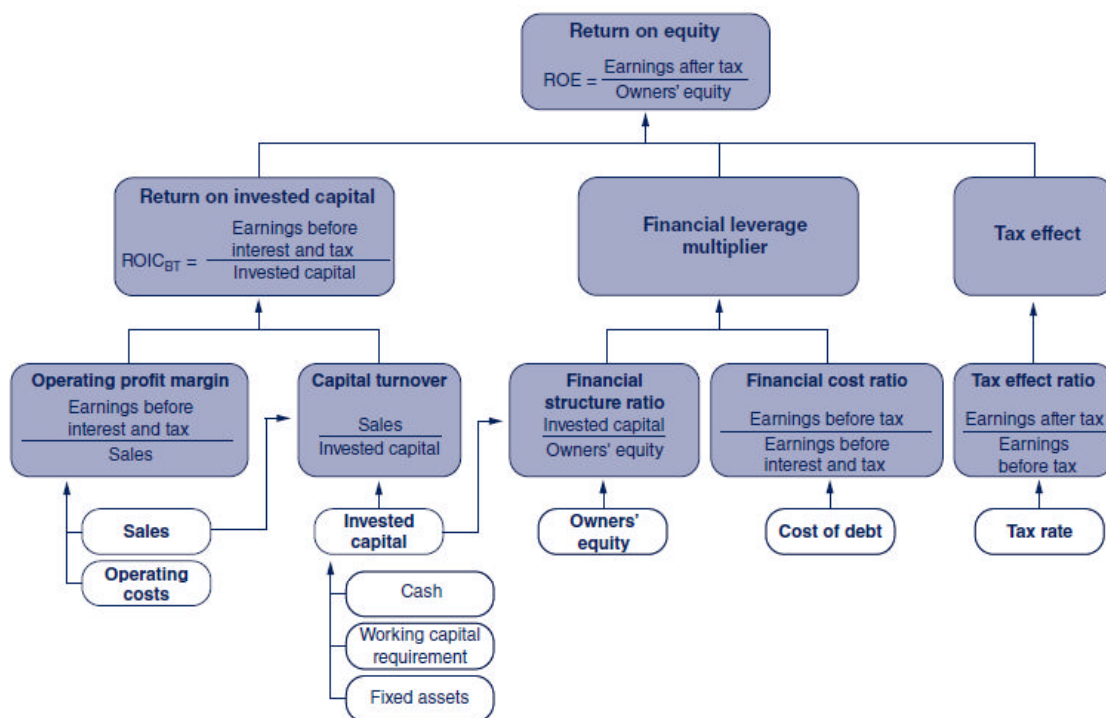
Profitabilitetsanalysen vil have fokus på nøgletal vedrørende forrentning af virksomheden.

Profitabilitet					
Nøgletal	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Return on equity (ROE)	4,21%	0,03%	-1,77%	-3,34%	0,25%
Return on invested capital (ROIC)	4,88%	0,98%	-0,49%	-2,79%	1,11%
Operating profit margin (EBIT%)	3,50%	0,76%	-0,37%	-1,93%	0,75%
Capital turnover	1,39	1,30	1,35	1,44	1,48

Figur 18 - Profitabilitetsnøgletal (Egen tilvirkning)

Helt generelt ses det at 2018/19 og 2019/20 var 2 dårlige år for Harboe, hvor de har negative nøgletal. Derudover var 2017/18 også stort set 0, hvorved det kun er 2016/17 og 2020/21 som er positive år. Med udgangspunkt i det 2016/17 så skyldes de positive tal i stor grad en stor investering i anlægsaktiver som blev foretaget i 2016/17, dette ses i figur 19, hvor der ses en stor stigning i anlægsaktiverne og en høj netcapex. Dette betyder, at der resultatmæssigt kan ses gevinster med mere produktion og flere solgte varer, mens de afskrivninger som følger med sådanne investeringer ikke ses i fuldt omfang i det første år, det vil først komme til udtryk året efter. Derudover ses det via minidiagrammerne på resultatopgørelsen, figur 18, at især 2019/20 var et år med stigende omkostninger og faldende indtægter. Denne udvikling forklarer det massive fald i samtlige nøgletal i 2019/20. Det er lykkedes Harboe at lave en forbedring fra de seneste 2 år i 2020/21.

Kigger man der på de enkelte tal så ses det, at ROE er på et middelmådigt niveau i 2016/17 og derefter er den stort set 0 eller negativ, hvilket vil sige at efter 2016/17 får aktionærerne ikke et særlig stort afkast og decideret negativt afkast i nogle af årene. Udviklingen i ROE findes ved at analysere nogle af de nøgletal som tilsammen udgør ROE. Se figur 21 på næste side, hvor strukturen for ROE er visualiseret. Der vil blive undersøgt nærmere med udviklingen i ROIC, financial leverage multiplier og tax effect ratio for at finde årsagen til udviklingen i ROE.

EXHIBIT 6.7 THE DRIVERS OF RETURN ON EQUITY.

Figur 19 - Sammensætning af ROE (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6 s. 201)

Udviklingen i ROIC er samme tendens som udviklingen i ROE, med den lille forskel at faldende ikke er lige så kraftige og stigningerne er større for ROIC end ROE. Den investerede kapital bliver ikke til et afkast i den anden ende ud over i 2016/17 og 2020/21. Helt overordnet skyldes det store fald efter 2016/17, 2 faktorer, den første er en faldende omsætning på næsten mio. DKK 100, hvor den anden er, som tidligere skrevet, at der er foretaget store investeringer i 2015/16, hvor afskrivningerne for et helt år, først vil være med i året efter.

Det ses at capital turnover er relativt konstant over den 5-årige periode. Det betyder at den ikke påvirker ændringerne i ROIC, men at det er EBIT% der primært er årsagen til udviklingen i ROIC. Det første år med negativt resultat er 2018/19, her er en yderligere faktor end de 2 tidligere nævnte, at der har været en stor ekstraordinær nedskrivning af aktiviteter i Estland (HB årsrapport 2018/19, s. 2).

Selve årsagen til den faldende omsætning kan være mange og er svær at præcisere ud fra regnskaberne. Der kan være tale om et mættet ølmarked på enten hele det globale ølmarked eller på et af de store markeder såsom Danmark eller Tyskland. Derudover har COVID-19 også påvirket en smule vedrørende 2019/20 tallene, dog kom pandemien til Danmark med

nedlukning i marts 2020 og regnskabsåret er sluttet i april, så det er ikke COVID-19 som er den store drivkraft bag nedgangen og der ses små efterfølgende stigninger i omsætning. Harboe har afsat ca. 300 hl. øl mindre i 2020/21 end 2019/20 (HB årsrapport 2020/21, s. 18), dette er en god indikation på at der kan være tale om en mætning i ølmarkedet, men det kan også blot være et udtryk for tabte markedsandele. Da ROIC følger samme udvikling som ROE er der god indikation på at ROIC-udviklingen er en af årsagerne til at ROE falder som den gør, dog er faldende ikke lige så store, så det er ikke den eneste årsag. Umiddelbart når man ser tallene for 2020/21 ser det ikke prangende ud, men sammenholdt med de seneste 2 år er det en meget positiv udvikling som Harboe fået skabt. I diagrammerne ud fra resultatopgørelsen figur 18, er det tydeligt at se at det især er en tilpasning af salgs- og distributionsomkostningerne som har forbedret resultatet og derved også EBIT% som medvirker til en positiv ROIC og også positiv ROE. Det er her værd at bemærke, at omsætningen er faldet i 2020/21, så den positive udvikling er udelukkende skabt på baggrund af en bedre tilpasning af omkostningerne. Dog er ROIC udviklingen ikke den eneste påvirker ROE, som tidligere nævnt er gearing og tax effect også relevante nøgletal at undersøge.

4.2.1 Gearing

Gearing	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Financial cost ratio	0,91	0,44	2,06	1,20	0,32
Times interest earned ratio	10,70	1,80	-0,95	-4,91	1,48
Financial structure ratio	1,37	1,36	1,39	1,39	1,33
Financial Leverage multiplier	1,24	0,61	2,87	1,67	0,43

Figur 20 - Gearingsnøgletal (Egen tilvirkning)

I figur 22 ses gearingsnøgletal, disse viser hvordan virksomheden er finansieret via gæld og om Harboe tjener eller betaler for gæld. Det første tal der ses, er financial cost ratio, som viser om EBT relativt til EBIT aftager ved forøgelse af gæld. En cost ratio tættere på 1 betyder at virksomheden i større grad er finansieret af egenkapital, da der i det tilfælde ingen eller næsten ingen forskel vil være på EBT og EBIT. Typisk vil den højeste værdi derfor også være 1 (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 197). Det ses dog af figur 22 at i 2018/19 og 2019/20 er financial cost ratio større end 1, dette skyldes at EBIT er negativ, mens at der stadig er finansielle omkostninger som gør at EBT bliver mere negativ end EBIT.

Times interest earned ratio viser hvor mange gange EBIT kan dække renteomkostningerne i det pågældende år. Nøgletallet er et alternativ til financial cost ratio for at vise om virksomheden kan bære at have gæld. Som det ses er tallet negativt i 2018/19 og i 2019/20, hvilket svarer overens med de 2 år hvor financial cost ratio er større end 1, hvilket vil sige at det koster Harboe at have gæld. Ses der på figur 20, kan man se at ROE falder tilsvarende i de år, hvor financial cost ratio er stor.

Financial structure ratio viser om virksomhedens invested capital er finansieret via egenkapital alene eller egenkapital og gæld. En structure ratio på 1 vil betyde at invested capital er det samme som egenkapitalen og at firmaet udelukkende er finansieret via egenkapitalen. Financial structure ratio er i analyseperioden stort set konstant lige omkring 1,4. Det vil sige at Harboe er finansieret af egenkapital samt ca. 40%, af den invested capital, som gæld. Dette ses tydeliggjort i figur 23, hvor nøgletallet debt to equity ratio bliver gennemgået.

Ganger man de 2 nøgletal financial cost ratio og financial structure ratio sammen, fås tallet financial leverage multiplier som det også ses af figur 22. Er financial leverage multiplier større end 1 så bliver ROE alt andet lige større end ROIC og omvendt. Som det ses i figur 22 er financial leverage multiplier større end 1 i både 2016/17, 2018/19 og 2019/20, men ROE er kun positiv i 2016/17. Dette skyldes at ROIC er negativ i de 2 øvrige år. Devisen om at hvis financial leverage multiplier er større end 1 så er ROE større end ROIC, kan ses tydeliggjort i de 2 negativt udviklende år, hvor faldet i ROE er større end i ROIC. Her er det ikke fordelagtigt for Harboe at have store finansielle omkostninger, da man ikke har været i stand til at tilpasse omkostningerne til udgifterne.

Øvrige gearings nøgletal	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Debt to equity ratio	37,32%	36,43%	39,33%	38,30%	33,02%
Debt to invested capital ratio	27,18%	26,70%	28,23%	27,69%	24,83%
Soliditetsgrad	56,32%	56,73%	56,37%	55,19%	57,33%
Acid test	0,87	0,86	0,82	0,82	1,04

Figur 21 - Øvrige nøgletal relateret til Gearing og ROE (Egen tilvirkning)

Ud over de førnævnte gearingsnøgletal er det også relevant at undersøge Harboes soliditet, som ses her i figur 23. Her analyseres på Harboes gæld i forhold til egenkapital og den samlede investerede kapital. Som det fremgår af figuren, debt to equity ratio er Harboes gæld i forhold til egenkapitalen relativt uændret og udgør de første 4 år et sted mellem 36-40% af egenkapitalen. I år 2020/21 er der afdraget en væsentlig del af gælden og gælden udgør derfor

kun 33% i seneste aflagte regnskab. Dette ligger umiddelbart på et fornuftigt niveau, dog kan investeringerne give store finansielle omkostninger for Harboe. Det ses at debt to Equity er højest 2018/19 og 2019/20, hvilket er de år hvor Harboe oplever underskud.

Gælden i forhold til den investerede kapital, viser samme tendens hvor debt to invested capital ratio de første 4 år er næsten konstant mellem ca. 27-28%. I det seneste år er den faldet til knap 25%, hvilket ligesom debt to equity nøgletallet indikerer at der er blevet afdraget på en del af gælden.

Virksomhedens soliditetsgrad forholder sig relativt uændret i hele analyseperioden, på omkring 56-57%. Soliditetsgraden er et udtryk for hvor stor en del af passiverne som udgøres af egenkapital. En soliditetsgrad på 56% betyder at virksomheden kan tabe 56% af sin egenkapital og stadig dække sine kreditorer alt andet lige. Det er positivt at den ligger så højt for Harboe, typisk er en god tommelfingerregel at soliditetsgraden ligger mellem 30-40% (Billy.dk, 2022). Dette betyder at Harboe er mindre sårbar for enkelte år med negative resultater, samt at det alt andet lige er nemmere for Harboe at optage ekstern finansiering, da en investor eller bank typisk vil kigge på hvor meget virksomhedens egenkapital udgør af passiverne i forbindelse med lån af kapital.

I figur 23 er der i forlængelse af gearingen og soliditeten også regnet en acid test også ofte omtalt som quick ratio, i det følgende vil den blive benævnt acid test. Nøgletallet er en viderebygning af current ratio. Current ratio er et nøgletal som regnes ved at tage de kortfristede aktiver og dividere med kortfristet gæld. Analytikere har dog ment at det var forkert at medtage forudbetalinger og lagre fra de kortfristede aktiver, i og med et lager f.eks. skal sælges først og det kan tage tid inden det bliver omsat til kontanter. Acid testen tager derfor højde for disse og her tages kun likvider + debitorer og divideres med kortfristet gæld. Typisk vil kreditorer foretrække at tallet er tættere på 1 især for produktionsvirksomheder. Man skal dog være opmærksom på at nøgletallet er et likviditetsnøgletal og ikke et going-concern nøgletal. Derudover kan der være en risiko forbundet med tallet, da nøgletallet bygger på at alle debitorer kan betale deres gæld inden for det kommende år, men nogle gange går virksomheder konkurs og så kan tallet ikke bruges helt så præcist (Hawawini & Viallet 2019, kap. 5 s. 171). En acid test på 1 vil derfor betyde at virksomheden lige præcis har likvider nok til at dække deres kortfristede gæld. Figur 23 viser at Harboe ligger lige under 1 i alle de analyserede år undtagen 2020/21, hvor den er lidt højere end 1. Dette er en positiv udvikling, som betyder at likviditeten er tilpasset bedre til den kortfristede gæld.

Udover de ovennævnte nøgletal ses også udviklingen i ROE's sidste element, tax effect ratio. Denne viser hvor meget årets resultat efter skat svarer til i forhold til resultat før skat. Det betyder at 69,3% i 2016/17 viser at resultat efter skat (EAT) svarer til 69,3% af resultat før skat (EBT) og derved kan konkluderes at der skal svares skat svarende til 30,7% (100-69,3) af EBT. Dette tal er meget forskelligt fra år til år. Dette er grundet de mange komplekse elementer som en opgørelse af den skattepligtige indkomst indeholder. En skattepligtig indkomst vil typisk være forskellig fra den regnskabsmæssige EBT grundet f.eks. afskrivninger som håndteres anderledes skattemæssigt end regnskabsmæssigt og underskud fra tidligere år som kan modregnes i indeværende. I 2018/19 ses en tax effect ratio på ca. 125%, dette skyldes at EBT er negativt, men at der for indkomståret har været en skattemæssig udgift, hvorfor EAT er mere negativ end EBT (typisk vil en negativ EBT betyde negativ skat og derved vil EAT være lavere end EBT). Umiddelbart kan Harboe ikke påvirke meget vedrørende tax effect ratioen, hvorfor det er ROIC og financial leverage multiplier som virksomheden skal fokusere på at justere.

Tages der udgangspunkt i Harboes turn around år 2020/21, hvor de har vendt en negativ udvikling, kan man se af ovenstående analyse at dette skyldes en positiv udvikling i ROIC, da både Financial leverage multiplier og tax effect ratio er mindre end 1.

4.2.2 Sammensætning af WCR

Spec af WCR	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
+ Debitorer	269.695	269.779	272.582	284.128	219.162	264.396
- Kreditorer	153.333	208.775	152.409	155.205	164.953	117.908
+ Lagre	164.581	169.411	149.976	160.524	174.504	144.726
+ Periodeafgrænsningsposter	9.191	10.955	11.769	8.046	12.053	8.351
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	116.688	123.068	117.327	130.455	141.982	135.483
WCR i alt	173.446	118.302	164.591	167.038	98.784	164.082

Figur 22 - WCR for Harboe 2016-2021 (Egen tilvirkning)

Finansiering	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
NLF	133.419,00	114.101,00	100.689,00	128.465,00	164.525,00
NSF	-15.117,00	50.490,00	66.349,00	-29.681,00	-443,00
Liquidity ratio	112,78%	69,32%	60,28%	130,05%	100,27%
Self-sustainable growth rate				-3,36%	0,25%
Udvikling i oms.				0,74%	-3,75%

Figur 23 - Finansiering af WCR (Egen tilvirkning)

I forlængelse af førnævnte acid test, er det relevant at undersøge Harboes likviditetsmæssige udvikling og finansiering. I det følgende vil der derfor blive undersøgt hvordan Harboes arbejdskapital (WCR) er finansieret. Dette er for at undersøge om Harboe har matching mellem deres langfristede og kortfristede finansiering af arbejdskapitalen. De første 2 tal vist er Net long term financing og Net short term financing. Disse ser på hvor meget af arbejdskapitalen der er hhv. langfristet finansieret og kortfristet finansieret. Det er især værd at lægge mærke til at NSF er negativ i 3 af årene. Dette betyder at WCR er finansieret langfristet og at noget af den kortfristede del også er finansieret langfristet. Dette betyder at der ikke er matching mellem finansieringen af WCR i disse år. Matching strategien om at kortfristet investeringer også finansieres kortfristet og omvendt er som udgangspunkt en god strategi, dog er det vigtigt at være opmærksom på at det ikke altid er den bedste løsning og heller ikke den eneste. Udover matching strategien nævner Hawawini & Viallet 2 yderligere strategier, som de kalder den konservative og den aggressive. Den konservative er hvor man har en stor del finansieret via langfristet gæld og noget af de kortfristede investeringer også er finansieret langfristet. Ved den konservative strategi har virksomheden typisk et negativ NSF, da der er flere likvider end der er kortfristet gæld. Ved den aggressive tager virksomheden er større risiko og anvender kortfristet gæld til at finansiere langfristede investeringer f.eks. en 5-årig investering, finansieret med et 1-årigt lån. Her er risiko for renteusving større og virksomhedens likviditet kan komme under pres, da det ikke er sikkert at virksomheden er i stand til at få lavet en tilsvarende eller billigere refinansiering når det kortfristede lån er udløbet (Hawawini & Viallet 2019, kap. 5 s. 173-175).

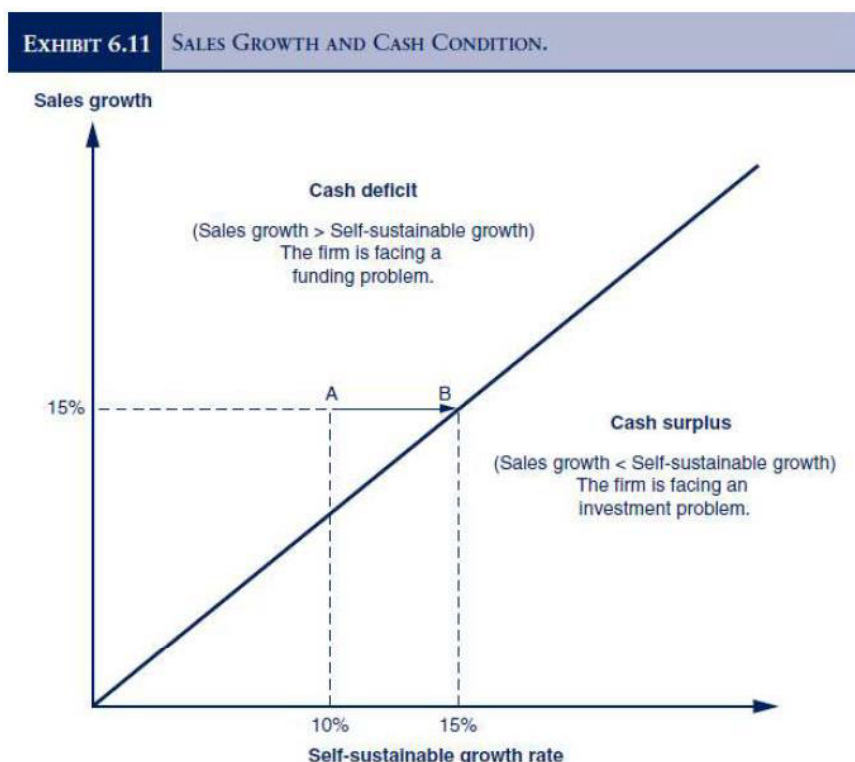
Af disse forskellige strategier er der meget der taler for at Harboe i stor grad anvender en konservativ strategi, som er med til at skabe overskydende likvider i forhold til kortfristet gæld, likviditet som de skulle ud at låne hvis der anvendt en anden strategi og der skulle investeres yderligere. En konservativ strategi gør også at virksomheden har en bedre liquidity ratio, som det ses i figur 25, så har Harboe en liquidity ratio mellem 60-130%, hvilket skyldes at liquidity ratio viser hvor meget af WCR som er udgjort af NLF. Ved den konservative strategi, hvor NSF til tider er negativ, vil NLF udgøre mere end 100% og virksomheden er derfor meget godt finansieret. Som beskrevet af Hawawini & Viallet:

"The higher the liquidity ratio, the more liquid the firm."

(Hawawini & Viallet 2019, s. 161)

Som ovenstående citat indikerer, så er det vigtigt at virksomheden er opmærksom på deres liquidity ratio, da dette er med til at indikere hvor god virksomhedens likvide struktur er.

I ovenstående figur (WCR finansiering) er der regnet Harboes self-sustainable growth rate. Figuren viser hvor meget Harboes omsætning maksimalt kan stige med, såfremt deres driftspolitik, kapitalstruktur og udbyttepolitik er uændret (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6 s. 208). Udviklingen sammenholdes med udviklingen i omsætningen fordi der kan være problemer hvis ikke udviklingen i omsætning nogenlunde følger udviklingen i SGR. Disse mulige problemer er beskrevet nærmere i nedenstående figur, hvor det er visualiseret.



Figur 24 - SGR sammenholdt m. oms. (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 209)

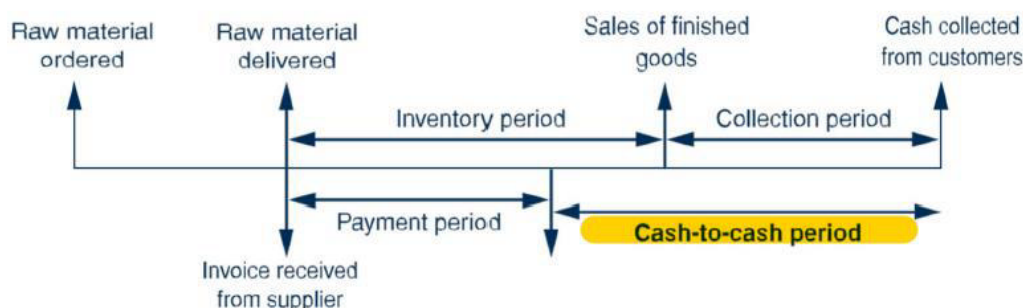
Ovenstående figur beskriver at hvis væksten i omsætning stiger mere end self-sustainable growth rate, så kan virksomheden stå overfor et finansieringsproblem og hvis omsætningsvæksten er mindre end SGR, så kunne det tyde på at virksomheden har et overskud af likviditet og kunne potentielt stå overfor et investeringsproblem (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 209). Som det fremgår af figur 25, så er der ikke overensstemmelse mellem omsætningsudviklingen og SGR i de seneste 2 år. I 2019/20 er omsætningsvæksten positiv, mens SGR er negativ. Dette betyder at der kan opstå et finansieringsproblem. Årsagen til at Harboe har lykkedes med en stigende omsætning trods negativ SGR, skal findes i øget langfristede

gældsoptagelse som har gjort de har haft likviditeten til at øge driften. I 2020/21 er billedet omvendt, hvor der er negativ udvikling i omsætning, men en positiv SGR.

4.2.3 Cash to cash period

Som en del af at undersøge Harboes arbejdskapitals udvikling vil det følgende afsnit undersøge udviklingen i Harboes cash to cash period. Det ses i nedenfor figur 16, hvor sammensætningen af WCR er vist.

EXHIBIT 4.5



Figur 25 - Sammensætning af WCR (Hawawini & Viallet 2019, kap. 4. s. 113)

For at regne Cash to cash perioden, er det nødvendigt at regne Payment period, inventory period og collection period. Som det ses af figur 27 så kan man skrive formelen $\text{Inventory period} + \text{collection period} = \text{Payment Period} + \text{Cash-to-cash period}$. Når dette er tilfældet, så kan man også skrive formelen $\text{Cash-to-Cash period} = \text{Inventory period} + \text{collection period} - \text{Payment period}$. Som navnet antyder så dækker termet cash-to-cash period over hvor lang tid der går fra at Harboe har betalt for deres varekøb til at deres debitorer betaler for varerne og pengene kommer ind i kassen.

Cash-to-Cash period	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Average collection period = accounts receivable/average daily sales					
Average collection period = 264.396/(1.328.184/365)					
Average collection period =	68,80	74,37	75,72	57,97	72,66
Inventory turnover = COGS/lager					
Inventory turnover = 1.027.224/144.726					
Inventory turnover =	6,21	6,68	6,40	6,00	7,10
Inventory turnover i dage	58,81	54,61	57,03	60,88	51,42
Average payment period = accounts payable/average daily purchases					
Average payment period = 117.908/(((1.027.224-155.136)+(144.726-174.504))/365)					
Average payment period =	81,98	65,69	63,69	66,23	51,09
Cash-to cash periode = average collection period + inventory turnover - average payment period					
Cash-to-Cash period	45,62	63,30	69,06	52,62	72,99

Figur 26 - Cash-to-Cash period beregning (Egen tilvirkning)

Der er for overbliksskyld vist udregningerne til tallene i modellen ovenfor. De tal der indgår i den viste udregning, er tallene for 2020/21. Det betyder at ved for eksempel inventory turnover så er de 1.027.224 COGS for 2020/21 og så fremledes. Derudover skal der gøres opmærksom på at for average payment period, så er der trukket personaleomkostninger ud af vareforbrug/produktionsomkostninger for at kunne regne en mere præcis daily purchases. Tallet for 2020/21 vedrørende personaleomkostninger udgør t.DKK 155.136 og det er fundet i årsregnskabet note 6, hvor der er en fordeling af, hvor meget af personaleomkostningerne som indgår i produktionsomkostningerne.

I figur 28 ses det at Harboes collection period er steget fra 68,80 dage i 2016/17 til 72,66 dage i 2020/21. Dette betyder at Harboe giver længere betalingsfrister til deres debitorer. Dernæst er der regnet på inventory turnover. Dette viser hvor hurtigt varerne er om at komme ud fra lageret igen. Tallet er dog ikke i dage som de øvrige tal, så for at omregne tages 365 og divideres med inventory turnover-tallet. Inventory turnover i dage er faldet i perioden, hvilket betyder at Harboe er blevet hurtigere til at få afsat deres varer. I 2020/21 har Harboe lykkedes med at få ændret på de seneste års udvikling, hvor det generelt har gået langsommere for hvert år med at få afsat lageret. Til sidst ses payment period, som viser hvor hurtigt Harboe betaler deres leverandører. Denne falder over hele perioden, med undtagelse af en lille stigning i 2019/20. Dette betyder at Harboe betaler deres leverandører hurtigere og hurtigere. Ud fra et likviditetsmæssigt synspunkt er det ikke positivt at selv betale hurtigere og samtidig være

længere om at få betalinger ind fra debitorerne. Dette afspejler sig også at cash-to-cash period er steget fra 45,62 dage i 2016/17 til 72,99 dage i 2020/21. Det betyder at Harboe i 2020/21 venter omtrent 2,5 måned på at få penge i kassen fra de selv har haft pengene oppe af lommen. Det eneste tal som udvikler sig positivt for Harboe, er inventory turnover som er blevet lavere. De øvrige to tal har udviklet sig i en negativ retning, hvor der er blevet tilføjet/fjernet 13-15 dage i den negative retning. Udviklingen i den samlede cash-to-cash period er blevet markant ødelagt i 2020/21, hvor der forringes en meget positiv udvikling i 2019/20. Dette skyldes blandt andet COVID-19 pandemien, som gjorde at mange virksomheder blev ramt på likviditeten og forsøgte at få udskudt betalingsfrister og få trukket mest muligt ind fra debitorer. Som nævnt i den strategiske analyse, under Porters Five Forces, har Harboe ikke en stor forhandlingsstyrke over for deres kunder, emne 3.3.3. Dette betyder, at hvis Salling Group har bedt om at få udskudt deres betalingsbetingelser grundet COVID-19, så kan Harboe ikke gøre så meget andet end at prøve at forhandle udskydelsen ned på et minimum. Dette kan være en af faktorerne til deres forværrede collection period. Udviklingen i payment period formodes at skyldes en forhandling til bedre råvarepriser mod hurtigere betalingstid, som nævnt under afsnit 3.3.4 vedrørende leverandørernes forhandlingsstyrke i Porters Five Forces analysen.

Samlet set må Harboe forsøge at arbejde videre med at nedbringe antal dage i collection period og især se om der kan justeres på payment period, da det måske i størst grad er her Harboe kan justere noget selv og ikke er låst.

4.2.4 Frit Cash flow

I forlængelse af analysen på Harboes cash-to-cash period, vil det være meget relevant at undersøge udviklingen i Harboes frie cash flow, da dette vil kunne besvare om det har kunne svare sig for Harboe at have de kortere betalingsfrister til deres leverandører og om de kan overleve de lange kredittider til kunderne.

Frit Cash Flow t. dkk	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
EBIT	50.064	10.138	-5.027	-26.663	10.026
Skatteprocent	22%	22%	22%	22%	22%
+ Afskrivninger	90.630	95.725	112.250	104.856	97.760
- delta WCR	-55.144	46.289	2.447	-68.254	65.298
- NET Capex	173.576	79.090	73.451	57.419	36.571
I alt	11.248	-21.746	32.431	94.894	3.711

Figur 27 - Frit Cash flow 2017-2021 (Egen tilvirkning)

I figur 29 er udregningen for det frie cash flow vist. Det frie cash flow er det cash flow der er tilgængeligt for virksomhedens investorer, såsom långivere og aktionærer. Det vil sige at det er det cash flow som bliver genereret via virksomhedens invested capital. Det betyder ligeledes, at det frie cash flow er upåvirket af hvordan virksomhedens gældsstruktur er sat op. Det har ingen påvirkning om der er gæld eller virksomheden er 100% egenkapital finansieret. Formlen til det frie cash flow, ses også i figuren ovenfor, skrives som $EBIT \cdot (1 - \text{skatteprocent}) + \text{afskrivninger} - \text{delta WCR} - \text{netcapex}$.

Udviklingen i det frie cash flow er fluxeret meget i analyseperioden og meget fra år til år. Der er 2 store faktorer til at det er så omskifteligt, den første faktor er de store udsving i EBIT som ændrer sig meget i perioden og især i 2018/19 og 2019/20. Den anden faktor er at delta WCR som også i stor grad svinger fra år til år. Her er det vigtigt at være opmærksom på at et negativt tal i delta WCR betyder at arbejdskapitalen er blevet bedre likviditetsmæssigt, hvorfor den tillægges.

Det frie cash flow har udviklet sig positivt de seneste 5 år, lige med undtagelse af et negativt år i 2017/18. Det negative år skyldes en stor stigning i arbejdskapitalen. Harboe har fået et godt cash flow ud af deres invested capital, hvilket indikerer at de er lykkedes med at foretage de rigtige investeringer og få mest muligt ud af disse. Som nævnt i introduktionen til denne analysedel, så viser dette om hvorvidt Harboe har genereret et positivt cash flow, trods en negativ udvikling i cash-to-cash period som set i afsnit 4.2.3. Med positivt cash flow i alle år (undtagen 2017/18) så tyder det på at Harboe godt kan få likviditeten til at fungere fornuftigt, trods en stigning i cash-to-cash period. Dette underbygges også af deres liquidity ratio og soliditetsgrad, som nævnt i hhv. afsnit 4.2.2 og 4.2.1 som begge peger på en solvent koncern.

4.3 Konkurrentanalyse

Bryggeribranchen er, som nævnt tidligere i afsnit 2.3, omfattet af intensiv konkurrence, bestående af bryggerier af forskellige størrelser. Konkurrencen igennem de seneste år har været stigende, med vækst for større konkurrenter til Harboe, men herudover ses der også en markant stigning i antallet af bryggerier i branchen. I Danmark er antallet af bryggerier gået fra 12 i år 2000, til 228 i år 2020 (Bryggeriforeningen.dk, 2022), hvilket er en markant stigning. Harboes afsætning foregår dog hovedsageligt i detailbranchen, hvilket også indeholder størstedelen af ølsalg i Danmark, tilsvarende 85,6% af det samlede salg (Bryggeriforeningen.dk, 2022). Derfor vurderes de større bryggerier i branchen til at udgøre de største konkurrenter, da disse virksomheder udgør den største trussel på virksomhedens hovedmarked i detailbranchen.

Igennem en konkurrentanalyse i bryggeribranchen, vil der opnås et indblik i Harboes evne til at skabe værdi for aktionærerne sammenholdt med øvrige bryggerier i branchen, som er en væsentlig faktor i den senere budgettering og værdiansættelse af virksomheden. Til at sammenholde Harboes egentlige evne til værdiskabelse for aktionærerne, med øvrige bryggerier i branchen, er der derfor sammenholdt med øvrige relevante bryggerier i Danmark. Der er taget udgangspunkt i følgende 3 bryggerier, både med hensyntagen til størrelse, markedsrepræsentation og aktivitetsniveau: Carlsberg A/S, Royal Unibrew A/S og Thisted Bryghus A/S. Carlsberg A/S såvel som Royal Unibrew A/S, har en større markedsandel end Harboe, hvilket også fremgår af figur 30. Som nævnt i afsnit 3.3.5, konkurrence i branchen, er de anset som Harboes direkte konkurrenter. De har også, i lighed med Harboe, international tilstedeværelse, og er herudover anset for Danmarks største bryggerier, hvilket også afspejles af førnævnte tabel. Derfor vurderes disse 2 virksomheder, til at være Harboes direkte konkurrenter i branchen, og må hermed også antages, at være de konkurrenter som ledelsen i Harboe holder øje med, både i forhold til deres tilgang til markedet, men også deres respektive markedsandele. Herudover har vi sammenholdt med Thisted Bryghus A/S, som anses for at være en mindre virksomhed end Harboe, dog fortsat med stor national tilstedeværelse. Deres forretningsplan er angiveligt en del anderledes end den som ses i Harboe, men hvor der angiveligt er højere fokus på specialøl, fremfor masseproduktion som ses i de øvrige virksomheder.

Bryggerierne i konkurrentanalysen følger dog ikke samme periode for aflægning af årsregnskab, hvorfor der i stedet er sammenholdt årsregnskab for tilsvarende og nærliggende periode.

Omsætning, konkurrenter i bryggeribranchen					
t.DKK	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Carlsberg	61.808.000	62.503.000	65.902.000	58.541.000	66.634.000
Royal Unibrew	6.384.000	7.298.000	7.692.000	7.315.000	8.746.000
Harboes Bryggeri	1.431.310	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184
Thisted Bryghus	45.265	48.889	53.567	51.951	59.157
Total	69.668.575	71.187.625	75.017.262	67.287.824	76.767.341

Figur 28 - Omsætning, konkurrenter i bryggeribranchen (Egen tilvirkning)

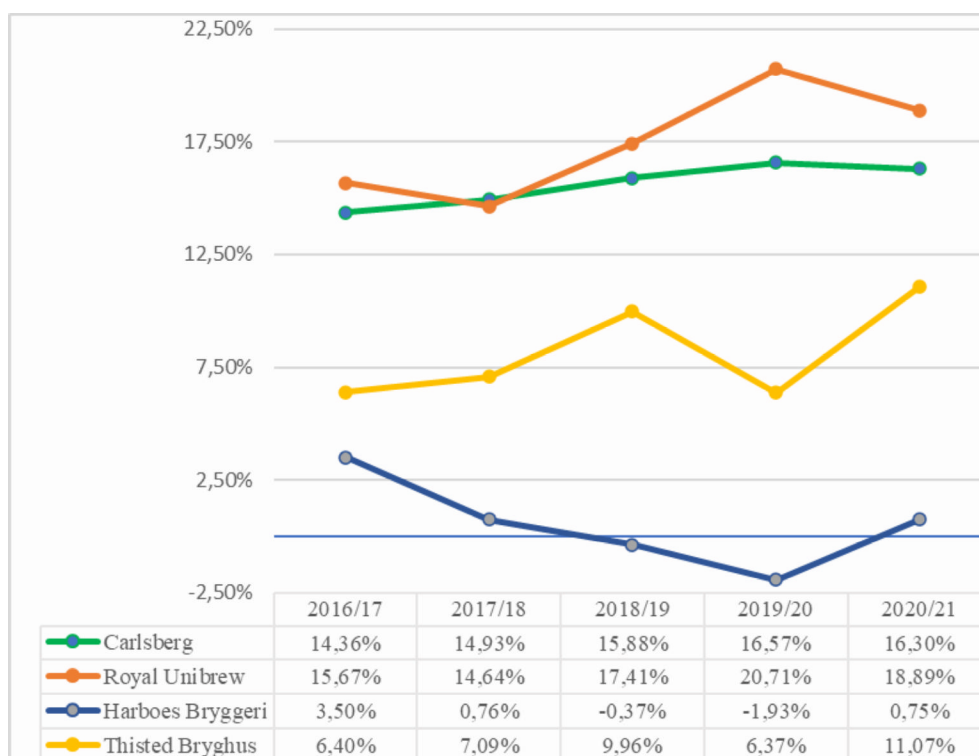
Som det ses af ovenstående tabel, er der over sammenligningsperioden vækst i samtlige bryggerier, på nær Harboe. Herudover skal der ved konkurrentanalysen tages hensyn til, at virksomhederne i bryggeribranchen har vidt forskellige aktivitetsniveauer, hvilket også afspejles i ovenstående model. Det giver dog fortsat et indblik i branchen, og hermed også en brancheposition for Harboe sammenholdt med de øvrige dominerende bryggerier. Herudover må det selvfølgelig også antages, at virksomhedens ønske, og målsætninger, for vækst i afsætningen er af høj karakter, både på baggrund af deres seneste resultater i sammenligningsperioden, men også på baggrund af deres position i markedet, og ikke mindst de turbulente år som følge af COVID-19. Pandemien har uden tvivl haft indflydelse på samtlige bryggerier, som er medtaget i konkurrentanalysen, hvilket også afspejles i ovenstående tabel, hvortil der forekommer afsætningsnedgang i perioden for 2019/20.

Indekstal omsætning, konkurrenter i branchen					
t.DKK	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Carlsberg	100,00%	101,12%	106,62%	94,71%	107,81%
Royal Unibrew	100,00%	114,32%	120,49%	114,58%	137,00%
Harboes Bryggeri	100,00%	93,46%	95,70%	96,41%	92,79%
Thisted Bryghus	100,00%	108,01%	118,34%	114,77%	130,69%

Figur 29 - Indekstal omsætning, konkurrenter i branchen (Egen tilvirkning)

Ovenstående tabel indeholdende indekstal for nettoomsætningen, hvor 2016/17 er basisår, giver et dybere indblik i værdiskabelsen hos Harboe og deres konkurrenter. Som det ses af tabellen, er Harboe den eneste virksomhed som har negativ udvikling sammenholdt med basisåret. Afsætningen er dog svingende, og selvom der forekommer en mindre stigning i perioden, viser indekset for 2020/21 det største fald i nettoomsætningen i perioden. Hvis der sammenholdes med konkurrenterne, er der herimod positive indekstal i næsten samtlige år, med undtagelse af 2019/20 for Carlsberg A/S. Herudover viser indekstallene for året 2020/21 faktisk det stik modsatte af Harboes, da det er her de øvrige virksomheders nettoomsætning er vækstet mest siden basisåret. Det ser derfor ud til, at på baggrund af ovenstående, at Harboes evne til at skabe

værdi for aktionærerne er forringet sammenholdt med øvrige konkurrenter i branchen, hvilket selvfølgelig er en svaghed og et klart forbedringspunkt for virksomheden.



Figur 30 - EBIT%, konkurrenterne i branchen (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående figur 32, så har Harboe i modsætningen til udviklingen i omsætningen forbedret deres EBIT, og dermed EBIT%. De har dermed på baggrund af den formindskede aktivitet i virksomhedens nettoomsætning, skabt et bedre resultat. Som der også nævnes i afsnit 3.2.4, i PESTEL analysen, så har Harboe de seneste år haft fokus på omkostningsminimering, hvilket angiveligt har medført forbedret slutresultat. Det er dog en antagelse, da omkostningerne angiveligt også er faldet i forbindelse med den formindskede aktivitet. I Harboes seneste årsrapport bliver der dog fokuseret på deres ”turn-around” strategi, som blev iværksat i forbindelse med COVID-19 epidemien, hvilket også uden tvivl har haft indflydelse på udviklingen.

Hvis der i stedet sammenholdes med Harboes konkurrenter, jf. ovenstående figur 32, ser udviklingen for Harboe ikke gunstig ud. Nok har virksomheden formået at vende kurven og fået forbedret resultatet sammenholdt med 2019/20, men der er fortsat stor forskel på Harboes EBIT%, sammenholdt med konkurrenternes. Hertil er konkurrenterne, som nævnt tidligere i afsnittet, vidt forskellige på flere parametre, men der er dog en gennemgående tendens til en

positiv udvikling de seneste år, og en fornuftig EBIT%. Her kan det blot konkluderes, at på baggrund af ovenstående, så formår Harboes evne til værdiskabelse ikke på niveau, med de øvrige virksomheder i analysen.

4.4 Delkonklusion regnskabsanalyse

Harboes nøgletal har overordnet set udviklet sig negativt i de seneste 5 år. Det bedste år i analyseperioden var 2016/17, hvor der blev skabt det bedste resultat. Herefter faldt samtlige nøgletal. Den negative tendens med faldende nøgletal kulminerede i 2018/19 og 2019/20 hvor der blev skabt negative resultater og derved også negative nøgletal. Denne udvikling er det lykkedes Harboe at stoppe i 2020/21, hvor der igen er skabt et overskud og en positiv udvikling i nøgletallene. Denne positive udvikling skyldes at man har forbedret ROIC som skyldes forbedringer til både capital turnover og EBIT%. Forbedringerne hertil kan henføres til bedre tilpasning af omkostningerne, særligt omkostninger til salg og distribution er forbedret markant. Disse tilpasninger har været tilpas store til at dække for en faldende omsætning. Harboe har finansieret sine aktiver med både egenkapital og gæld. Der er i den forbindelse blevet undersøgt hvordan Harboe er gearret. Analysen af Harboes gearing har vist at virksomheden er primært egenkapitalfinansieret med ca. 35-40% gæld i forhold til egenkapitalen. Dette betyder at Harboe har en rigtig høj soliditetsgrad på over 50% i hele analyseperioden. Der er regnet virksomhedens financial leverage multiplier for at forklare udviklingen i Return on equity. Financial leverage multiplier har været meget svingende i analyseperioden. Er tallet større end 1 bør ROE være større end ROIC, dog kan tax effect ratio påvirke dette. I analysen blev der fundet frem til at financial leverage multiplier er større end 1 i 3 af de analyserede år og kun i 2016/17 er ROE mindre end ROIC. I årene med underskud er multiplieren større end 1, men dette er negativt da virksomheden ikke kan bære renteudgifterne i de 2 år med underskud. Udviklingen ses i financial cost ratio og financial structure ratio. Structure ratio er stort set konstant i perioden, hvorfor det er cost ratio som er årsagen til udviklingen i financial leverage multiplier. Det sidste tal i analysen af ROE er tax effect ratio, denne har ligeledes været svingende i perioden. Dette skyldes at der mange komplekse skattemæssige forhold der spiller ind i opgørelsen af skattepligtig indkomst. Derfor kan den betalte skat godt være større eller lavere end 22% af resultatet før skat. Det er derfor ikke dette nøgletal som Harboe kan påvirke alt for meget. Alt i alt så har der været stor udvikling i alle

ROEs komponenter, men det er primært ROIC og financial leverage multiplier som Harboe kan arbejde aktivt med at forbedre.

Som led i analysen af Harboes gældsstruktur og likviditet blev der regnet en acid test. Denne analyse viste at i de seneste 5 år er det kun i 2020/21 at Harboe har likvider og tilgodehavender nok til at kunne betale deres kortfristede gæld. Tallet er dog i den høje ende i de øvrige år, på omkring 80-90% af den kortfristede gæld som kunne dækkes. Dette betyder, at Harboe har forbedret forholdet mellem deres likvider og kortfristede gæld.

Dernæst undersøger analysen hvordan Harboes arbejdskapital (WCR) er sammensat og har udviklet sig. Her blev der blandt andet undersøgt hvilken strategi Harboe har anvendt i forbindelse med finansieringen af WCR. Der er typisk 3 strategier, Matching, konservativ eller aggressiv. Analysen kom frem til, at Harboe anvender en konservativ strategi, da de har finansieret alt deres langfristede investeringer med langfristet gæld og der er en del af de kortfristede investeringer som ligeledes er finansieret med langfristet gæld. Det betyder at der i perioder er overskydende likviditet når man fratrækker den kortfristede gæld fra den likvide beholdning. Disse likvider kan anvendes til at foretage yderligere kortfristede investeringer. Ved de to andre strategier skulle der ved yderligere investeringer findes yderligere likviditet, typisk via lån. Denne strategi er også medvirkende til en høj liquidity ratio. Jo højere denne er jo mere likvid er firmaet. Liquidity ratio er over 100% i 3 af de analyserede år, hvilket er meget positivt.

For at kunne se på handlepunkter for Harboe i forbindelse med WCR, er der undersøgt Harboes cash-to-cash period, da den sammen med de delkomponenter der indgår i beregningen, er med til at vise udviklingen i WCRs delkomponenter såsom debitorer, kreditorer og lager. I analysen er der fundet frem til at Harboes cash-to-cash period har udviklet sig negativt, da den er steget fra ca. 55 dage til ca. 80 dage. Det betyder at fra 2016/17 til 2020/21 tager det ca. 25 dage længere for Harboe at få betaling efter de selv har betalt for varen. Likviditetsmæssigt er dette en negativ udvikling. Det blev fundet frem til at det er udviklingen i collection period og payment period som har påvirket dette negativt. Som det fremgår af Porters Five Forces analysen (punkt 3.3), så har Harboe en rammeaftale med Netto som er del af Salling Group. Salling Group er så stor en spiller på markedet, at de selv kan stille krav til betalingstider og derfor kan det være svært for Harboe at gøre collection period bedre. Derudover ses det i analysen at ved indkøb af råvarer er en af midlerne til at forhandle bedre priser at man tilbyder

hurtigere betaling. Her skal Harboe afgøre om de prisbesparelser kan opveje den ventetid de har på likvider i den anden ende.

Harboes frie cash flow kunne godt indikere at den stigende cash-to-cash period godt kan betale sig, samt at virksomhedens investeringer giver positive cash flows. Harboe skaber et positivt frit cash flow i 4 ud af de 5 analyserede år. Dette underbygger de tidligere undersøgte nøgletal på hhv. soliditetsgrad og liquidity ratio, som begge viser et meget solvent og likvidt firma.

I analysen med de øvrige konkurrenter i branchen er der undersøgt hvilken rolle Harboe har i markedet og hvordan de klarer sig i forhold til deres nærmeste konkurrenter. Her blev det vurderet at Carlsberg A/S og Royal Unibrew A/S var de mest sammenlignelige virksomheder i form af deres internationale tilstedeværelse og deres øl sortiment. Derudover blev Thisted Bryghus A/S valgt grundet en stor national tilstedeværelse, samt det interessante aspekt i at deres forretning er bygget op omkring specialøl segmentet. Der er analyseret på omsætning og udvikling i omsætning. Her er Harboe markant ringere end de 2 store Carlsberg A/S og Royal Unibrew A/S, men også ringere end Thisted Bryghus A/S. Harboe omsætter for ca. mia. DKK 1,3, hvilket er mindre end Carlsberg A/S og Royal Unibrew A/S med henholdsvis ca. mia. DKK 66 og mia. DKK 8,7. Det er dog mere end Thisted Bryghus A/S som omsætter for ca. mio. DKK 59 i 2020/21. Kigges der på indeks af udviklingen siden 2016/17, så er alle steget undtagen Harboe, dette vidner om et marked i vækst, men Harboe ser ud til at tabe andele i det voksende marked. Derudover er der undersøgt hvordan virksomhederne har omkostnings-tilpasset deres forretning, ved at undersøge virksomhedernes EBIT%. Her ses samme tendens som tidligere nævnt, nemlig at Harboe er langt under de øvrige konkurrenter. Harboe har som de eneste negativ EBIT% i perioden og trods en positiv udvikling i 2020/21, hvor de har vendt kurven, så er Harboes EBIT% kun knap 1%, mens de øvrige konkurrenter spænder fra 6% helt op til ca. 19%. Der er klart et vækstpotentiale for Harboe, hvis de kan formå at vinde nogle de markedsandele, da alt tyder på at markedet er i vækst.

5 Budgettering

5.1 Introduktion til budgettering af Harboe

Dette afsnit omhandler budgettering af Harboes aktiviteter i den kommende fremtid, denne budgettering vil danne grundlag for udarbejdelsen af proforma opgørelserne, der har til hensigt at opføre fremtidige regnskabsmæssige poster.

Værdien Harboe skaber overfor sin ejerkreds, kan betegnes som et resultat af relationer mellem hhv. finansierings- og driftsaktiviteterne.

For at kunne belyse virksomhedens fremtidige værdiskabelse, er det essentielt at få udarbejdet et budget. Budgettet skal være med til at belyse relationer mellem hhv. finansierings- og driftsaktiviteterne. Denne budgettering bliver bl.a. udarbejdet på baggrund af de kendte ikke finansielle værdidrivere oplyst i forbindelse med udarbejdelsen af den strategiske analyse.

I forbindelse med selve budgetteringen kan man med stor fordel forsøge at udarbejde budgettering ud fra en praktisk tilgang, en af de helt store fordele ved netop, at benytte den praktiske tilgang, er at outputtet bliver mere spiseligt for ejerkreds og samarbejdspartner, der kunne have interesse i Harboes fremtidige budget.

I forbindelse med udarbejdelsen af budgettering ved hjælp af den praktiske tilgang, vil der blive udarbejdet proforma opgørelser med afsæt i de reformulerede regnskaber udarbejdet i afsnit 4 i regnskabsanalysen.

For at kunne udarbejde proforma opgørelserne, skal der defineres forudsætninger med afsæt i de ikke finansielle og finansielle værdidrivere.

Når der skal udarbejdes et budget for en virksomhed, er det essentielt at være skarp på følgende punkter, ikke finansielle og finansielle værdidrivere, observationer fra bryggeribranchen og den generelle omverden ift. trends mv.

Budgetteringsperioden er ofte den samme for den enkelte virksomhed år efter år, sådan er det dog langt fra i alle virksomheder. I nogle tilfælde bliver der kun lagt et budget 2-3 år ud i fremtiden, hvis der er tale om brancher, hvor udviklingen er meget intensiv med mange fusioner og et højt digitalt udviklingsniveau.

Valg af budgetperiode sker på baggrund af flere parametre, der bliver bl.a. kigget på følgende, virksomhedens konkurrencemæssige fordele, virksomhedens alder i branchen er der tale om en

ny virksomhed eller en etableret aktør, derudover kan der blive stillet krav fra samarbejdspartner omkring en længere periode. Med afsæt i nedenstående figur, vurderes det, at Harboes vækstudsigter i bryggeribranchen er begrænset. Eftersom Harboe er en moden aktør i branchen og det vurderes samtidigt at Harboes konkurrencemæssige fordele er stærkt begrænset grundet store konkurrenter i det globale bryggerimarked. På baggrund af følgende fastsættes budgetperioden til 5 år. Perioden der kommer efterfølgende kendetegnes som terminalperioden, hvor der vil være indregnet en lineær konstant vækstrate for hele perioden.

Virksomhedensspecifik konkurrencemæssigfordel	Vækstudsigter for branchen			
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kort sigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på langt sigt	10 år	20 år	20 år

Figur 31 - Vækstudsigter for branchen (Egen tilvirkning)

5.2 Budgetteret salgsvækst fordelt på Harboes hovedmarkeder.

Budgettering af salgsvæksten tager afsæt i de identificeret værdidrivere der er beskrevet i afsnit 3 under den strategiske analyse, derudover er der taget afsæt i Harboes historiske udvikling i deres nettoomsætning. Ligesom i den strategiske analyse vil der blive fokuseret på den samlede koncern, og der vil derfor blive lagt budget for virksomhedens samlede koncern, der er bedre kendt som følgende 3 markeder: det danske marked, det tyske marked, de øvrige lande.

I det strategiske arbejde blev de geografiske forskelle og øvrige forskelle i de 3 markeder belyst, det er alt sammen noget der går direkte ind om påvirker måden at drive forretning på, grundet kulturforskelle mv. Netop disse forskelle påvirker også Harboes evner til at lykkes i markedet, hvilket afspejler sig i differentieret vækst i de enkelte markeder. Derudover vil der blive taget afsæt i virksomhedens AOH, der udtrykker aktivernes omsætnings hastighed, til en budgettering af kommende investeringer i de 3 markeder i forbindelse med budgetteringen af salgsvækst.

Det danske marked

I forbindelse med budgetteringen af salgsvæksten for det danske marked, er det essentielt at kigge på f.eks. Harboes historiske tal. Som nævnt i afsnit 4, har Harboe haft en stabil vækst på det danske marked over de sidste 5 år. Harboe har i det seneste regnskabsår leveret en nettoomsætning på t.DKK. 379.829 hvilket udgør 29% af Harboes samlet nettoomsætning. På trods af at Harboe er en dansk virksomhed med danske rødder, er det danske marked deres mindste marked.

I det strategiske arbejde er det blevet belyst og analyseret hvad Harboe kan forvente af deres fremtidige position på det danske marked.

Her blev det bl.a. konkluderet at det danske marked er et modent bryggerimarked, grundet dens lange traditioner med ølbryggeri i Danmark. Derudover viste analyserne, at tendenser hos den danske befolkning kunne påvirke hele branchen, her blev det bl.a. belyst at den sociale adfærd var en relativt stor markeds kræft, et f.eks. stigende fokus på sundhed vil påvirke bryggeribranchen, da sundhed og øl ikke går hånd i hånd. Dernæst blev det konkluderet at truslen fra substituerende produkter, som f.eks. vin og øvrige alkoholiske produkter, udgør en mindre trussel i det samlede billede, eftersom de store konkurrenter, ofte har relative identiske produkter med differentieret smag. Det blev derudover konkluderet at det danske bryggeri-marked er et intensivt marked, med et højt konkurrencemæssigt niveau. Grundet ovenstående vurderes det, at det danske marked er relativt mættet, hvilket vil betyde at vækstniveau ville kunne stagnere på langsiget. I forbindelse med den strategiske analyse blev salget for hele koncernen analyseret, hvor der blev opstillet en 5-årige analyse periode, der fremgår i afsnit 3.1. Analysen viste bl.a. at Harboe havde en god vækst på hele 8,56% i seneste regnskabsår på det danske marked isoleret set. På baggrund af ovenstående strategiske analyse og regnskabsanalysen af analyseperioden på de 5 år, fastsættes den budgetteret vækst, til et niveau på 6% i 2021/22. I de efterfølgende år vil væksten være differentieret grundet den forventet udvikling på markedet.

t.DKK	2020/21R	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Danmark							
Omsætning	379.829	402.619	422.750	439.660	457.246	475.536	494.557
Budgetteret vækst i %		6%	5%	4%	4%	4%	4%

Figur 32 - Budgettering for det danske marked (Egen tilvirkning)

Det tyske marked:

I forbindelse med budgetteringsprocessen bliver der foretaget en analyse på 5 år, på baggrund af Harboes historiske omsætningstal i stil med på det danske marked. Det kan konkluderes på baggrund af analysen, at Harboe har leveret på et stabilt niveau på det tyske marked gennem de seneste 5 år. Ved seneste regnskabsår har de leveret t.DKK 531.590 hvilket svarede til 40% af deres samlede koncernnettoomsætning. Derudover er det tyske marked Harboes pt. største marked.

Ligesom ved det danske marked, er der foretaget en strategisk analyse af Harboes nuværende og fremtidige position på markedet. Det tyske marked kendetegnes ligesom det danske marked som et modent bryggerimarked, grundet deres mangeårige traditioner for at ølbryggeri. Der er derudover analyseret på hvordan tendenser hos den tyske befolkning ville kunne påvirke salget af øl mv. Her er der især fokuseret på den sociale adfærd ligesom ved det danske marked, der fortsat vurderes som en relativ stor markedskræft, der kan påvirke bryggerimarkedet i begge retninger. Kommer der f.eks. et stigende fokus på sundhed, vil efterspørgslen, højst sandsynligt falde over tid, hvorfor man som bryggerivirksomhed skal være klar på at kunne tilbyde substituerende produkter med en sundere brand værdi. Det vurderes samtidigt at den konkurrence fra de substituerende produkter, er relativ begrænset, da deres nærmeste konkurrenter ofte har identiske produkter med differentieret smag. I regnskabsanalysen blev det gjort klart, at det tyske marked, fortsat er et stabilt marked, trods en mindre nedgang i salget på 3,29% i regnskabsåret 2020/21, hvorfor der fortsat vurderes at være basis for vækst i netop dette marked. På baggrund af ovenstående samt Harboes planer om at øge deres investeringer i deres internationale markeder (HB årsrapport 2020/21, s. 15-17) er der blevet lagt nedenstående budget for det tyske marked. Der er lagt en differentieret vækst i løbet af de kommende 5 budgetår, hvori der er budgetteret 2% i 2021/22.

t.DKK	2020/21R	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Tyskland							
Omsætning	531.590	542.222	553.066	575.189	598.196	622.124	647.009
Budgetteret vækst i %		2%	2%	4%	4%	4%	4%

Figur 33 - Budgettering for det tyske marked (Egen tilvirkning)

De øvrige markeder:

I forbindelse med budgetteringsprocessen bliver der foretaget en analyse på 5 år på baggrund af Harboes historiske omsætningstal i stil med det hhv. Danske og Tyske marked. Det kan konkluderes på baggrund af analysen, at Harboe har leveret på et nedadgående niveau på de øvrige markeder ift. på det danske og tyske marked. Harboe har ved seneste regnskabsår leveret t.DKK 416.765 hvilket svarede til 31% af deres samlede koncernnettoomsætning. Hvorfor de øvrige markeder er Harboes andet største marked. De øvrige markeder har leveret en nedgang i salget på 24% siden 2016/17, hvilket er kritisk set med økonomiske briller. Ligesom ved hhv. det Danske og Tyske marked, er der udarbejdet en strategisk analyse med særligt fokus på konkurrencen fra konkurrenter og substituerende produkter. Konkurrencesituationen er analyseret ud fra den tilgængelige data, der er f.eks. ikke defineret i Harboes årsrapport mv. hvilke lande, øvrige lande dækker over. Det er derfor antaget, at der er tale om sammenlignelige lande, som hhv. det danske og tyske marked. Ift. de substituerende produkter, vurderes konkurrencen ligesom på hhv. det danske og tyske marked, at være relativ lav, da det vurderes at bryggeriproducenterne har relativ identiske produkter, med differentieret smag. På baggrund af ovenstående analyser, og Harboes erklæret målsætning om, at øge deres investeringer på de internationale markeder, er der blevet foretaget en differentieret vækst, hvor der er budgetteret en vækst på 2% første budgetår 2021/22, og derefter en procentuel stigning på 2% årligt.

t.DKK	2020/21B	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Øvrige lande							
Omsætning	416.765	425.100	442.104	468.631	506.121	556.733	612.406
Budgetteret vækst i %		2%	4%	6%	8%	10%	10%

Figur 34 - Budgettering for de øvrige lande (Egen tilvirkning)

5.3 Budgettering omkostninger

I forlængelse af ovenstående omsætningsbudgettering, har budgetteringsprocessen også et andet ben, hvorfor det er essentielt også at analysere omkostningerne der er forbundet med at generere nettoomsætningsvæksten på de ovenstående 3 markeder. Som nævnt i de ovenstående afsnit, ønsker Harboe at øge deres investeringer på deres internationale markeder, hvilket ikke gøres omkostningsfrit. Der vil blive analyseret på følgende: produktionsomkostninger, salgs- og markedsføringsomkostninger, administrationsomkostninger, distributionsomkostninger samt hhv. andre driftsindtægter og driftsomkostninger. Til budgetteringen benyttes bl.a.

common size modellen, og en mere simpel omkostningsfordeling af de budgetteret omkostninger. Common size analysen tager afsæt i de budgetteret nøgletal fordelt ud i deres andel af omsætningen. Den giver et direkte billede, af hvor stor en andel de enkelte omkostninger udgør af den samlede omsætning, hvilket er et godt analyseværktøj, hvis en virksomhed skal finde ud af, hvor de skal bruge deres kræfter på fremtidig vækst. I nedenstående common size analyse, ses det at deres omkostninger ligger stabilt over en 5-årig periode hvilket er et udtryk, for at Harboe har styr på deres arbejdsprocesser.

Common size analyse						
	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	GNS.
Administrationsomk.	3,17%	3,39%	3,58%	4,00%	3,73%	3,58%
Andre driftsindtægter	1,26%	1,14%	1,09%	0,89%	1,00%	1,08%
Andre driftsomkostninger	0,44%	0,45%	0,24%	0,65%	0,25%	0,40%

Figur 35 - Common size analyse (Egen tilvirkning)

Budgetteringen af omkostningsfordelingen, tager afsæt i Harboes målsætning om, at bliver en større aktør salgsmæssigt på de internationale markeder. For at blive en større aktør, skal de foretage investeringer aktivt i deres markeder for at vinde markedsandele. Der vil derfor i den efterfølgende figur ses et omkostningsniveau, der er stødt stigende i løbet af budgetårene, for at imødekomme den forventet udvikling i virksomhedens internationale markeder. Afskrivinger tages særskilt i nedenstående afsnit vedr. budgettering af Capex.

Budgettering af omkostningerne ser ud som følgende: vareforbruget budgetteres med en stigning på 3% årligt i hele budgetperioden, da det forventes at følge den samlede budgetteret omsætning. Salgs- og distributionsomkostningerne er budgetteret lidt anderledes, det sker på baggrund af de historiske tal, det ses tydeligt, at der har været et fald fra t.DKK 203.548 i regnskabsår 2019/20 til t.DKK 153.647 i 2020/21, hvilket vurderes at være på grund af COVID-19 situationen, der har begrænset hele markedet i en længere periode. Der er derfor lagt en vækst ind i første budgetår på 30% til at imødekomme effekten fra COVID-19 i de efterfølgende år, er der lagt en vækst ind på 2%. De øvrige poster bestående af: administrationsomkostninger, andre driftsindtægter, andre driftsomkostninger, er budgetteret med deres gennemsnitlige udvikling taget fra common size analysen. På baggrund af ovenstående, ses der et tydeligt billede af, at hovedparten af deres omkostninger følger den procentuelle vækst på hele koncernen, hvor de eneste omkostningsposter der stikker lidt ud, er salgs- og distributionsomkostningerne der stiger markant i første budgetår grundet COVID-19.

Budgettering omkostningsfordeling							
t. dkk	2020/21	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Vareforbrug	1.027.224	1.059.519	1.096.626	1.147.330	1.207.721	1.279.516	1.356.531
Salgs- og distributionsomk.	153.647	199.741	203.736	207.811	211.967	216.206	220.530
Administrationsomk.	49.570	48.991	48.991	48.991	48.991	48.991	48.991
Andre driftsindtægter	13.323	14.765	14.765	14.765	14.765	14.765	14.765
Andre driftsomkostninger	3.280	5.526	5.526	5.526	5.526	5.526	5.526

Figur 36 - Budgettering omkostningsfordeling (Egen tilvirkning)

5.4 Budgettering EBIT%

I Harboes årsrapport (HB årsrapport 2020/21, s. 15) nævner de deres fokus på indtjening og på omkostningsoptimering. Disse faktorer er beskrevet mere dybdegående i tidligere afsnit. Indirekte siger Harboe at de fokuserer på at EBIT og i endnu større grad EBITDA marginerne som målepunkter. De ønsker forbedringer på begge tal, da de seneste år har været præget af COVID-19. Blandt andet nævnes et stort fokus på optimering af salgs- og distributionsomkostningerne. Derudover er der fokus på at forsøge at nogenlunde fastholde niveauet i de øvrige faste omkostninger. I regnskabsanalyseafsnittet ses det at EBIT% svinger meget i de seneste 5 år. Gennemsnitligt ligger den på 0,54%. Med udgangspunkt i Harboes egne forventninger/ønsker så kunne det forventes at hæve denne. Der er dog budgetteret med stigende investeringer, som nævnt i afsnit 5.2, hvilket også medfører stigende afskrivninger. Der er derfor budgetteret med en negativ EBIT% i stort set hele budgetperioden. Det er først i år 5 samt terminalåret at der forventes en positiv EBIT%, som følge af investeringerne på udenlandske markeder, som også er et mål for Harboe (HB årsrapport 2020/21, s. 16). Det ses at EBIT% er lavest ved knap -2% i det første budgetår og efterfølgende stiger meget stille og roligt og lige kommer over 0 i år 5. Det giver god anledning til at kigge på EBITDA%, da afskrivninger ikke er en monetær udgift og EBITDA% derfor udtrykker forholdet mellem omsætning og de omkostninger som Harboe direkte kan styre og justere over tid. Her ses en budgettering på 5-7%, hvilket vil ske med en stigning i de globale markeder og en stigning i salgskanalerne og et nogenlunde jævnt niveau for det øvrige kapacitetsomkostninger.

5.5 Budgettering renter og SKAT

Harboe nævner ikke direkte en forventning til det fremtidige renteniveau. Det har derfor ikke været muligt at få virksomhedens egne forventninger med som en del af den samlede budgetterings betragtning. Dog nævner Harboe en forventning i stigende investeringer (HB

årsrapport 2020/21, s. 16), dette er også det budgetterede estimat som vist ovenfor og selve investeringerne vil blive gennemgået dybere i næste afsnit. En typisk følge af stigende investeringer vil oftest være stigende renter. Såfremt der skal optages lån/gæld. Som nævnt i afsnit 4.2.2 anvender Harboe en konservativ strategi vedrørende deres finansierings-sammensætning af arbejdskapitalen. Denne strategi betyder at der typisk er mere likviditet end kortfristet gæld (Hawawini & Viallet kap. 5. s. 173-175). Af denne årsag er det fundet rimeligt at antage at enten mængden af fremmed kapital kan nedbringes eller den nødvendige fremmed kapital kan starte lavere grundet den store likviditet. Udviklingen i renterne er budgetteret med en 15% stigning det første år, som følge af stor stigning i investeringerne det første år. Derefter holdes en konstant stigning i renteniveauet på 5%, som følge af en konstant stigning i investeringerne.

Skatten er fastsat til 30% af EBT i hvert år. Dette er grundet Harboes mange salgsmarkeder, som gør at udelukkende anvende den danske sats på 22% (Skat.dk, 2022) ikke ville give et retvisende billede af koncernens samlede skatteforhold. Det er derfor vurderet at en stigning på 8%-point, vil dække de forskelle der måtte være på det forskellige markeder. Som det ses af bilag 9, er der et underskud og derved negativ skat i de første 4 år af budgetperioden. Negativ skat kan fremføres til modregning i senere positiv indkomst (SEL §12 stk.1). Der er budgetteret med ca. mio. DKK 29 skattemæssige underskud i alt i de 4 første budgetår. Der er i budgetår 5 og terminalåret er der ikke budgetteret med nogen skat, da disse udviser et samlet EBT på ca. mio. DKK 24, hvorfor der er underskud i de første år til at dække den samlede skattepligtige indkomst. Et argument for at stadig anvende skat i terminalåret er at denne viser alle år efter budgetperioden alt andet lige. Der er dog vurderet at efter de 5 år er det for uforudsigeligt, hvordan det får hvorfor det forventes at den negative skat rækker langt i den fremtidige skattepligtige indkomst.

5.6 Budget Capex

Harboe giver i seneste årsrapport udtryk for et ønske at foretage investeringer i udlandet (HB årsrapport 2020/21, s. 16). Der er derfor budgetteret med stigning i investeringsaktiviteterne. Se figur 39.

Budget Netcapex	2020/21R	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Anlægsaktiver primo	768.143	706.954	718.667	727.043	732.522	735.489	736.283
Investering	36.571	109.713	107.519	105.368	103.261	101.196	99.172
Af- og nedskrivninger	97.760	98.000	99.142	99.889	100.294	100.402	100.255
Ultimo	706.954	718.667	727.043	732.522	735.489	736.283	735.200

Figur 37 - Budget Netcapex (Egen tilvirkning)

Der er budgetteret med en stigning på 300% i det første budgetår og derefter et moderat fald på 2 % pr. år efterfølgende.

Den store stigning det første år er for at genvinde nogle af de markedsandele som har været i tilbagegang på særligt de udenlandske markeder, se figur 8. Som det fremgår af side 18 i HB årsrapport for 2020/21, er Harboe allerede repræsenteret på rigtig mange markeder rundt omkring i verdenen. Derfor kunne investeringer blandt andet være til at bygge et nyt bryggeri anlæg i enten Asien eller Sydamerika/Americas. Dette er for at give kortere leveringstider og derved lavere fragt omkostninger, som især med COVID-19 har været presset på de globale markeder (Bring.dk, 2022). Et lokalt forankret bryggeri kunne give hurtigere distribution og samtidig have bedre tilpasning af special varianter af øl og læskedrikke, som er tilpasset lokalk markedet, da lokale råvarer vil være billigere og nemmere at anvende i produktionen. Det er værd at nævne med billigere, menes billigere at købe hjem og få leveret, da fragt omkostningerne vil være lavere. Det forventes de kommende år, at specialøl vil være i stor fremgang (HB årsrapport 2020/21, s. 19). Det er forventningen af der skal fortsættes med løbende investeringer i årene efter, dog ikke i helt samme niveau, hvorfor disse kommer til at falde med 2 % i de efterfølgende år. Dette kunne være til flere bryggerier, anlæg som optimerer nuværende processer eller til opkøb af eksisterende spillere på markederne. Dette gøres trods et ønske om en forbedret EBITDA (HB årsrapport 2020/21, s. 21). Det er derfor vurderet at det er den måde Harboe bedst kan opnå ønsket om en bedre EBITDA i fremtiden. Dette spiller godt overens med den stigning der budgetteret med i omsætning, som skal generes via investeringerne på de internationale markeder. Der også forventer til en smule investeringer i både Danmark og Tyskland for at kunne bibeholde markedspositionerne og udvide en smule i salgsmængderne.

Afskrivningerne forventes at holde sig med en nogenlunde fast udvikling på 12% pro anno. Dette svarer til gennemsnittet af afskrivninger, set i forhold til afskrivninger primo i regnskabsanalyseperioden. Der er ikke ændret i denne grundet at der i perioden højst sandsynligt vil være aktiver som er færdigafskrevet og derfor bliver disse erstattet af de nye investeringer. Dette ses også i afsnit 4.1 figur 19, hvor der også har været nogle år med store

investeringer, men afskrivningerne er voldsomt steget og de udgør ca. 12% af primo anlægsaktiver hvert år. Den anden faktor er, at Harboe prioriterer EBITDA som målepunkt frem for EBIT, som benævnt tidligere i dette afsnit, er det derfor ikke så vigtigt om udviklingen i afskrivninger stiger med et par procent om året eller om den konstant med samme procentsats, da EBITDA indtjening før afskrivninger, renter og skat.

5.7 Budgettering af WCR

For at kunne regne et fremtidigt frit cash flow er det nødvendigt at budgettere en udvikling i WCR så der kan regnes udviklingen i WCR pr. år. Nedenstående figur viser budgetteringen af WCR.

WCR budget	2020/21R	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår	Årlig udvikling:
+ Debitorer	264.396	269.684	275.078	280.579	286.191	291.915	297.753	2%
- Kreditorer	117.908	120.266	122.671	125.125	127.627	130.180	132.784	2%
+ Lagre	144.726	146.173	147.635	149.111	150.602	152.108	153.630	1%
+ Periodeafgrænsningsposter	8.351	8.435	8.519	8.604	8.690	8.777	8.865	1%
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	135.483	138.193	140.957	143.776	146.651	149.584	152.576	2%
WCR i alt	164.082	165.833	167.603	169.394	171.205	173.036	174.888	

Figur 38 - WCR Budget (Egen tilvirkning)

WCR består af mange delelementer. Der er arbejdet med en fast udvikling pr. år for hvert element der indgår i beregningen af WCR. Debitorer er sat til at stige med 2% som følge af den budgetterede stigning i omsætning, da en større salgsmængde alt andet lige vil betyde flere kunder eller større ordresummer og derved en stigende mængde debitorer. Der er budgetteret med samme udvikling i kreditorerne, dette skyldes at ved en større salgsmængde skal der også produceres mere og derved købes mere hos deres leverandører. Derudover så er det en formodning at der kan blive forhandlet bedre betalingstider end de analyserede i afsnit 4.2.3 under cash-to-cash period. Dernæst er der budgetteret med 1% i vækst på lagrene, dette kommer af den øgede produktionsmængde, størstedelen forventes afsat, men der formodes også en lille stigning i varelagerbindingen. Periodeafgrænsningsposterne forventes ikke at udvikle sig markant, hvorfor der er budgetteret med en 1% stigning pr. år heraf. Øvrig gæld forventes at udvikle sig med 2% pr. år, dette er som følge af større omsætning, som vokser mere end omkostningerne, hvorfor der forventes større skyldig moms heraf. Derudover er det også med flere lønrelaterede gældsposter, som forventes at komme ved investering i et nyt bryggeri. Samlet set giver dette en lille stigning i WCR pr. år, da debitorer er klart den største post i beregningen.

6 Værdiansættelse

6.1 Introduktion til afsnittet

Det følgende afsnit vil besvare underspørgsmålene fra punkt 1.2, under værdiansættelse, om hvorvidt Harboes aktie er over- eller undervurderet og om der opstår stor forskel mellem den beregnede og faktiske børskurs. Værdiansættelsen tager afsæt i vores tidligere strategiske- og regnskabsmæssige analyse, jf. henholdsvis afsnit 3 og 4. Hertil er det udarbejdede budget under afsnit 5 bindeleddet, mellem vores fundamentalanalyse og værdiansættelsen. Til besvarelse heraf vil der blive udarbejdet en Discounted Cash Flow beregning. DCF-modellen tager udgangspunkt i free cash-flows, og vil være den primære model til anvendelse for værdiansættelsen. Den teoretiske værdiansættelse herudfra vil derefter sammenholdes med Harboes aktiekurs pr. 30.04.21. Der vil igennem afsnittet for værdiansættelsen blive opstillet formler i projektet, med udgangspunkt for beregninger foretaget i Excel. Der kan derfor forekomme afvigelser i form af afrundinger, decimaler og lign.

6.2 Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

6.2.1 WACC – Weighted Average Cost of Capital

Fundamentet i en vores værdiansættelse tager udgangspunkt i Harboes kapitalomkostninger, hvilket betegnes som virksomhedens WACC, Weighted Average Cost of Capital. WACC udtrykker det minimumsafkast der er påkrævet, for at opfylde forventningerne hos udbyderne af virksomhedens kapital.

Formlen som benyttes til udregning af WACC er specificeret i nedenstående formel (Hawawini & Viallet, formel 12.12):

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

Ovenstående elementer i formlen udgør henholdsvis:

- k_D = omkostninger ved finansiering gennem fremmedkapital
- k_E = omkostninger ved finansiering gennem egenkapital
- E = egenkapitalfinansiering

- T_C = den effektive skatteprocent
- D = gældsfinansiering

Der skal dog i ovenstående WACC fastsættes nogle parametre, for at gøre beregningen valid for en given virksomhed. Disse vil blive gennemgået enkeltvis i afsnittet.

Beta:

Beta udtrykker risikoen, som medfølger investeringen i en given aktie sammenholdt med markedsporteføljen. Jo højere denne værdi er, jo større er den tilhørende risiko ved investeringen. Beta-værdien i WACC-beregningen er fastsat på baggrund af det gennemsnitlige beta i bryggeribranchen, jf. Damodaran dataudtræk i bilag 4, samt på baggrund af operating og financial risk. Disse faktorer er alle taget med i betragtningen, for at forbedre validiteten på beta-værdien i vores beregning. Det vurderes at Harboes operating risk er relativt lav, da de har en solid likviditet samt fornuftige cashflows de 5 seneste regnskabsår. Udviklingen i virksomhedens gældsposter, sammenholdt med det positive cashflow, argumenterer endvidere også for en mindre risiko.

På baggrund af ovenstående, samt vores beregninger i bilag 7, fastsættes beta-værdien til 0,708. Denne beta-værdi vurderes passende, da den ligger på niveau med bryggerimarkedet, som fremgår af bilag 4 (Damodaran, 2022), og da Harboes produkter udelukkende er forbrugsgoder, hvortil en eventuel negativ udvikling på den globale økonomiske situation ikke vil have indvirkning på Harboes afsætning af produkter. Tolkningen af betaværdien vurderes til at være en investering med mindre risiko end markedsporteføljen, jf. nedenstående tabel (Sørensen, 2017, kap. 2 s. 40)

$\beta = 0$	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 39 - Tolkning af beta (Sørensen, 2017, kap. 2 s. 40)

Den risikofrie rente:

Den risikofrie rente er fastsat på baggrund af en 10-årig dansk statsobligation, hvilket typisk er fremgangsmetoden. Der er valgt en dansk statsobligation, fremfor en eventuel gennemsnitlig rente beregnet på baggrund af flere lande. Dette skyldes, at i forbindelse med risikofri investering formodes det at Harboe vil investere likviditeten i et velkendt marked, hvor en stor del af deres administration er placeret. Renteprocenten er derfor sat til 0,72 på baggrund af Danmarks Statistik, marts 2022 jf. bilag 3.

Markedsrisikopræmie:

Markedspræmien er det afkast der forventes af en given investor, ved investering i aktiemarkedet fremfor statsobligationer. Markedspræmien er fastsat til 4,5%. Dette er på baggrund af, at igennem en længere årrække har markedsrisikopræmien lagt mellem 4% – 5%, ud fra undersøgelser og samlet vurdering fra skattestyrelsen, som endvidere anbefaler en markedsrisikopræmie på 4,5% (Skat.dk, 2019).

Cost of Equity:

Med en betaværdi, den risikofrie rente samt markedsrisikopræmien kan der nu regnes Cost of Equity. Den regnes ved at gange betaværdien sammen med markedsrisikopræmien og plusse med den risikofrie rente, som vist i formelen nedenfor:

$$0,708 * 4,5\% + 0,72\% = 3,90\%$$

Den effektive skatteprocent:

Den effektive skatteprocent kan med fordel fastsættes til den danske skatteprocent på 22%, men det fremgår dog af Harboes seneste årsrapporter, at der forekommer skatteomkostninger af anden karakter, samt rækker Harboes markeder sig på flere lande, med vidt forskellige skattesatser, hvilket argumenterer for at skatteprocenten fastsættes på baggrund af et estimat. Den effektive skatteprocent er derfor fastsat til 0,3. Dette afviger dog fra enkelte år i budgettet,

hvilket skyldes, som nævnt i punkt 5.8, at negativ skat kan fremføres til modregning i senere positiv indkomst (SEL §12 stk.1).

Gennemsnitlig gældsrente:

Den gennemsnitlige gældsrente er beregnet på baggrund af Harboes rentebærende gæld (HB årsrapport 2020/21, s. 73). Der er her taget finansieringsomkostningerne i 2020/21, hvilket fremkommer i resultatopgørelsen til analyseformål jf. afsnit 4.1, hvilket er divideret i den gennemsnitlige rentebærende gæld for regnskabsåret. Udregningen er derfor således (opgjort i t.DKK):

$$\frac{6.783}{(135.800 + 120.400)/2} = 5,30\%$$

EK/Gældsandel:

De sidste 2 elementer til WACC beregningen er K_D og K_E . K_E findes ud fra målet for Debt equity. Målet er fast til 1,40. Dette er på baggrund af et gns. i de realiserede år på 1,36 og med forventning om fremtidige investeringer, så vurderes et mål på 1,40 at være realistisk. For at finde K_E tages formelen $1/(1+1,40)$. Dette giver en K_E på 42% og en K_D på 58%, da denne udgør resten.

Med udgangspunkt i ovenstående punkter, og fastlæggelse af respektive parametre, kan WACC nu beregnes, ved følgende formel:

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

$$WACC = 42\% * 3,90\% + 5,30\% * (1 - 30\%) * 58\% = 3,79\%$$

6.2.2 FCF

Det frie cash flow, er som nævnt i punkt 4.2.4, det cash flow der er tilgængeligt for virksomhedens investorer, såsom långivere og aktionærer. Harboes fremtidige cash flow er en

væsentlig faktor i værdiansættelsen af virksomheden, da denne fortæller hvilken værdi virksomheden kan genere i fremtiden.

Til beregning af det frie cash flow anvendes nedenstående formel:

$$\text{Frie Cash Flow} = \text{EBIT}(1 - t) + \text{afskrivninger} - \Delta\text{WCR} - \text{NETCapex}$$

Ved brug af ovenstående formel, og tilhørende parametre, fremgår Harboes frie cash flow af nedenstående model.

Frie cash flow	t.DKK	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	2026/27T
Omsætning		1.368.030	1.422.751	1.493.888	1.568.583	1.662.698	1.762.459
EBIT	-	27.033	- 21.937	- 12.909	- 1.090	13.914	30.304
EBIT*(1-tax)	-	18.923	- 15.356	- 9.037	- 763	9.740	21.213
+ Depreciation		98.000	99.142	99.889	100.294	100.402	100.255
- Investeringer	-	109.713	- 107.519	- 105.368	- 103.261	- 101.196	- 99.172
- Ændring i WCR	-	1.751	- 1.771	- 1.791	- 1.811	- 1.831	- 1.852
Free cash flow	-	32.387	- 25.503	- 16.306	- 5.541	7.115	20.444

Figur 40 - Det frie cash flow (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående figur, så vil Harboe genere et negativt cashflow i 4 ud af 5 budget år. Der vil dog i terminalperioden, samt det sidste budgetår, forekomme positive cash flows, hvilket vil medføre en fremtidig vækst på baggrund af årene med en aggressiv investeringsstrategi.

Der henvises endvidere til afsnit 6.2.4 for den fulde beregning og opgørelse af DCF-modellen samt det tilhørende cashflow.

Nutidsværdien af de frie cash flows skal dog tilbagediskonteres for den budgetterede periode. Dette gøres i næste afsnit vedrørende terminalværdien.

6.2.3 Terminalværdien

Terminalperioden er som redegjort for i afsnittet for budgettering, den periode som forløber uendeligt efter budgetteringsperioden. Terminalåret i dette projekt er 2026/27 hvilket benyttes til beregningen af terminalværdien. Til beregningen heraf benyttes nedenstående formel (Hawawini & Viallet, side 506):

$$\text{DCF Value (terminal værdi)} = \frac{\text{Cash Flow terminalår}}{\text{WACC} - g}$$

Det frie cashflow i terminalåret fremgår i figur 42 i afsnittet ovenfor. Harboes WACC er tidligere beregnet i afsnit 6.2.1, og g er vækstraten. Vækstraten er afgørende for værdiansættelsen og har en stor betydning for den teoretiske værdi og dermed Harboes teoretiske vækstmuligheder. Som det tidligere er angivet, har Harboe vækstmuligheder i udlandet. Herudover er markedet i udvikling og der ses en tendens til, at specifikke typer af produkter har en stigende popularitet hos forbrugerne. En generel vækst på 1% virker derfor ikke usandsynligt. Herudover er der jf. bilag 5 en stabil inflation i Danmark de seneste 10 år. Der er kun fokuseret på inflationen i Danmark, da der fortsat er usikkerhed på hvilke præcise udenlandske markeder, og den tilhørende rolle på de respektive markeder, for Harboe i de 'øvrige lande' som oplyst i årsrapporten. Dertil er der fastsat en vækstrate på 2%, på baggrund af inflationsraten samt en generel vækst på 1%. Derfor kan terminalværdien opgøres på valid vækstrate jf. nedenstående formel (opgjort i t.DKK):

$$\frac{20.444}{3,79\% - 2\%} = 1.142.843$$

Ovenstående værdi skal herefter tilbagediskonteres til nutidsværdi ved brug følgende formel: Terminalværdi * $(1 + WACC)^{-\text{antal budgetår}}$. Nutidsværdi beregnes derfor til:

$$1.142.843 * (1 + 3,79\%)^{-5} = 948.928$$

6.2.4 DCF-modellen

DCF- er som nævnt den primære model til benyttelse for værdiansættelsen af Harboe. Formlen for DCF-modellen benyttes til at beregne den teoretiske egenkapitalsværdi. Forinden skal hele virksomhedens enterprisevalue dog først fastlægges, ved hjælp af følgende formel:

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

Det frie cash flow tilbagediskonteres til nutidsværdien, ved brug af en diskonteringsfaktor som er beregnet ved Harboes WACC. Terminalperioden er som tidligere nævnt betegnet som de fremtidige år efter 2026/27. Disse 2 beregninger udgør herefter tilsammen equity value som fremgår af nedenstående formel:

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

Når equity value er fastsat, kan den endelige teoretiske værdi af egenkapitalen beregnes.

Værdi ud fra DCF:	Budgetperiode						Terminalår
	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27	2026/27
Vækst i omsætningen	3%	4%	5%	5%	6%	6%	
EBIT%	-1,98%	-1,54%	-0,86%	-0,07%	0,84%	1,72%	
ΔWCR	165.833	167.603	169.394	171.205	173.036	174.888	
Tax effect ratio	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Investeringer	109.713	107.519	105.368	103.261	101.196	99.172	
Afskrivninger	98.000	99.142	99.889	100.294	100.402	100.255	

Frit cash flow	t.DKK	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
Omsætning		1.368.030	1.422.751	1.493.888	1.568.583	1.662.698	1.762.459
EBIT		- 27.033	- 21.937	- 12.909	- 1.090	13.914	30.304
EBIT*(1-tax)		- 18.923	- 15.356	- 9.037	- 763	9.740	21.213
+ Depreciation		98.000	99.142	99.889	100.294	100.402	100.255
- Investeringer		- 109.713	- 107.519	- 105.368	- 103.261	- 101.196	- 99.172
- Ændring i WCR		- 1.751	- 1.771	- 1.791	- 1.811	- 1.831	- 1.852
Free cash flow		- 32.387	- 25.503	- 16.306	- 5.541	7.115	20.444
Terminalværdi	1.142.843,18						
NPV af explicit forecast periode	-68.331,60						
Antal budgetår	5,00						
NPV af terminalværdi	948.928,20						
Samlet EV	880.596,60						
+ Cash	16.642,00						
- Gæld	207.886,00						
= Equity value	689.352,60						

Egenkapital omregnet fra t.DKK til DKK	689.352.604,11
Antal aktier (Uden egne aktier)	4.222.658,00
Værdi per aktie	163,25
Aktuel kursværdi pr. 30.04.21 (29.04.21)	74,00

Figur 41 - Værdiansættelse ud fra DCF (Egen tilvirkning)

Væksten i omsætningen, EBIT%, Delta WCR, Tax effect ratio, udviklingen i investering samt afskrivninger kommer alt sammen fra budgettet hvorfor der henvises til hele afsnit 5. FCF er beskrevet tidligere i afsnit 6.2.2 hvorfor det ikke bliver beskrevet yderligere i dette afsnit. Som det ses af figur 43, er terminalværdien for Harboe meget positiv. Til gengæld er nutidsværdien af forecast perioden negativ. Dette skyldes, at der er budgetteret med negativ FCF i de første 4 budgetår. Den tilbagediskonterede nutidsværdi af terminalværdien t.DKK 948.928 og den samlede entreprenie value er 880.596, som følge af den negative budgetværdi. Når der korrigeres for cash og gæld, så bliver Harboes equity value beregnet til t.DKK 689.352,60. Sammenholdt med egenkapitalen i Harboes årsrapport er den t.DKK 679.778 (HB årsrapport 2020/21 s. 41). Det giver en forskel på ca. 10 mio. DKK og indikerer en undervurdering af Harboes aktiekurs. Aktieværdien pr. stk. er regnet ud fra antallet af aktier. Grundet Harboes særlige struktur har virksomheden mange egne aktier. Disse er der korrigeret for da virksomheden selv har finansieret disse aktier og dette ikke vil være retvisende for værdien pr. aktie (Euroinvestor.dk, 2021). Der er derfor 4.222.658 stk. aktier i alt (HB årsrapport 2020/21, s. 31). Her ses også en klar undervurdering, da værdien pr. aktie er regnet til DKK 163,25 og den aktuelle kurs pr. 30.04.21 er DKK 74, se bilag 6 for kursen.

Det helt specielle ved værdiansættelsen af Harboe er den særlige ejerstruktur. Det er svært at prisfastsætte en præcis værdibetydning strukturen har, og de tilhørende intriger og historier som har flagreret på flere medier igennem årene, men det vurderes dog at der er en tilhørende usikkerhed på baggrund af dette. I forhold til den beregnede værdi i DCF-modellen, og hvorvidt den er retvisende og valid, vendes der tilbage senere i afsnittet under del-konklusionen på værdiansættelsen.

Kritik af DCF-modellen:

Selvom DCF-modellen er en velkendt og hyppigt benyttet metode til at foretage en teoretisk værdiansættelse af en virksomhed, medfølger der dog fortsat risiko ved brug af modellen. DCF-modellen indeholder mange forskellige parametre, hvortil enkelte herunder skal fastsættes på baggrund af antagelser, dog især hvis man foretager værdiansættelsen som en ekstern part. Herudover er der faktorer som fremtidig vækst, både i virksomheden men også markedet, hvilket altid vil udgøre en besværlig og omfattende del af værdiansættelsen. En forkert vækstrate kan medføre væsentlige udsving i den endelige værdi. Usikkerheden ved brug af modellen kan dog belyses ved hjælp af den efterfølgende udarbejdet følsomhedsanalyse, som tager højde for parametre ændringer og reguleringer.

6.2.5 Følsomhedsanalyse

Et af de vigtigste parametre i forbindelse med værdiansættelsen af Harboe er terminalværdien hvilket udgør hovedparten af den samlede værdiansættelse. Værdierne som har indflydelse på terminalværdien, er de fastsatte parametre i WACC samt den fastsatte vækstrate. Der er dog forskellige komponenter i WACC hvortil der er risiko i forbindelse med fastsættelsen heraf. Der er den fastsatte beta-værdi samt markedsrisikopræmien, hvilket er afkastforventningen foruden den risikofrie rente.

Vi har derfor udarbejdet nedenstående følsomhedsanalyser, til at få et indblik i usikkerheden og risikoen ved terminalværdien og de tilhørende beregningslementer.

WACC ved regulering af BETA og Markedsrisikopræmie						
		Markedsrisikopræmie				
		3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%
B	0,728	3,52%	3,68%	3,83%	3,98%	4,13%
E	0,718	3,51%	3,66%	3,81%	3,96%	4,11%
T	0,708	3,49%	3,64%	3,79%	3,94%	4,08%
A	0,698	3,48%	3,63%	3,77%	3,92%	4,06%
	0,688	3,47%	3,61%	3,75%	3,90%	4,04%

Figur 42 - Følsomhedsanalyse, WACC ved regulering af BETA & Markedsrisikopræmie (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående figur 44, vil variation i både beta-værdi samt markedsrisikopræmie have stor betydning for den endelige WACC. Blot en mindre ændring i beta-værdien, på 0,01, vil ændre WACC marginalt, hvilket selvfølgelig får betydning på den endelige værdiansættelse. Dette er belyst i nedenstående tabel 45, hvor påvirkningen på terminalværdien er beregnet, med de respektive ændringer i markedsrisikopræmie og beta-værdi.

Terminalværdi ved regulering af BETA og MRP (M. 2% vækst)						
		Markedsrisikopræmie				
		3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%
B	0,728	1.342.161	1.220.687	1.119.377	1.033.595	960.024
E	0,718	1.355.135	1.232.957	1.130.989	1.044.598	970.468
T	0,708	1.368.363	1.245.476	1.142.843	1.055.837	981.142
A	0,698	1.381.851	1.258.252	1.154.949	1.067.321	992.052
	0,688	1.395.608	1.271.293	1.167.314	1.079.058	1.003.209

Figur 43 - Følsomhedsanalyse, Terminalværdi ved ændring af BETA og MRP (M. 2% vækst) (Egen tilvirkning)

Som det ses af ovenstående figur 45, vil en marginal ændring i WACC have en betydelig ændring på den endelige terminalværdi, hvilken har en betydelig indflydelse på værdiansættelsen i DCF-metoden.

Terminalværdi ved regulering af vækst og WACC						
		WACC				
		3,59%	3,69%	3,79%	3,89%	3,99%
V	3,00%	3.471.850	2.967.836	2.591.608	2.300.036	2.067.436
Æ	2,50%	1.877.561	1.719.629	1.586.204	1.471.994	1.373.125
K	2,00%	1.286.702	1.210.513	1.142.843	1.082.338	1.027.918
S	1,50%	978.708	933.994	893.188	855.798	821.412
T	1,00%	789.683	760.314	733.052	707.676	683.999

Figur 44 - Terminalværdi ved regulering af vækst og WACC (Egen tilvirkning)

Der er endvidere lavet følsomhedsanalyse på WACC samt vækst%. Der er også her en betydelig forskel, hvilket kan ses i ovenstående tabel 46, hvor det er tydeligt, hvor stor en indflydelse den fastsatte vækst har på det endelige produkt af værdiansættelsen.

På baggrund af ovenstående følsomhedsanalyser, er det tydeligt at hvert valg der bliver foretaget i forbindelse med værdiansættelsen, vil få en større betydning for det endelige produkt. Der foretages mange skøn i forhold elementer i værdiansættelsen, hvilket også medfører usikkerhed, da disse selvfølgelig er variable og blot er på baggrund af estimater. Det er derfor enormt besværligt at fastsætte de korrekte teoretiske elementer i en værdiansættelse, og hvilket dermed også medfører en større udfordring, at angive den korrekte terminalværdi, og dermed værdiansættelse, af en given virksomhed.

6.2.6 Sammenligning af den teoretiske værdi med den aktuelle børsværdi

Dette afsnit, har til formål at besvare følgende underspørgsmål i problemformuleringen

”Forekommer der overensstemmelse mellem den faktiske og den beregnede aktiekurs ”.

Der er i dette projekt benyttet DCF metoden til beregning af værdiansættelsen. Budgettet der danner grundlag for DCF-metoden, er udarbejdet i afsnittet for budgettering med afsæt i et større strategisk arbejde. Der er foretaget interne og eksterne analyser ved brug af PESTEL, Poters Five Forces, Ansoff vækststrategier, Porters værdikæde mv. Der er derudover analyseret på historiske nøgletal i fastlæggelsen af budgettet. På baggrund af ovenstående analyser, og Harboes erklæret mål om at øge deres investeringer i de internationale markeder, er der budgetteret en vækst i omsætningen. Denne omsætningsvækst, samt øget investeringer påvirker følgende: afskrivninger, EBIT%, delta WCR, tax effect ratio.

Den beregnet terminalværdi med afsæt i ovenstående budgettering og DCF-beregning fratrukket Cash og gæld, giver en teoretiske værdi af equity value på t.DKK 689.352,60 mod en aktuel børsværdi på t.DKK 679.778 jf. HB årsrapport 2020/21 s. 41. Den teoretiske equity value er ca. 10 mio.DKK højere eller ca. 1,4% over den aktuelle egenkapitalværdi. Det kan derfor konkluderes at den teoretiske- og den aktuelle egenkapitalværdi, er relativt på niveau.

Den teoretiske aktiekurs er beregnet til DKK 163,25, hvilket er betydeligt over niveauet på den aktuelle børsaktiekurs der er DKK 74,00 pr. 30.04.21. Den teoretiske aktiekurs, er beregnet ved hjælp af ovenstående DCF metode, der bl.a. får kritik for at være behæftet med fejl og visse

usikkerheder, da relative små korrektioner kan give store udsving. Derudover er det alment kendt at børsaktiekursen svinger relativt meget i årets løb, hvorfor den relative store forskel fra den teoretiske og aktuelle aktiekurs vurderes, at skyldes flere parametre, og relativt hurtigt ville kunne ændre sig.

6.3 Delkonklusion værdiansættelse

Harboes teoretiske værdi pr. aktie udgør på baggrund af projektets værdiansættelse ved brug af DCF-modellen DKK 163,25, hvilket er væsentligt højere end den aktuelle kursværdi pr. 30.04.21 på DKK 74,00. Der medfølger selvfølgelig en usikkerhed, da værdiansættelsen er fastsat på baggrund af fremtidigt budget og estimater på forudsætninger. Enhver veltilrettelagt proforma-analyse vil aldrig kunne eliminere den usikkerhed, som er naturlig og vil medfølge i enhver investering på aktiemarkedet. Der følger hertil også en større usikkerhed igennem en teoretisk værdiansættelse af en virksomhed, hvorfor den aktuelle kursværdi på DKK 163,25 nødvendigvis ikke er retvisende. Harboe vurderes dog fortsat undervurderet, hvortil det er svært at præcisere den nøjagtige forskel til kursen på aktiemarkedet. Usikkerheden der følger med de mange skøn vedrørende de fastsatte parametre i den teoretiske værdiansættelse, bliver belyst ved hjælp af de udarbejdede følsomhedsanalyser, hvor der f.eks. ved ændring af vækstprocenten vil medføre en værdiansættelse pr. aktie mere nærliggende den aktuelle børsværdi pr. 30.04.21.

Som følge af budgetteringen, på baggrund af den strategiske og regnskabsmæssige analyse, kan det dermed konkluderes at børsværdien for Harboe på aktiemarkedet, ikke afspejler den teoretiske værdi på aktiemarkedet, og at virksomheden faktisk er undervurderet sammenholdt hermed.

7 Konklusion

Som følge af de strategiske analyser kan det konkluderes, at bryggeribranchen som helhed er i vækst. Dette underbygges i flere eksterne statistikker, samt i de seneste 5 regnskabsår tilhørende hovedkonkurrenterne. Harboes brand er veletableret og velkendt blandt kunder og slutforbrugerne i markedet. Harboes udvikling har dog ikke påvist lignende fremgang, og har derimod en mindre tilbagegang i perioden. Ud fra de strategiske analyser kan det herudover konkluderes, at markedet har gennemgået et paradigmeskifte igennem en årrække, med et større fokus på folkesundhed, da forbrugernes efterspørgsel på alkohol-, og sukkerfrie produkter er steget markant. Herudover er der tilkommet en forøget efterspørgsel på Premium øl. Harboe har øget fokus på innovation, hvilket afspejles i deres tætte samarbejde med deres kunder. Dette gør virksomheden mere omstillingsparat og imødekommende overfor nye markedstrends. Som følge heraf kan det konkluderes, at Harboes interne vækststrategi har fokus på produktudvikling på markeder hvor virksomheden allerede er etableret. Udarbejdelsen af de strategiske analyser er dog kun mulig på baggrund af offentligt tilgængelige informationer og man får dermed ikke den fulde indsigt i Harboes interne beslutninger og de tilhørende arbejds gange.

Den foretagne regnskabsanalyse har vist en tilbagegang over de seneste 5 regnskabsår, hvilket kulmineret med underskud i regnskabsperioderne 2018/19 og 2019/20. Trods den negative udvikling er det lykket Harboe at skabe et mindre overskud og dermed vende udviklingen i 2020/21. Det har dog ikke lykket Harboe at følge det samme vækstniveau som deres nærmeste konkurrenter. Dette afspejles endvidere i Harboes nøgletal, hvor eksempelvis ROE er på 0,25% i 2020/21, hvilket er den første positive ROE siden 2017/18. På trods af Harboes turn-around er deres ROE fortsat på et uacceptabelt niveau fra investorer. Den største årsag til den svingende udvikling i ROE, skyldes udvikling i EBIT%. Dette viser, at Harboe ikke har været i stand til at tilpasse deres omkostninger til deres omsætning. Virksomhedens WCR er finansieret konservativt, hvorfor det meste af Harboes invested capital er finansieret på baggrund af langfristede gældsforpligtelser. Dette afspejles også i virksomhedens strategi, hvori der er fokus på investeringer som skal sikre fremtidig organisk vækst. Harboes kapitalstruktur har også målsætning om at have en solid likviditet, til at sikre væksten og de dermed tilhørende investeringer. Den ekstra likviditet, som typisk kommer på baggrund af den konservative finansieringsstrategi, afspejles også i virksomhedens positive frie cash flow. På baggrund af konkurrentanalysen kan det konkluderes, at Harboes udvikling i nettoomsætning ikke er på niveau med virksomhedens direkte konkurrenter, som alle formår at levere generel

omsætningsvækst i analyseperioden, med udgangspunkt i 2016/17 som indekstal. Der er dog en medført usikkerhed i konkurrentanalysen, på baggrund af de sammenlignede virksomheders produktportefølje ikke følger samme lavprisportefølje som Harboe. Herudover er konkurrenterne af vidt forskellige størrelse, hvorfor en direkte sammenligning ikke kan foretages med 100% sikkerhed.

Den strategiske såvel som den regnskabsmæssige analyse danner grundlaget for budgettering, som anvendes i værdiansættelsen ved brug af Discounted Cash Flow metoden. Som følge af de foretagne analyser, er der budgetteret med en fremtidig vækst, på baggrund af foretagende investeringer. Der vil dog i budgetperioden forekomme underskud i den indledende årrække på baggrund af større investeringer. Dette forventes at ville medføre positive resultater i terminal-årene og dermed fremtidig vækst. På baggrund af budgettet samt de fastsatte parametre i værdiansættelsen, er resultatet af DCF-modellens værdiansættelse på den teoretiske aktiekurs på DKK 163,25 mod den faktiske børsaktiekurs pr. 30.04.21 på DKK 74,00. Børsaktiekursen er dog svingende, og påvirket af utallige faktorer, som naturligvis medfører usikkerhed ved investering på aktiemarkedet. I forbindelse med den teoretiske værdiansættelse igennem DCF-modellen, der er baseret på flere skønsmæssige parametre, opstår der usikkerhed da mindre ændringer i inputs kan give større udsving i værdiansættelsen. Grundet disse usikkerheder, er forskellen mellem den teoretiske og faktiske kursværdi ikke så stor som resultatet af værdiansættelsen, men det kan overordnet konkluderes, at Harboe som virksomhed er undervurderet på aktiemarkedet pr. 30.04.21.

8 Litteraturliste

Alkohologsamfund.dk, <https://alkohologsamfund.dk/viden-om-alkohol/danmark-forstaar-at-markedsfoere-alkohol>, 2019 (Besøgt d. 22.03.2022)

Berlingske.dk, <https://www.berlingske.dk/aktier/harboe-blod-er-tykkere-end-vand>, 2019 (Besøgt d. 10.03.2022).

Berlingske.dk, <https://www.berlingske.dk/business/lavprisoel-gjorde-harboe-staerk>, 2005 (Besøgt d. 20.04.2022)

Berlingske.dk, <https://www.berlingske.dk/business/danske-forbrugere-kan-blive-ramt-af-hoejere-priser-paa-oel>, 2022 (Besøgt 15.04.2022).

Billy.dk, <https://www.billy.dk/billypedia/soliditetsgrad/>, 2022 (Besøgt d. 13.04.2022).

Bring.dk, <https://www.bring.dk/tjenester/international-logistik/et-hardt-preset-fragtmarked>, 2021 (Besøgt d. 30.04.2022).

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/afgiftssatser/> 2022 (Besøgt d. 13.04.2022).

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/medlemmernessalgafalkoholfrioel/> 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/antaldanskebryggerier/> 2022 (Besøgt d. 09.04.2022)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/salgetidkfordeltpaasalgssteder/> 2022 (Besøgt d. 09.04.2022)

Carlsberg A/S, årsrapport 2021, <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/61056416?fritekst=carlsberg&sideIndex=0&size=10>, (besøgt løbende)

Coopanalyse.dk, https://coopanalyse.dk/analyse/02_9999-21-sodavand/ 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Cvr.dk,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Danskindustri.dk, <https://www.danskindustri.dk/brancher/di-foedevarer/nyhedsarkiv/nyheder/2922/store-prisstigninger-pa-vej-mod-en-fodevarekrise/>, 2022 (Besøgt d. 18.03.2022)

Dst.dk, <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=33171>, 2021 (Besøgt d. 09.04.2022).

Euroinvestor.dk, <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-aktietilbagekoeb>, 2021 (besøgt d. 02.05.2022)

European Commission, https://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation-1/excise-duties/excise-duty-alcohol_en, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Finans.dk, <https://finans.dk/erhverv/ECE11819527/datter-er-faerdig-som-topchef-i-harboes-bryggeri-faren-tager-over-som-formand/?ctxref=forside>, 2019 (Besøgt d. 10.03.2022).

Finans.dk, <https://finans.dk/erhverv/ECE12051186/bryggerier-det-danske-oelforbrug-styrtdykker/?ctxref=ext>, 2020 (Besøgt d. 12.04.2022).

Fortunebusinessinsights.com, <https://www.fortunebusinessinsights.com/beer-market-102489>, 2022 (Besøgt d. 18.03.2022)

Fodevarewatch.dk, <https://fodevarewatch.dk/Fodevarer/article8259133.ece>, 2015 (Besøgt d. 22.03.2022)

Harboe årsrapport 2020/21,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2019/20,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2018/19,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2017/18,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2016/17,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2015/16,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/43910515?fritekst=harboes%2520bryggeri&sideIndex=0&size=10> (Besøgt løbende)

Harboe.com, <https://harboe.com/de-foerste-100-aar/>, 2022 (Besøgt d. 10.03.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/>, 2022 (Besøgt d. 10.03.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/mission-og-vision/>, 2022 (Besøgt d. 10.03.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/rejsen-videre-ud-i-verden/>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/drikkevarer/bear-beer/>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Harboe.com, <https://harboes.gcs-web.com/da/share-information/ownership>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/baeredygtighed/>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022).

Harboe.com, https://1b5zut3265xakph9m2yvnc4z-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2020/06/CSR_2019_2020.pdf, 2020 (Besøgt d. 12.04.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/drikkevarer/>, 2022 (Besøgt d. 18.03.2022).

Harboe.com, <https://harboe.com/bryggerierne/>, 2022 (Besøgt d. 22.03.2022).

Harboe.com, <http://investor.harboes.com/da/management>, 2022 (Besøgt d. 22.03.2022)

Hawawini, G. & Viallet, C., Finance for Executives managing for value creation 6. version, 2019, Cengage, United Kingdom

Jv.dk, <https://jv.dk/artikel/fcvs-hjemmebane-f%C3%A5r-nyt-navn>, 2013 (Besøgt d. 22.03.2022).

Royal Unibrew A/S, årsrapport 2021,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/41956712?fritekst=royal%2520unibrew&sideIndex=0&size=10>, (besøgt løbende)

Sallinggroup.dk, <https://sallinggroup.com/om-os/strategi-ledelse/noegletal/>, 2022 (Besøgt d. 18.03.2022).

Skat.dk, <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301>, 2019 (Besøgt d. 19.04.2022)

Skat.dk, <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813219&chk=216301>, 2019 (Besøgt d. 02.05.2022)

Skat.dk, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2049049>, 2022 (Besøgt d. 28.04.2022)

Skat.dk, <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1975521>, 2022 (Besøgt d. 09.04.2022)

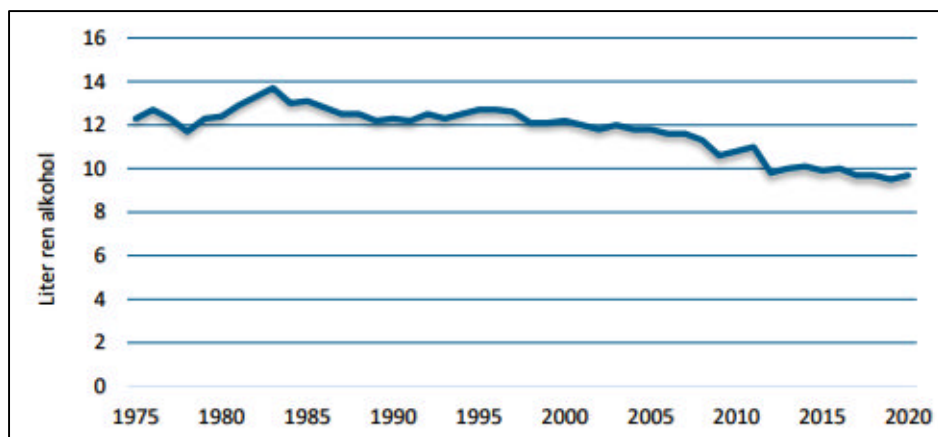
Sørensen, O., Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, 5. udgave, 2017, Gjellerup, Danmark

Thisted Bryghus A/S, årsrapport 2020/21,

<https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/39220814?fritekst=thisted%2520bryghus&sideIndex=0&size=10>, (besøgt løbende)

9 Bilag

Bilag 1 – Salget af alkohol omregnet til liter:



Kilde: bryggeriforeningen.dk

Bilag 2 – 10-årig dansk statsobligation, nationalbanken:

Auktioner og udstedelser

AUKTIONSRESULTATER - STATSOBLIGATIONER

RESULTAT AF AUKTIONER OVER STATSOBLIGATIONER 2022								
Dato	Valørdato	ISIN-kode	Obligation	Bud, mio. kr.	Salg, mio. kr.	Skæringskurs	Pro rata	Effektiv rente, pct.
06-04-2022	08-04-2022	DK0009924292	DGB 0,00'2024	760	660	99,145	100	0,33
06-04-2022	08-04-2022	DK0009923724	DGBi 0,10'2030	960	940	120,00	100	-2,01
06-04-2022	08-04-2022	DK0009924029	DGB 0,25'2052	2.990	2.110	80,28	100	1,00
16-03-2022	18-03-2022	DK0009924375	DGB 0,00'2031 G	5.720	1.300	94,25	100	0,61
02-03-2022	04-03-2022	DK0009924292	DGB 0,00'2024	7.240	2.440	100,990	100	-0,36
02-03-2022	04-03-2022	DK0009924102	DGB 0,00'2031	540	220	97,47	100	0,26
16-02-2022	18-02-2022	DK0009924102	DGB 0,00'2031	2.560	1.900	94,23	100	0,61
16-02-2022	18-02-2022	DK0009924029	DGB 0,25'2052	260	100	87,85	100	0,69
02-02-2022	04-02-2022	DK0009924292	DGB 0,00'2024	100	100	100,980	100	-0,35
02-02-2022	04-02-2022	DK0009924102	DGB 0,00'2031	3.420	1.580	97,89	100	0,22
19-01-2022	21-01-2022	DK0009924375	DGB 0,00'2031 G	23.540	5.005	98,63	25	0,14
05-01-2022	07-01-2022	DK0009924292	DGB 0,00'2024	1.340	500	101,415	100	-0,49
05-01-2022	07-01-2022	DK0009924102	DGB 0,00'2031	3.140	2.000	99,15	50	0,09

Anm.: Bud og salg er angivet til nominal værdi. For DGBi obligationer er den effektive rente realrenten.

[Tidligere års auktionsresultater \(excel\)](#)

Bilag 3 – 10 årig dansk statsobligation, Danmarks statistik:

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid

2022M03

10 årig statsobligation

0,72

Bilag 4 – Damodaran Debt/Equity og Beta koefficient

Industry Name	Number of firm	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta
Advertising	89	1,01	45,84%	11,82%	0,75
Aerospace/Defense	57	1,20	25,99%	12,12%	1,00
Air Transport	40	1,64	119,70%	2,03%	0,86
Apparel	124	1,13	14,16%	12,76%	1,02
Auto & Truck	32	1,22	126,08%	12,45%	0,62
Auto Parts	58	1,51	43,61%	17,85%	1,14
Bank (Money Center)	115	1,25	597,67%	18,68%	0,22
Banks (Regional)	67	0,59	277,76%	18,79%	0,19
Beverage (Alcoholic)	47	0,65	38,08%	18,95%	0,51
Beverage (Soft)	16	0,84	42,52%	20,54%	0,64
Broadcasting	24	0,95	33,79%	19,51%	0,75
Brokerage & Investment Banking	75	0,80	29,06%	17,66%	0,66
Building Materials	85	1,00	14,18%	17,25%	0,90
Business & Consumer Services	219	1,08	21,71%	17,04%	0,92
Cable TV	4	0,55	60,41%	21,59%	0,38

Der er sammenlignet med gennemsnitstal mellem Beverage alcoholic og soft for at finde værdier

Bilag 5 – Inflationsprocent siden 2011 i Danmark

Forbrugerprisindeks, gennemsnitlig årlig inflation (1900=100) efter tid

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
2,8	2,4	0,8	0,6	0,5	0,3	1,1	0,8	0,8	0,4	1,9

Årsstigning i procent er beregnet ud fra afrundede indeks. Prisindeksene for april - december 2020 er mere usikre end normalt, da bortfaldet har været større end normalt og nogle brancher har været helt nedlukket. Læs mere på www.dst.dk/doku/forbrugerprisindeks.

Enhed: Pct.

Bilag 6 – Børskursen pr. 29.04.21 (Børsen.dk)



Bilag 7 – WACC beregning

WACC

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
Levered beta	0,80	0,76	0,68	0,64	0,60
Debt equity	1,35	1,38	1,41	1,35	1,31
Skattesats					30,00%
Mål for debt equity					1,40
Risikofri rente					0,72%
Markedspræmie					4,50%
Gns. Gældsrente					5,30%
Den avancerede hvor der justeres for "leverage":					
Unlevered beta	0,340	0,320	0,282	0,272	0,260
Gns. unlevered beta					0,29
Mål for debt equity					1,40
Levered beta					0,708
Risikofri rente					0,72%
Markedspræmie					4,50%
Cost of equity					3,90%
Gns gældsrente					5,30%
EK andel					0,42
Gældsandel					0,58
WACC					3,79%

Egen tilvirkning.

Bilag 8 – Konkurrenceformer

Antal udbydere					
Præferencegrad	1	1 Stor + små	2	Få	Mange
Homogent marked	Monopol	Delvis monopol	Duopol	Oligopol	Fuldkommen konkurrence
Heterogent marked		Differentieret delvis monopol	Differentieret duopol	Differentieret Oligopol	Monopolistisk konkurrence

Kilde: <https://marketingteorier.dk/markedsformen>

Bilag 9 – Budgetteret resultatopgørelse

t. dkk	Budgetteret resultatopgørelse						
	2020/21R	2021/22B	2022/23B	2023/24B	2024/25B	2025/26B	Terminalår
Omsætning	1.328.184	1.369.941	1.417.920	1.483.479	1.561.564	1.654.393	1.753.973
- Vareforbrug	1.027.224	1.059.519	1.096.626	1.147.330	1.207.721	1.279.516	1.356.531
Dækningsbidrag	300.960	310.422	321.294	336.149	353.843	374.877	397.442
- Salgs- og distributionsomk.	153.647	199.741	203.736	207.811	211.967	216.206	220.530
- Administrationsomk.	49.570	48.991	48.991	48.991	48.991	48.991	48.991
+ Andre driftsindtægter	13.323	14.765	14.765	14.765	14.765	14.765	14.765
- Andre driftsomkostninger	3.280	5.526	5.526	5.526	5.526	5.526	5.526
EBITDA	107.786	70.929	77.806	88.587	102.124	118.919	137.159
<i>EBITDA%</i>	<i>8,12%</i>	<i>5,18%</i>	<i>5,49%</i>	<i>5,97%</i>	<i>6,54%</i>	<i>7,19%</i>	<i>7,82%</i>
- Afskrivninger	97.760	98.000	99.142	99.889	100.294	100.402	100.255
EBIT	10.026	-27.071	-21.336	-11.303	1.830	18.517	36.905
<i>EBIT%</i>	<i>0,75%</i>	<i>-1,98%</i>	<i>-1,50%</i>	<i>-0,76%</i>	<i>0,12%</i>	<i>1,12%</i>	<i>2,10%</i>
- Nettofinansieringsomk.	6.783	7.800	8.190	8.600	9.030	9.481	9.956
Resultat før skat (EBT)	3.243	-34.872	-29.527	-19.903	-7.200	9.036	26.949
- Skat	1.584	-10.461	-8.858	-5.971	-2.160	0	0
Resultat efter skat (EAT)	1.659	-24.410	-20.669	-13.932	-5.040	9.036	26.949

Egen tilvirkning.