

Teoretisk værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

Afgangsprojekt HD 2. DEL
Regnskab og økonomistyring

Aalborg Universitet

9. maj 2023



Vejleder: Niels Sandalgaard

Mikkel Damsgaard Henriksen

Studienr. 20 21 23 17

Gustav Fruergaard

Studienr. 20 19 27 14

Abstract

The purpose of this project is to estimate the value of Harboes Bryggeri A/S as of the 30th of April 2022, to see if the covid-19 pandemic has had an influence, like other shares which value have increased during the pandemic. We will also see if the management's interest has had an influence on value, because the company's management is primarily run by the Harboe family. We will compare to the actual value of the company's shares.

To estimate the value Harboes Bryggeri A/S, there will be used several different internal- and external strategic analysis. These analyses consist of PESTEL, which gives a look on which factors, economic, social, and political that can affect Harboe. Especially the political factor, is important for the marked. A Porter's value chain will indicate what Harboes core capabilities is, which is their production. The Porter's Five Forces gives an indication, on how competitive the market is. The market for beer is a very competitive market, there is a lot of big competitors like Carlsberg. There is also a lot of competition from new entrants because they offer exciting new flavors. The buyers have a big bargain power because the primary buyers are big retail stores.

The market value will be estimated based on the Discounted Cash Flow model. The conclusion of the Discounted Cash Flow model is that the value of Harboes Bryggeri A/S is DKK. 236,52 for every share. The market value of Harboes Bryggeri A/S as of the 30th of April 2022 is DKK 77,80. This shows that theoretically undervalued compared to their actual value.

Indholdsfortegnelse

1 Indledning	5
2 Problemstilling.....	5
2.1 Problemformulering.....	6
2.2 Afgrænsning.....	7
3 Teori og metode	8
3.1 Kildekritik.....	8
3.2 Opgavens struktur.....	9
3.2.1 Første hale	9
3.2.2 Fiskens bug.....	9
3.2.3 Den anden hale.....	10
3.3 Definitioner	10
4 Virksomhedens profil.....	11
4.1 Vision, mission/strategi og brand.....	11
4.2 Markeder.....	11
4.3 Ejerforhold.....	12
5 Strategisk analyse	13
5.1 Intro til strategisk analyse	13
5.2 PESTEL.....	13
5.2.1 Politiske forhold.....	13
5.2.2 Økonomiske forhold.....	14
5.2.3 Sociokulturelle og demografiske forhold.....	15
5.2.4 Teknologiske forhold.....	15
5.2.5 Miljømæssige forhold:	16
5.2.6 Lovgivningsmæssige forhold	16
5.3.1 Truslen fra nye indtrængere.....	16
5.3.2 Konkurrence fra substituerende produkter.....	17
5.3.3 Køberens forhandlingsstyrke	18
5.3.4 Leverandørens forhandlingsstyrke	18
5.3.5 Konkurrencen i branchen.....	18
5.4 Ansoff's vækstmatrice.....	19
5.4.1 Markedspenetrering.....	19
5.4.2 Produktudvikling.....	19
5.4.3 Markedsudvikling	19

5.4.4 Diversifikation	20
5.5 Poters værdikæde	20
5.5.1 Indgående logistik	20
5.5.2 Produktion	20
5.5.3 Udgående logistik	21
5.5.4 Marketing og salg	21
5.5.5 Service efter salg	22
5.5.6 Indkøb og forsyning	22
5.5.7 Produkt- og teknologiudvikling	22
5.5.8 Menneskelige ressourcer	22
5.5.9 Infrastruktur	23
5.5.9.1 Bernd Griese	23
6 Regnskabsanalyse	24
6.1 Regnskabstallene	24
6.2 Nøgletalsanalyse	26
6.2.1 Gearing	30
6.2.2 WCR og sammensætningen heraf	33
6.2.3 Det frie cash flow	36
6.3 Konkurrentanalyse	37
6.4 Delkonklusion regnskabsanalyse	40
7 SWOT-analyse	43
7.1 Intro til SWOT-analyse	43
7.1.1 Styrker	43
7.1.2 Svagheder	43
7.1.3 Muligheder	44
7.1.4 Trusler	44
8 Budgettering	45
8.1 Intro til budgettering	45
8.2 Budgettering af salgsvækst på Harboes hovedmarkeder	46
8.2.1 Det danske marked	47
8.2.2 Det tyske marked	48
8.2.3 De øvrige lande og markeder	49
8.2.4 Den samlede budgetterede omsætningsudvikling	49
8.3 Omkostningsbudgettering	50
8.4 Budgettering Netcapex	51

8.5 Budgettering EBIT%	52
8.6 Budgettering nettofinansieringsomkostninger og SKAT	52
8.7 Budgettering af arbejdskapitalen (WCR)	53
9 Værdiansættelse	54
9.1 Intro til værdiansættelsen	54
9.2 Værdiansættelse af Harboe	54
9.2.1 Estimering af Weighted Average Cost of Capital (WACC)	54
9.2.1.1 BETA	55
9.2.1.2 Den risikofri rente	55
9.2.1.3 Markedsrisikopræmien	55
9.2.1.4 Cost of equity	56
9.2.1.5 Den effektive skatteprocent	56
9.2.1.5 Den gennemsnitlige gældsrente	56
9.2.1.6 Kapitalstruktur af egenkapital og gæld	56
9.2.1.7 Udregning af WACC	57
9.2.2 Det frie cash flow	57
9.2.3 Terminalværdien og tilbagediskontering heraf og det frie cash flow	58
9.2.4 DCF-modellen	60
9.2.4.1 Kritik af DCF-modellen	61
9.2.5 Følsomhedsanalyse	61
9.3 Delkonklusion værdiansættelse	62
10 Konklusion	64
11 Litteraturliste	67
12 Bilag	70
Bilag 1 – 10-årig dansk statsobligation, Danmarks statistik	70
Bilag 2 – Budgetteret resultatopgørelse (Egen tilvirkning)	70
Bilag 3 – Børskursen pr. 29.04.22 (Børsen.dk)	70
Bilag 4 – Konkurrenceformer	71
Bilag 5 – Historisk kursudvikling Harboes Bryggeri A/S	71

1 Indledning

Vi har i de seneste år set nogle store udsving på aktiemarkedet, som har skyldtes først en global pandemi, som har påvirket aktiemarkedet. Siden coronapandemien ramte i starten af foråret 2020, har mange aktier været på en himmelflugt og vi har set store stigninger på aktiemarkederne. Vi har også set et stort pengepolitisk eksperiment ovenpå coronapandemien, som har bidraget til en høj inflation som også har været med til at puste aktiemarkedet op.

Efter at aktiemarkederne så nogle store stigninger, vendte det hele lidt i 2022, hvor vi så flere rentestigninger. Derudover blev Ukraine ramt af krig, hvilket havde betydning for mange virksomheders forsyningskæder, hvilket gav store tilbagefald for aktiemarkedet. Udover at forsyningskæderne blev ramt, så vi også en høj inflation, samt høje energipriser som var med til at påvirke aktiemarkedet negativt.

Forventningen er dog at efter et hårdt 2022, så begynder vi at have vænnet os til markedet, derudover er inflation så småt på vej ned sammen med energipriserne. Derfor kan man håbe at 2023 ikke bliver lige så hårdt for aktiemarkedet som 2022 har været.

Ud fra udviklingen af aktiemarkedet, syntes vi det kunne være spændende at kigge på, om Harboes bryggeri A/S værdi afspejler den rigtige værdi af Harboes Bryggeris A/S aktieværdi. Eller om de store svingninger der har været, i de seneste år på aktiemarkedet, har gjort at deres aktieværdi ikke afspejler den reelle værdi af Harboes bryggeri A/S

2 Problemstilling

I Danmark er Harboes Bryggeri A/S blevet et velkendt navn, og har derved fået etableret sit brand i hovederne på forbrugerne, og dette er især gældende indenfor drikkevarer. De er dog ikke alene om dette, og har en række konkurrenter at kæmpe om forbrugerne med, og her er det især Royal Unibrew og Carlsberg som dominerer markedet.

Bryggeribranchen har ligesom en lang række andre brancher været ramt på forsyningskæden, og dermed øgede risici i forbindelse med tilgængeligheden af de ønskede råvarer. Dette medfører derudover også en ændring i den forkerte retning i råvarepriserne for Harboes Bryggeri A/S og deres underleverandører, og det hele vil blive en flaskehalseffekt i hele forsyningskæden med prisstigninger og udfordringer med råvarerne. Det hele sker i forlængelse af krigen i Ukraine og den fortsatte globale udvikling efter coronapandemiens indtræden i verden.

Et sted hvor Harboes Bryggeri A/S er anderledes end deres konkurrenter, og de fleste andre børsnoterede virksomheder er på deres ejerstruktur. Harboes Bryggeri A/S ejer nemlig 29,62% af deres egne aktier (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 39), og dette kan medføre problemer, når der sker uoverensstemmelser i ledelsen. Det skete blandt andet i 2019, hvor ledelsen ikke var enige om den strategiske handlingsplan, hvilket skabte uro i toppen af Harboe Bryggeri A/S, og medførte en del negativ omtale herom, og det gjorde også at Harboe Bryggeri A/S' kunder, investorer og samarbejdspartnere blev usikre omkring virksomheden. Hvilket gjorde at storinvestoren Nordea i 2020 trak deres støtte, og der skete udskiftning i ledelsen af Harboe Bryggeri A/S (Berlingske.dk). Det hele bunder i en usikkerhed om ledelsen arbejder i egne interesser eller i investorernes.

Spørgsmålet er om Harboe Bryggeri kan overkomme problemstillingerne, og bygge videre det velkendte navn og brand de har fået opbygget gennem årene, og det gælder både på det danske- og udenlandske bryggerimarked, samt forsat jagter de vækstmuligheder som alt andet lige vil opstå i både nær og fjern fremtid.

Problemstillingen i denne rapport vil undersøge om Harboes Bryggeri A/S' aktiemarkedsværdi er retvisende, og derved vil matche den teoretiske værdiansættelse, som blandt andet kommer på baggrund af ovenstående problemstillinger. Eller om Harboes Bryggeri A/S' aktiemarkedsværdi er blæst op ligesom en stor del af det resterende aktiemarked har været efter coronapandemien, eller om usikkerheden omkring ledelsen interesser har sat sig i aktiekursen.

2.1 Problemformulering

Jf. ovenstående beskrivelse af problemstillingen lyder rapportens problemformulering som følgende:

Passer Harboes Bryggeri A/S' teoretiske værdiansættelse til den faktiske børsværdi pr. 30.04.22 pålydende DKK 77,80. Er aktiekursen for Harboes Bryggeri A/S blæst op, eller er den undervurderet, ud fra deres vækstmuligheder og finansielle stilling?

Hvilket fører frem til nedenstående underspørgsmål til problemformuleringen:

- Hvilke interne- og eksterne forhold har indflydelse på Harboes Bryggeri A/S' værdi?
- Hvordan har Harboe Bryggeri A/S' økonomiske position ændret sig ud fra de seneste 5 regnskabsår?

- Hvordan ser Harboes Bryggeri A/S' fremtidige økonomiske situation ud på baggrund af regnskabs- og strategisk analyse?
- Hvordan lyder den beregnet estimeret værdi af Harboes Bryggeri A/S pr. 30.04.22?

2.2 Afgrænsning

I den strategiske analyse er der en intern- og ekstern analyse del, og hertil afgrænses der til de modeller som giver mest værdi til rapporten, og besvarelsen af problemformuleringen. Hvor ved den interne analyse del vil der blive lavet en Poters værdikæde analyse, og til den eksterne del vil der blive lavet en PESTEL Analyse og en Poters Five Forces.

Der vil i regnskabsanalysen blive afgrænset til Harboes Bryggeri A/S' seneste 5 årsrapporter, hvilket vil sige fra 2017/18 til 2021/22, og der vil derfor ikke tages højde for årsrapporter tidligere end 2017/18. Hvor der til opsamling af analyserne vil blive lavet en SWOT-analyse.

Derudover vil der til den strategiske analyse blive afgrænset til markedet for læskedrikke, også kaldet beverages i Harboes Bryggeri A/S' årsrapport. Dette er grundet, det er på dette marked, hvor Harboes Bryggeri A/S' har hoveddelen af deres nettoomsætning. Hvor det i 2020/21 stod for 91% af den samlede nettoomsætning (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2020/21, s. 7), og dertil er omsætningen i beverages steget med 8% i 2021/22 (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 8). Den resterende del af omsætningen, som der afgrænses fra i analysen, er ingrediens. Der i 2020/21 stod for 9% af den samlede omsætning (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2020/21, s. 7), men hvor den er faldet med 3% i 2021/22 (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 8).

I det Harboes Bryggeri A/S' er en stor børsnoteret virksomhed, så kommer der løbende nyheder vedrørende virksomheden. Så der vil blive afgrænset til, at der ikke vil blive taget højde for ting, som sker efter dato for afleveringen af rapporten.

Harboes Bryggeri A/S er blevet revideret af Beierholm Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, hvor urformerne af projektet Mikkel Damsgaard Henriksen og Gustav Fruergaard begge er ansat. Hverken Mikkel eller Gustav er en del af revisionsteamet, og har ingen interne oplysninger om Harboes Bryggeri A/S. Derved afgrænses der til udelukkende brug af eksterne tilgængelige oplysninger.

3 Teori og metode

Teori- og metodeafsnittet danner grundlag for projektets struktur, og dermed også besvarelsen af projektets problemformulering og dertilhørende underspørgsmål.

I projektet vil gøres brug af den deduktive metode, og det er på baggrund af denne der i løbet af skriveprocessen, vil blive indsamlet brugbare data både før og under. Den indsamlede data vil dermed være med til at underbygge de udførte analyser, og analyserne vil føre projektet frem til konklusionen af projektets problemformulering. Derudover er den deduktive metode også tilgangen til at fore cast Harboes økonomiske situation.

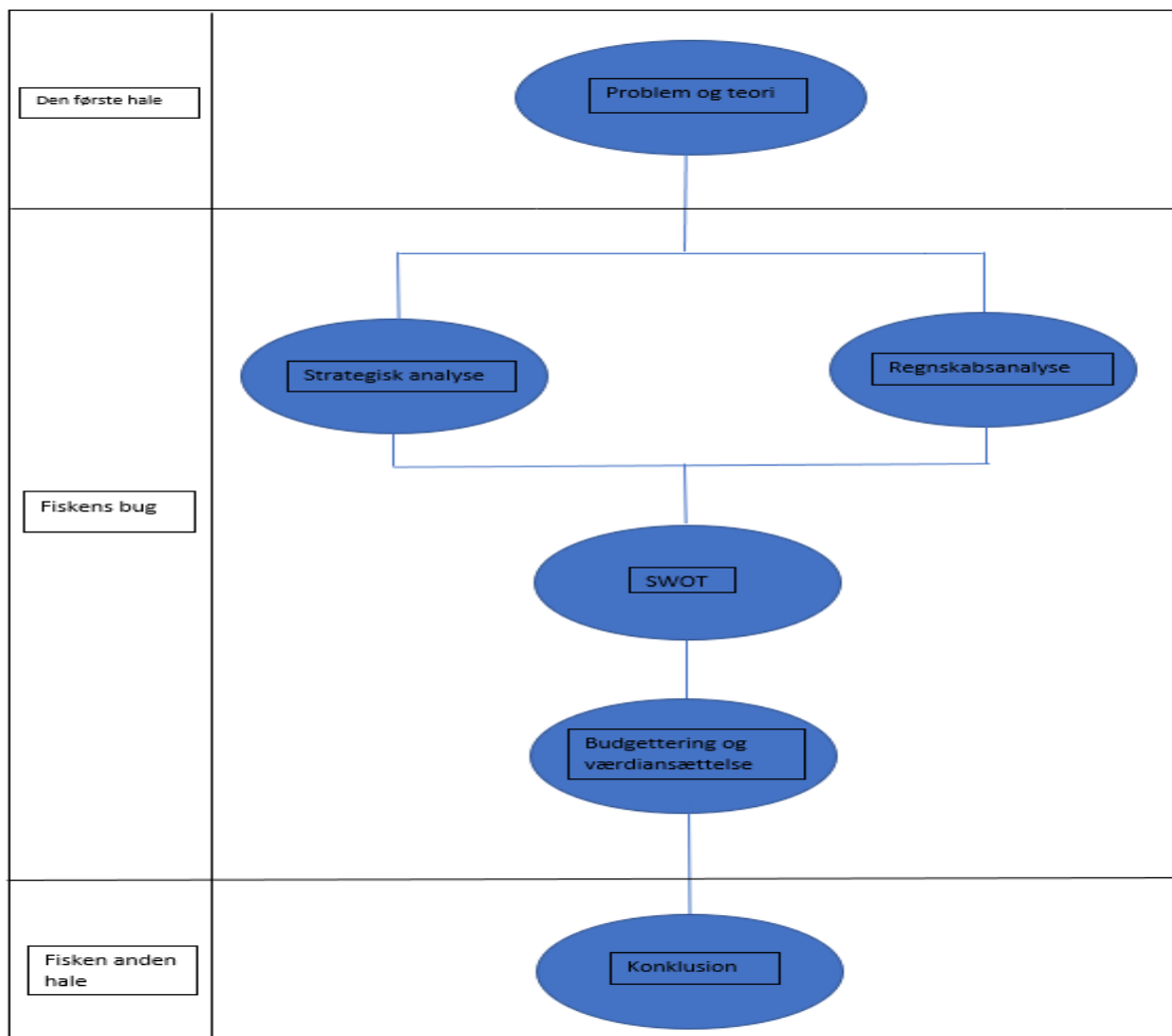
I udarbejdelsen af rapporten vil gøres brug af både kvantitative og kvalitative data, og hertil vil projektets primære brug af data komme fra sekundære data. De sekundære data kommer fra årsrapporter, litteratur, artikler og herudover også teori, litteratur og modeller fra HD-studiet.

3.1 Kildekritik

Der vil i projektet blive taget udgangspunkt i teori, litteratur og modeller, som der er blevet undervist i løbet af HD-studiet. Derudover vil der blive benyttet internetsider, artikler og anden relevant litteratur. Modellerne der bliver anvendt i rapport, anvendes kritisk, og dette beskrives i de dertilhørende afsnit.

Herudover vil der i projektet benyttes Harboes Bryggeri A/S årsrapporter og andre relevante rapporter og artikler. Alle disse vil være præget af at der vil være et subjektivt syn på Harboe, og dette er alt andet lige en svaghed for rapporten. Dertil vil øvrige internetsider blive anvendt kritisk, da disse vil kunne være blevet præget af Harboe. Disse risici vil forsøges minimeret ved at have flere kilder til at underbygge en given information, og grundlaget for opgaven bliver derved mere troværdig, da det vil formindske subjektiviteten i projektet.

3.2 Opgavens struktur



Figur 1 – Opgavens struktur (egen tilvirkning)

3.2.1 Første hale

Den første hale består af en indledning til rapporten, derudover vil den også indeholde rapportens problemstilling og problemformulering, samt teori og metode, afgrænsning og kildekritik.

3.2.2 Fiskens bug

Den første del af bugen er udarbejdet i to spor. Sporene består af en regnskabsanalyse samt en strategisk analyse. Her vil der under den strategiske analyse blive kigget på forskellige interne og eksterne analyser. De to spor vil herefter blive samlet, hvoraf at resultatet af de to spor skal bruges til at udarbejde en værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S.

Den strategiske analyse anvendes til at besvare første underspørgsmål af problemformuleringen.

Regnskabsanalysen er udarbejdet med afsæt i de seneste 5 regnskabsår, dette vil give et indblik i Harboes Bryggeri A/S' udvikling økonomisk, samt besvare spørgsmål 2. Dette vil bidrage til værdiansættelsen.

En opsamling af den strategiske analyse og regnskabsanalysen vil være med til besvare spørgsmål 3 i problemformuleringen.

3.2.3 Den anden hale

Den anden hale udgør afsnittet hvori problemformuleringen vil blive besvaret. Konklusionen vil indeholde de væsentligste punkter i rapporten og de tanker samt overvejelser der er blevet gjort i forbindelse med at udarbejde analyserne.

3.3 Definitioner

I projektet vil Harboes Bryggeri A/S blive omtalt som enten Harboes Bryggeri A/S, Harboe eller blot som virksomheden.

4 Virksomhedens profil

Når der kigges på den danske historie indenfor bryggeribranchen, så har Danmark gennem tiden haft og har mange bryggerier. Fra de helt store og til de mange små mikrobryggerier, og blandt alle dem er Harboes Bryggeri A/S. Harboes Bryggerier A/S er en af de bryggerier i Danmark, som været en del af branchen længst. Det hele startede allerede i 1883, hvor Harboes bryggeri A/S under navnet Harboe & Lotzs Bryggeri blev grundlagt i Skælskør af brødreparret Adolph og Jørgen Harboe (Harboe.com, 2023).

4.1 Vision, mission/strategi og brand

Harboes Bryggerier A/S arbejder med maltbaserede fødevaringredienser og drikkevarer, som de både udvikler, producerer og markedsfører. Hvilket Harboe hele tiden arbejder videre med, så de kan efterleve kundernes behov og krav indenfor blandt andet bæredygtighed, kvalitet og friskhed (Harboe.com, 2023).

Harboes vision er:

”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, 2023).”

Harboes mission/strategi er at de forsat vil udbygge deres aktiviteter inden for egne brands på udvalgte markeder, og derudover vil Harboe arbejde på at styrke deres i forvejen solide position inden for private label (Harboe.com). Hertil er Harboes brand kendt i Danmark og rundt om i verden, som værende øl og læskedrikke til en billig pris, når deres kigges mod de store spillere på markedet som f.eks. Royal Unibrew og Carlsberg. Harboe har også i modsætning til Royal Unibrew og Carlsberg været kendt for at være et discountmærke, men hvor Harboe i dag brander sig mere på kvaliteten, friskheden og bæredygtigheden i deres produkter. Samt er deres portefølje af produkter eksploderet, hvor der blandt andet er kommet et stort fokus på specialøl, og derved lagt langt mere fokus på kvaliteten.

4.2 Markeder

I 1974 kom med Harboe ud deres Bjørne Bryg, som senere hen skiftede navn til Bear Beer, og denne øl var første grundsten i Harboes vej ud i verden. Bear Beer banede vejen til en række distributionsaftaler for Harboe i gennem 1980'erne, og allerede her var kampen om ølmarkederne i Europa hård. Det betød da Berlinmuren faldt i 1989, så satte Harboe alt ind på det store

vækst- og markedspotentiale der var i Tyskland. Det medførte at Harboe i 1991 havde et helt ny bygget bryggeri klar i Tyskland. (Harboe.com, 2023).

Hvilket i dag er ført frem til, at Harboe har en global tilstedeværelse, og befinder sig nu på 90 markeder rundt om i verden. Dog er det Nordeuropa, som er Harboes største marked. (Harboe.com, 2023).

Indtræden på især på det tyske marked har gjort at Harboe er vækstet, men i løbet af det seneste år er omsætning indenfor beverages i de øvrige lande steget. Hvor de øvrige lande stod for 30% af omsætningen af beverage i 2020/21, står de i 2021/22 for 36% af omsætningen af beverage.



FIGUR 2 - NETTOOMSÆTNING AF BEVERAGES FORDEL PÅ MARKEDER (HARBOES BRYGGERI A/S ÅRSRAPPORT 2021/22, S. 22)

4.3 Ejerforhold

Når der tales om ejerstrukturen, så er der en kutyme med, at det er de mindre virksomheder der er 100% ejet af en familie. Anderledes er det når der kigges på børsnoteret selskaber, og det er her Harboe skiller sig ud med deres ejerstruktur. Harboe har gennem 5 generationer været familieejet (Harboe.com.com, 2023), og har indflydelse på hvordan ledelsens opsætning er. Når der kigges på stemmerettighederne i Harboe, så sidder Harboe familien på over 50% af dem. Det betyder med den andel af stemmerettighederne, at Harboe familien har bestemmende indflydelse over hele bryggerikoncernen. Hvilket stiller spørgsmålstejn til, hvilke interesser de plejer i sidste ende, om det er familiens egen eller aktionærens.

5 Strategisk analyse

5.1 Intro til strategisk analyse

Til udarbejdelsen af værdiansættelsen af Harboe, er der blevet udarbejdet en strategisk analyse, som vil være med til at danne et grundlag for budgetteringen og værdiansættelsen. Formålet med udarbejdelsen af analysen er at forsøge at fastsætte aktiviteter der skaber værdi for Harboe, samt analysere på hvilke muligheder og trusler der er på markedet. Den strategiske rolle spiller en stor rolle i værdiansættelsen af Harboe da den er med til at give et indblik i deres vækstmuligheder samt hvilke faktorer fra omverdenen der kan påvirke virksomheden. Den strategiske analyse består af en Porters Five Forces som giver et indblik i branchen, en PESTEL analyse til at analysere blandt andet økonomiske, sociale og politiske forhold. En Porters Værdikæde, og en Anshoffs vækstmatrice til at analysere det interne i Harboe og deres forretningsområder. I forbindelse med udarbejdelsen af den strategiske analyse vil der, som tidligere nævnt, afgrænses til Harboes salg af læskedrikke, på baggrund af at det er dette virksomhedens aktivitet primært består af.

5.2 PESTEL

5.2.1 Politiske forhold

Bryggeribranchen er underlagt flere forskellige regler, for at beskytte især unge fra markedsføring af alkohol. Staten har også pålagt alkohol skatter og afgifter. Samt aldersgrænser på, hvem som kan købe alkohol. Harboe er hele tiden nød til at forholde sig til disse love og regler da de påvirker deres daglige drift.

I Danmark har alkohol altid været en del af kulturen, danskerne er nogle af de europæere som drikker mest. I Danmark er det lige fra 15-årsalderen og helt frem til 75+ der drikker alkohol. F.eks. mener sundhedsstyrelsen at op imod 860.000 danskere har et storforbrug af alkohol (alkohologsamfund.dk).

I Danmark bliver bryggeribranchen hele tiden reguleret i forhold til afgifter på salg af spiritus. Disse afgifter er med til at påvirke salgsprisen på branchens varer, da stigende afgifter betyder stigende priser. Dog har afgiften på øl pr. 100 liter ren alkohol ikke ændret sig de seneste 2 år, da denne ligger på 48,74 kr./l (SKM.dk). Sammenlignet med minimumssatsen i EU som er 1,87 euro (taxation-customs.ec.europa.eu), hvilket svarer til 13,93 kr. Satsen i Danmark er derfor meget højere end den gennemsnitlige sats, hvilket betyder, at en sænkning af denne ville gøre Harboes produkter billigere for forbrugerne. Dog ville dette betyde et tab for staten, da der i

2021 var det største salg af øl pr. liter ren alkohol. I 2021 blev der solgt ca. 17,5 million liter ren alkohol i øl (dst.dk). Dette betyder at staten har haft en indtjening på ølafgiften på ca. 853 millioner kroner. Ved at lave en større regulering af afgiften ville Danmark derfor kunne påvirkes samfundsøkonomisk, dog ville det være en mulighed med en mindre regulering af afgiften uden at det ville skabe store problemer.

For Harboe er markedsføring også et vigtigt element. Da bryggeribranchen, har utallige forskellige smage og produkter, er man nødt til at markedsføre sine produkter godt, og forsøge at differentiere sig fra de andre konkurrenter med markedsføring. I Danmark har Alkohol Reklame Nævnet lavet nogle retningslinjer (alkoholreklameaevnet.dk) for, hvordan man må markedsføre alkohol. Disse regler gælder for alt med en alkoholprocent over 0,5%. Der er især fokus på at man ikke markedsfører, hverken til børn og unge, eller i områder hvor børn og unge kan se disse. F.eks. må man jf. Markedsføringslovens § 8 stk. 3 ikke omtale eller vise billeder, af alkohol i reklamer rettet imod børn og unge under 18 år. Udover det ikke må rette sig til børn og unge, så er der flere faktorer der spiller ind for at man ikke må fremstille alkohol bedre end det er, og man skal være meget påpasselig med sin markedsføring af dette.

5.2.2 Økonomiske forhold

I Danmark steg BNP med 3,8 procent i 2022 (dst.dk), sammenlignet med EU-27 ligger Danmark 0,3 procentpoint over denne. Generelt har EU landene set en stigning i deres BNP. Ved at BNP 'en stiger, betyder da at forbrugerne har flere penge at gøre godt med. Dette er med til at påvirke Bryggeribranchen, da folk har flere penge og derfor er mere villige til at købe mere. Det er også positivt at det er generelt at økonomien er på vej op, da Harboe er en international virksomhed, som har salg i mange lande. Det er derfor positivt at denne tendens sker i hele Europa.

I og med Harboe opererer på internationale markeder, kan de blive påvirket af valutakurser på deres forskellige markeder. Dette har de forsøgt at minimere ved at størstedelen af deres køb og salg bliver gjort med EUR. Dog kan de ikke gøre dette på alle deres markeder så derfor vil der være nogle valutakurssvingninger der ville påvirke dem økonomisk.

En stor økonomisk faktor for Harboe, er priser på råvarer og hjælpematerialer. Ved store udsving i priserne på disse, vil Harboe blive nødt til at forøge prisen på deres varer, hvilket betyder forbrugerne skal betale mere. Disse forøgede produktionsomkostninger ville kunne holdes

nede, ved at indgå gode aftaler med leverandører, som er længerevarende for at kunne holde deres priser nede.

5.2.3 Sociokulturelle og demografiske forhold

Folk begynder at blive mere bevidste om, hvad de spiser og drikker, derfor begynder folk at have langt større fokus på at produkter indeholder mindre eller ingen sukker i både læskedrikke og alkoholiske varer. Derudover er der også et større fokus på alkoholfrie alternativer til f.eks. øl. Færre og færre drikker også i lige så høj grad som tidligere. Fra 2017 til 2021 er andelen af danskere som drikker 10 genstande på en uge faldet med ca. 2,5 % og i samme periode er andelen af danskere som drikker mere end 5 genstande ved samme lejlighed faldet med 1,5 % (bryggeriforeningen.dk). Dette viser også at kulturen er ved at ændre sig i forhold til at vi drikker mindre, og i stedet kigger mod nye alternativer.

Dog har salget af øl været stigende i både 2021 og 2022. Dette er positivt for Harboe, da det betyder at selvom folk måske ikke drikke så ofte eller lige så meget, så bliver det ikke valgt helt fra. Dog ser man også at efterspørgslen på specialøl er stigende, da flere og flere kunder efterspørger forskellige smagsvarianter, og nye måder at lave øl på. Derfor skal bryggeribranchen hele tiden, udvikle sig og forbedre deres produkter. Dette skal de også gøre eftersom kunderne efterspørger høj kvalitet og bæredygtighed i de ting de som slutforbruger køber.

Harboe har også en udfordring rent kulturelt i forhold til deres brand. Harboe er et velkendt mærke på det danske marked, men bliver ikke sammenlignet med andre store bryggerier som Royal Unibrew eller Carlsberg. Harboe bliver ofte set som et lavprisprodukt, sammenlignet med de to andre store danske bryggerier. Dette er derfor med til at skabe et image omkring Harboes som kan være med til at skade dem, da kunderne kan vælge dem fra på grund af dette. Dog arbejder Harboe på at ændre dette ved at ændre strategi med en ny emballage som skal ændre opfattelsen.

5.2.4 Teknologiske forhold

Teknologien udvikler sig hele tiden indenfor bryggeribranchen. Ved at hele tiden udvikle og forbedre de nuværende teknologier, kan de forskellige aktører differentiere sig fra hinanden, ved at blive mere omkostningseffektive i forhold til konkurrenterne. Dette er også noget Harboe ligger stor vægt på, da de hele tiden forsøger at forbedre deres teknologier og nedbringe deres omkostninger ved at være mere effektive. Ved at indarbejde nye og forbedre forretningsgange

vil Harboe kunne nedbringe deres omkostninger på produktionsdelen. Man skal dog huske at ved at udvikle nye teknologier følger der også omkostninger til disse.

Ved at implementere nye teknologier, som forbedrer arbejdsgangene og er mere effektive, kan Harboe forbedre deres energiforbrug, hvilket også er med til at forbedre Harboes mål omkring miljø. Ved at bruge færre omkostninger og være mere bæredygtige skaber Harboe også en større værdi for dem selv og gør sig selv mere konkurrencedygtige.

5.2.5 Miljømæssige forhold:

I dag handler det i større og større grad om at handle korrekt, i forhold til miljøet. Virksomheder skal mindske deres CO2 og forsøge at være mere bæredygtige. Harboe har også fokus på dette, især omkring deres produktion. Her vil de gerne forsøge at forbedre den mest muligt, og gøre den mere bæredygtig. Dette gør de f.eks. ved at prøve at nedskære deres spildevand (Harboes Årsrapport 21/22 s. 17). Som en større virksomhed skal Harboe også rapportere i deres årsrapport, hvilke tiltag de gør for at mindske deres CO2 udslip. Dette skal de jf. Årsregnskabslovens paragraf 99a (retsinformation.dk). De miljømæssige forhold spiller generelt en større rolle, da flere forbrugere også har fokus på at de produkter de køber er så bæredygtige som muligt. Derfor skal Harboe også forsøge at holde deres leverandører så bæredygtige som muligt.

5.2.6 Lovgivningsmæssige forhold

Der er flere forskellige lovgivningsmæssige forhold, som Harboe skal forholde sig til. Som tidligere nævnt, er bryggeribranchen underlagt, strikse krav omkring markedsføring. Udover de skal være opmærksomme på deres markedsføring herhjemme, skal de også forholde sig til, hvordan loven er i andre lande som de sælger i.

Udover at være underlagt strenge markedsføringslove, så er de også som en større virksomhed underlagt at skulle overholde love omkring deres økonomiske rapportering og deres miljømæssige forhold i virksomheden.

5.3 Poters Five Forces

5.3.1 Truslen fra nye indtrængere

Når man kigger på ølmarkedet i Danmark, er der nogle få store udbydere, Carlsberg, Royal Unibrew og Harboe. Udover disse tre store virksomheder, findes der mange små bryggerier og mikrobryggerier. Disse har ofte et større udvalg af special øl, da de er nødt til at differentiere sig fra de store. Derfor vil man betegne konkurrencen i bryggeribranchen som en oligopolistisk

konkurrence. Denne konkurrence betegnes ved at der er få udbydere som har betydning for afsætning for dem selv og konkurrenterne. Som ny indtrænger på markedet, skal man ofte kunne tilbyde noget andet end pilsner øl, da disse er svære at konkurrere med store virksomheder i prisen. Derfor ser man mange mikrobryggerier, som leverer forskellige specialøl, og at de forsøger at udvikle nye og bedre måder på at lave specialøl, som differentierer sig fra de nuværende produkter. Når man kigger på truslen fra nye indtrængere, er den ikke særlig stor, da Harboe er en af de større aktører i branchen i forvejen, og da det er svært for mindre bryggerier at komme ind på markedet med traditionelle øl, da de store aktører sidder prismæssigt på disse i forvejen, er det kun nemt for et nyt mikrobryggeri at komme ind på markedet ved at have et udvalg af special øl.

5.3.2 Konkurrence fra substituerende produkter

Harboe bevæger sig på et marked, hvor kunderne nemt kan finde produkter der kan substituere for øl. Dog leverer Harboe et stort sortiment af øl og diverse læskedrikke, de står derfor godt i forhold til, hvis forbrugerne ville foretrække sodavand eller lignede i stedet for øl. Dog er det utrolig nemt for forbrugerne at skifte imellem de forskellige produkter, da de nemt og omkostningsfrit kan skifte imellem om de vælger Tuborg, Harboe eller Royal f.eks. Der er mange forskellige muligheder for kunderne og de er derfor ofte ikke loyale over et bestemt mærke, men her kan prisen ofte være en gældende faktor i stedet.

Virksomhederne skal i stedet forsøge sig at differentiere sig ved at være innovative og nytænkende, da de ville kunne få lavere omkostninger ved at finde nye mindre omkostninger tunge løsninger, og derved have færre omkostninger end deres konkurrenter. Dette har Harboe selv stort fokus på, da de hele tiden arbejder med at forbedre der produkter og være innovative omkring måder de kan spare og nedskære deres omkostninger.

Udover Harboe har et stort sortiment, har de store virksomheder i branchen også et stort know how fra at have været i branchen i mange år, dette betyder de ofte, ved hvad de forskellige konkurrenter udvikler på af nye varianter/eller smage. Derfor kan de hurtigt selv lave et produkt af deres eget med samme f.eks. smag og konkurrere med.

Kigger man derfor på substituerende produkter på markedet, så er der ikke en særlig stor trussel overfor Harboe.

5.3.3 Køberens forhandlingsstyrke

Harboes produkter sælges hos flere store danske supermarkeder. De sælges i f.eks. Netto, Rema 1000 og nemlig.com. Harboe er et lavprisprodukt, hvilket giver dem en fordel i forhold til deres konkurrenter. Dog betyder deres aftaler med de store supermarkeds kæder også at, supermarkeds kæderne har en stor forhandlingsstyrke overfor Harboe, da de indkøber store mængder af deres produkter og derfor står for store dele af Harboes salg. Men selvom supermarkederne har en stor forhandlingsstyrke overfor Harboe, så er det også en god ting med store aftaler, da det er en sikker omsætning for Harboe når aftalen er på plads og underskrevet. De kan derfor være relativt sikre på at de får solgt deres produkter. Men Harboe er også afhængige af at forbrugerne fortsat vil købe deres varer, da supermarkederne kun vil have det forbrugerne gerne vil købe. Og eftersom forbrugerne har lav loyalitet og ingen omkostninger ved at skifte til et andet mærke af øl/læskedrikke. Derfor er det også vigtigt for Harboe at de hele tiden skal vide, hvad deres kunder efterspørger, så de kan give de bedste muligheder, for ikke at miste aftalerne med detailkæderne. Dette har Harboe allerede gjort lidt da kunder efterspørger mere bæredygtige produkter, og her arbejder Harboe med at gøre deres produkter mere bæredygtige.

5.3.4 Leverandørens forhandlingsstyrke

Branchens leverandører, er primært leverandører af forskellige råvarer, disse råvarer følger et monopollignende forhold, da der er en markedspris på f.eks. malt, humle, hvede og sukker. Leverandørerne har en vis forhandlingsstyrke overfor branchens aktører, da der bliver efterspurgt især ved større virksomheder, at forsyningskæden tager højde for bæredygtighed og CO₂, derfor er det vigtigt at finde nogle leverandører, som er bæredygtige og som kan leve op til standarderne for branchens aktører. Dette giver de leverandører som overholder kravene, gode muligheder for at lave aftaler. Dog beskriver Harboe selv, hvordan de har gode længerevarende forhold til deres leverandører. Dette gør også at man kan få lavet gode aftaler imellem hinanden. Dog bør det være nemt at finde substituerende produkter, hvis man vil lave nye bedre aftaler med en leverandør, da der er flere leverandører.

5.3.5 Konkurrencen i branchen

Bryggeribranchen strækker sig fra helt små lokale bryggerier til helt store internationale virksomheder som Carlsberg. De forskellige bryggerier har hver nogle forskellige strategier i forhold til, hvordan de agere på markedet. Harboe er omkostningsfokuserede da de laver øl af lavere pris og derfor skal holde omkostningerne nede for at kunne holde prisen nede. En virksomhed som Carlsberg bygger på at de er et stort og velkendt brand, med deres Carlsberg og

Tuborg produkter. I 2022 var der i alt 261 danske bryggerier. Dog er mange af disse bryggerier mikrobryggerier, disse specialiserer sig oftest i nogle bestemte øl og er oftest dyre øl. Derfor er disse ikke i direkte konkurrence med Harboe, da de primært sælger lav pris pilsner og classic øl, som udgør 75,7 % af det solgte danske øl (bryggeriforeningen.dk). Derfor er Harboes direkte konkurrenter Carlsberg og Royal Unibrew da disse bevæger sig mere indenfor samme produkter som Harboe. Dog er Carlsberg den største konkurrent, eftersom de er markedsleder.

5.4 Ansoff's vækstmatrice

5.4.1 Markedspenetrering

Harboes største kunder er store detailhandlere i både Danmark og Tyskland. Harboe har forsøgt sig, med en ny strategi at ændre udseendet på deres øl (Harboes Årsrapport 21/22 s.15), for at forsøge at skabe større opmærksomhed omkring deres produkter, samt kvaliteten af disse. Harboe er blevet set som en billig/discount øl sammenlignet med deres konkurrenter. Derfor vil de forsøge med den nye strategi at erobre markedsandele ved at oplyse bedre og mere om kvaliteten og historien bag produktet. Denne markedspenetrering kan forhåbentlig give Harboe yderligere markedsandele i Danmark.

5.4.2 Produktudvikling

Harboe har fokus på at de skal være innovative og kvalitetsbevidste omkring deres produkter. Derfor sørger Harboe for at de hele tiden har fokus på at få de bedste råvarer, og den bedste nye teknologi til at gøre deres produktion bedre, billigere og ny.

Ved at Harboe vækster ved at være nytænkende og innovative, har kunderne allerede en relation til virksomheden og en holdning, derfor vil det være nemmere at få dem til at prøve nye produkter der bliver præsenteret. Derudover efterspørger forbrugerne hele tiden nye produkter, som sukkerfrie, alkoholfri og økologi. Derfor skal Harboe hele tiden være klar til at lytte til kundernes behov og være i stand til at udvikle de efterspurgte produkter for at vinde markedsandele.

5.4.3 Markedsudvikling

Harboe har allerede udvidet, ved at have etableret et bryggeri i Tyskland. Dette har de gjort for at forbedre deres distributionskanaler, til alle deres markeder. Harboe beskriver selv, at de ser muligheder for at udvide på internationale markeder (harboe.com), samt indenfor private label også. På det tyske marked har Harboe forsøgt at skabe nye forretningsforbindelser og gøre sig mere uafhængige af enkelte store kunder. Derudover har da indgået en stor private label-aftale

med en af deres nuværende kunder (Harboes Årsrapport 21/22 s. 22). Harboes mest populære internationale brand Bear Beer, bliver distribueret i mere end 60 lande over hele verden (harboe.com). Dette har været med til at skabe en kendskabsgrad for Harboe i udlandet, hvilket kan give dem fordele i forhold til at komme ind på nye markeder, da de har et brand der er kendt på internationalt plan.

5.4.4 Diversifikation

Denne ville være den mest risikofyldte strategi for Harboe at vælge, da de både skal ud og nytænke produkter, samt trænge ind på nye markeder. Selvom Harboe allerede er på det internationale marked, så er der stadig masser af vækstmuligheder for dem. Harboe har selv fokus på, at deres muligheder på internationale markeder ligger i at opnå en nicheposition. I Harboe står salget i Danmark for 28 % af den samlede omsætning, salget i Tyskland står for 36 % og de øvrige lande Harboe distribuerer til står for de resterende 36 % (Harboes Årsrapport 21/22 s. 22). Det er derfor også tydeligt at se at for Harboe ligger de store vækstmuligheder i at komme ud i nye lande, og finde nye markeder hvor de kan introducere deres produkter.

5.5 Poters værdikæde

5.5.1 Indgående logistik

Harboe har stort fokus på at de varer og ressourcer de bruger til fremstilling af deres varer. I dag er der større og større fokus på at alle led af udarbejdelsen af råvarerne foregår på en bæredygtig og korrekt måde. Derfor har Harboe også stort fokus på at deres leverandører lever op til kravene omkring bæredygtighed, kvalitet og leveringssikkerhed. Harboe har fokus på at deres råvarer bliver købt ansvarligt og der er hele tiden løbende procedurer for at optimere deres indkøb. For at kunne levere varer til Harboe kræver det at leverandører overholder Harboes code of conduct (Harboes Årsrapport 21/22 s. 17). Harboe har også fokus på at have mangeårige leverandører som kan give gensidig værdi og udvikling til både leverandører og Harboe.

5.5.2 Produktion

Produktionen af Harboes produkter foregår både på deres danske samt deres tyske bryggerier. Harboe har et stort fokus på at deres produktion leverer varer af høj kvalitet, samtidig med at der stadig er fokus på at mindske spild og være bæredygtige. Produktionen bliver hele tiden vurderet og forbedret så kvaliteten forbliver høj, effektiviteten forbedres også løbende så den forretningsmæssige udvikling hele tiden bliver understøttet. Harboes produktion består, både af produktion af drikkevarer samt af ingredienser.

På det danske bryggeri, har Harboe brygget øl siden 1883, hvor det løbene er blevet udvidet og optimeret. Bryggeriet rummer i dag Harboes hovedkontor, et moderne bryggeri, besøgscenter samt et center for udvikling og forskning (Harboe.com).

På det tyske bryggeri som ligger i Dargun, produceres der øl, lække og energidrikke og maldrikke som bliver eksporteret i Europa, Syd- og Latinamerika, Asien, Afrika og Mellemøsten (Harboe.com).

5.5.3 Udgående logistik

Efter Harboe i 1991 valgte at udvide med et bryggeri i Dargun i Tyskland har de forbedret mulighederne for at deres udgående logistik blev endnu bedre, da de derved har fået en bedre og mere stabil forsyningskæde og de har også kunne reducere deres logistik omkostninger. Det er vigtigt for Harboe med gode logistiske muligheder, da de ikke bare leverer øl til Europa, men også asien, Afrika og Syd- og Latinamerika. Det tyske bryggeri står nemlig for eksporten til disse områder (Harboe.com).

Harboe har som en international virksomhed også et samfundsansvar, ved at skulle forsøge at nedbringe deres CO2 udslip mest muligt. Harboe udfører derfor hvert år en CSR-rapport, hvor de har forskellige tiltag de vil forbedre for at gøre deres CO2 udslip mindre og være mere bæredygtige.

5.5.4 Marketing og salg

Markedsføring af Harboes produkter spiller en stor rolle i forhold til at få kunderne til at bemærke Harboes produkter. Ved at have god markedsføring kan Harboe påvirke folk til at købe deres produkter frem for andre. Som led i deres kommende strategi, har Harboe også ændret på designet af deres øl i 2022 (Harboes Årsrapport 21/22 s. 15). Dette har de gjort for at skabe en større interesse i øllen, ved at fortælle om deres historie og deres kvalitet, med de nye designs. Udover det nye design har Harboe også tilføjet bedre information vedrørende madspild på deres dåser. Som en virksomhed der sælger drikkevarer med alkohol, er Harboe underlagt nogle bestemte markedsføringsregler. Harboe må ikke jf. markedsføringslovens § 11 stk. 2 ikke lave markedsføring som er rettet imod unge under 18 år (retsinformation.dk). Derudover har Bryggeriforeningen lavet deres eget regelsæt, hvor i de beskriver, hvordan man i Danmark skal markedsføre alkohol. I denne står der f.eks. § 6 – Børn og unge (alkoholreklamenævnet.dk).

Stk. 1. Markedsføring af alkohol må, uanset hvilken form den antager, aldrig rette sig mod eller kobles til en sammenhæng, der retter sig mod børn og unge.

Stk. 2. Markedsføring af alkohol må kun anvende personer, herunder modeller, skuespillere og lignende, der er mindst 25 år.

Dette viser også at man som virksomhed på dette marked skal være ekstra opmærksom omkring sin markedsføring.

5.5.5 Service efter salg

Service efter salg er med til at skabe værdi for produkterne, da Harboe gerne vil have gode relationer til de supermarkeds kæder og detailhandlere, der sælger deres produkter videre ud til forbrugerne. Harboes vigtigste opgave ved denne er at kunne levere produkter til konkurrencedygtige priser, som er af høj kvalitet og er så bæredygtige som muligt.

5.5.6 Indkøb og forsyning

Harboe har stor fokus på deres forsyningskæder og indkøb, da de brander sig på at levere produkter af høj kvalitet, derfor er det vigtigt, at råvarerne kommer fra ansvarlige leverandører samt at de er af høj kvalitet. Dog er Harboe også påvirket af stigende råvarer priser. Når prisen stiger på råvarer, påvirker det fortjenesten på produkterne.

5.5.7 Produkt- og teknologiudvikling

Harboe arbejder hele tiden, med at forbedre deres produkter, dette sker ved hele tiden at udvikle og forbedre deres nuværende teknologier. De har fokus på hele tiden at gøre deres produktion mere bæredygtig. Deres strategi er at mindske CO2 forbruget, mindske deres vandspild og så har de fokus på at få andre varmekilder til deres bryggeri i Tyskland (Harboes årsrapport 21/22 s.17). På bryggeriet i Skælskør er der også et forskningscenter. Harboe er hele tiden nød til at forbedre deres produkter for at kunne tilbyde nye muligheder og gøre deres nuværende produkter bedre.

5.5.8 Menneskelige ressourcer

Der er ansat 504 fuldtidsansatte hos Harboes bryggeri A/S (Harboes årsrapport 21/22 s.10). Harboe har i deres fremtidige strategi fokus, på at videreuddanne deres ansatte, for at udvide medarbejdernes kompetencer. De har også fokus på at uddanne deres medarbejdere i deres code of conduct. Harboe arbejder med at nedbringe deres sygefravær og har i den forbindelse startet et sundhedsprogram for medarbejderne i Dargun. Derudover har de fokus på psykisk trivsel for alle deres medarbejdere også (Harboes Årsrapport 21/22 s. 17).

5.5.9 Infrastruktur

Harboes bryggeri A/S, har to bryggerier, dog ligger hovedkontoret i Skælskør. Herfra styres virksomhedens daglige drift. Infrastrukturen i virksomheden kan ses som en paraply som er overordnet for den samlede organisering, ledelse, planlægning og strategi i selve virksomheden. Modsat mange andre børsnoterede virksomheder er Harboe familiejet, hvilket den har været igennem flere generationer. Det er primært bestyrelsesformanden Bernd Grieses 3 børn der har den bestemmende indflydelse i form af deres stemmerettigheder (Harboes Årsrapport 21/22 s. 39).

5.5.9.1 Bernd Gries

En af de meget iøjefaldende punkter hos aktionærerne, når der kigges på Harbos bryggeri A/S, som mulig investering er ledelsen, og i særdeleshed den tidligere topchef i form af Bernd Gries. Dette er grundet Bernd Gries om nogen spået tvivl om, at han og ledelsen i Harboe handler i aktionærernes eller egne interesser. Han har flere gange været i mediernes søgelys siden han overtog direktørstolen i Harboe i 1984, og efter 39 år gav denne stilling videre til sin datter Karina i 2019 (Harboe.com). Der er en lang række situationer, hvor Bernd Gries har fået tæsk for at sætte egne interesser højst, og dette er blandt andet sket ved, at Harboe for 300 millioner kroner har købt uspecificerede vare og tjenesteydelser af Bernds private selskaber siden 2001 (ekstrabladet.dk og jyllandsposten.dk). Derudover har Bernd solgt private ejendomme til Harboe, og derved brugt aktionærernes penge på egne interesser. Dette skete blandt andet i 2016, hvor Harboe købte to villaer for 7,5 millioner kr. af Bernd Gries Holding, som er Bernds private selskab (Ekstrabladet.dk). Et andet eksempel er i 2011, hvor Harboe brugte i underkanten af 7 millioner kroner på at købe en sporvognsbane som lagde lige ved siden af Bernd Grieses private villa, og dette var blot for at fjerne sporvognsbanen så den ikke længere kørte forbi og larmede (Ekstrabladet.dk). Alle disse situationer hvor Bernd sætter tvivl om hans oprigtige interesse ses også i aktiekursen, som får et dyk ned af hver gang, og aktieanalytikerne advarer investorerne om, at tænke sig om en ekstra gang før de køber en Harboe aktie.

6 Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen vil der blive analyseret på den økonomiske udvikling i Harboe igennem de seneste 5 regnskabsår. Grundlaget for at der kigges på en 5-årig periode i stedet for en 3-årig, er der i de senere år har været påvirkning af coronapandemien, så det vurderes ikke at give det mest retvisende billede af Harboes historiske økonomiske udvikling, og derfor vælges der en 5-årig periode. Regnskabsanalysen danner herefter grundlag sammen med de strategiske analyser for den efterfølgende budgettering for en 5-årig periode. Budgetteringen af den fremtidig drift i Harboe er en af grundelementerne i den kommende værdiansættelse af Harboe.

Der er i forbindelse med gennemgangen af de seneste 5 årsregnskaber for Harboe fundet forskelle mellem tallene for 2019/20 og det er i forhold til selve regnskabet for 2019/20 og i sammenligningstallene for regnskabet 2020/21. Der bliver i analysen valgt at gå med tallene fra 2020/21 regnskabet på grundlag af det er det nyeste regnskab, og ændringen i tallene vurderes at skyldes et forsøg på at give regnskabslæseren et mere retvisende billede.

Det seneste årsregnskab for Harboe er 2021/22, og dette skyldes regnskabsafslutningen for Harboe er den 30.04. I regnskabsanalysen vil der blive analyseret på Harboes performance nøgletal, og dette sker via en profitabilitetsanalyse. Der vil endvidere i analysen blive set nærmere på Harboes gearingsnøgletal, finansiering og kort vil self-sustainable growth rate blive berørt. I udregningen af analysen bliver der brugt gennemsnitsbalancetal, og dette er på baggrund af det vurderes mest retvisende i det tallene skabes igennem hele året. For at kun lave udregningerne af diverse nøgletal, så er der lavet et managerial balance sheet med tilhørende specifikation for beregningen af netcapex og arbejdskapitalen. Derudover er der også lavet en resultatopgørelse til analyseformål, som også er til brug for udregning af nøgletallene. Afsnittet om regnskabsanalysen sluttet af med en sammenligningsanalyse, som viser hvordan Harboe placerer sig i forhold til deres konkurrenter på markedet. Til denne analyse anvendes de valgte konkurrenters seneste aflagte årsregnskaber.

6.1 Regnskabstallene

Der er i resultatopgørelsen være nødsaget til at lave modificering i præsentationen af tallene, og dette gælder blandt andet afskrivningerne. Dette skyldes i Harboes årsregnskab er afskrivningerne fordelt ud på flere poster, og derved ikke kan ses direkte i resultatopgørelsen. Dette besværliggjorde muligheden for at beregne EBITDA, og den derimod vil springe direkte videre ned til EBIT. Dertil skal afskrivningerne også benyttes til udregningen af de årlige investeringer

(Netcapex), og det er derfor nødvendigt at have de samlede afskrivninger på en linje for sig. Metoden for at samle afskrivninger til en linje er ved noterne i Harboes årsrapporter, hvor der hvert år er en note, som viser hvorledes afskriverne er fordelt på de enkelte poster. Herefter er de pågældende beløb, som er afskrevet med, trukket ud fra de pågældende poster, så afskrivninger ikke medtages dobbelt i den modificerede præsentation af tallene. Efter afskrivningerne er fratrasket de pågældende poster, bliver de sammenlagt i en linje for sig selv i resultatopgørelsen. Udover afskrivningerne har der i årsregnskabet i 2020/21 været indtægt i form af ophørende aktiviteter, og disse ophørte aktiviteter skyldes Harboe har frasolgt et datterselskab i Estland, og resultatet af dette er ikke medtaget, fordi det ikke er en normal drift for Harboe, og da analysens formål er sammenligne de sidste 5 år, så vil det give et ikke retvisende billede i forhold til de øvrige år. Resultatet af de ophørte aktiviteter er i årsregnskabet vist som en samlet post i resultatopgørelsen, som jf. ovenfor pilles ud af den modificeret præsentation af tallene, og i stedet blot reguleres i egenkapitalen.

Resultatopgørelse modificeret til analyseformål						
TDKK	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Omsætning	1.431.310	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184	1.419.353
- Vareforbrug	1.051.449	1.002.417	1.027.320	1.046.256	1.027.224	1.088.185
Dækningsbidrag	379.861	335.319	342.375	333.617	300.960	331.168
- Salgs- og distributionsomk.	205.590	193.351	197.783	203.548	153.647	188.365
- Administrationsomk.	45.438	45.414	49.080	55.137	49.570	51.946
+ Andre driftsindtægter	18.100	15.266	14.957	12.255	13.323	10.802
- Andre driftsomkostninger	6.239	5.957	3.246	8.994	3.280	2.783
EBITDA	140.694	105.863	107.223	78.193	107.786	98.876
- Afskrivninger	90.630	95.725	112.250	104.856	97.760	99.672
Resultat af primær drift (EBIT)	50.064	10.138	- 5.027	- 26.663	10.026	- 796
<i>EBIT% (Overskudsgrad)</i>	<i>3,50%</i>	<i>0,76%</i>	<i>-0,37%</i>	<i>-1,93%</i>	<i>0,75%</i>	<i>-0,06%</i>
- Nettofinansieringsomk.	1.681	5.633	5.313	5.429	6.783	6.161
Resultat før skat (EBT)	48.383	4.505	- 10.340	- 32.092	3.243	- 6.957
- Skat	13.916	4.271	2.577	9.024	1.584	2.730
Resultat efter skat (EAT)	34.467	234	- 12.917	- 23.068	1.659	- 4.227
Payout ratio	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00
Retention rate	0,98	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00

Figur 3 – Resultatopgørelse til analyseformål (egen tilvirkning)

Der bliver i ovenstående figur 3 præsenteret resultatopgørelsen, som er blevet lavet til analyseformål. Grunden til regnskabsåret 2016/17 er medtaget er udelukkende til brug for gennemsnitsberegninger i nøgletallene. Herudover fremgår Harboes Bryggeri A/S' payout ratio samt retention rate også i ovenstående figur.

Managerial Balance sheet						
TDKK	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Likvider	35.589	15.603	15.178	45.943	16.642	46.090
Arbejdskapital (WCR)	118.302	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356
Anlægsaktiver	871.014	854.379	815.580	768.143	706.954	653.619
- Hensættelser	-	-	-	-	-	-
Invested capital	1.024.905	1.034.573	997.796	912.870	887.678	864.065
Kortfristet gæld (rentebærende)	20.472	66.093	81.527	16.262	16.199	15.990
Langfristet gæld (rentebærende)	245.762	217.572	208.484	222.848	191.687	167.172
Egenkapital	758.671	750.908	707.785	673.760	679.792	680.903
Egenkapital tilhør. Aktionærer	758.720	750.840	707.735	673.768	679.778	680.863
Egenkapital tilhør. Minoritetsin	49	68	50	8	14	40
Capital Employed	1.024.905	1.034.573	997.796	912.870	887.678	864.065

Årlig investeringer (Netcapex) 173.576 79.090 73.451 57.419 36.571 46.337

Specifikation af WCR	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
+ Debitor	269.779	272.582	284.128	219.162	264.396	271.883
- Kreditor	208.775	152.409	155.205	164.953	117.908	158.597
+ Lagre	169.411	149.976	160.524	174.504	144.726	164.926
+ Periodeafgrænsningsposter	10.955	11.769	8.046	12.053	8.351	6.504
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	123.068	117.327	130.455	141.982	135.483	120.360
WCR i alt	118.302	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356

Specifikation af Netcapex	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Anlægsaktiver (ultimo)	871.014	854.379	815.580	768.143	706.954	653.619
- Anlægsaktiver (primo)	788.068	871.014	854.379	815.580	768.143	706.954
+ Afskrivninger	90.630	95.725	112.250	104.856	97.760	99.672
Netcapex	173.576	79.090	73.451	57.419	36.571	46.337

Primo anlægsaktiverne i 2016/17 er tastet ud fra Harboes officielle koncernregnskab for regnskabsåret 2016/17.

Figur 4 – Managerial balance sheet (Egen tilvirkning)

6.2 Nøgletalsanalyse

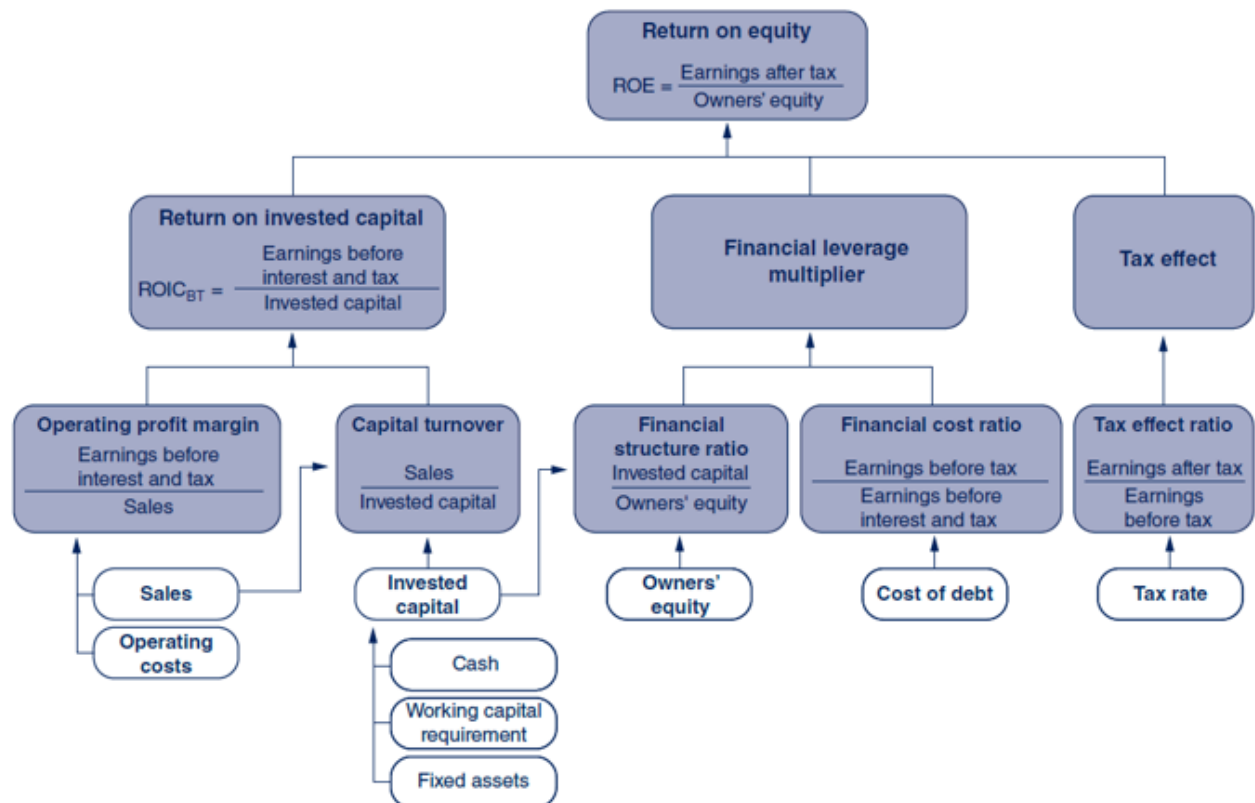
Fokusset i første del af nøgletalsanalysen vil være på de nøgletal der vedrørende profitabiliteten i Harboe. Hvor de nøgletal der analyseres på, er return on equity (ROE), return on invested capital (ROIC), operating profit margin (EBIT%/overskudsgrad) og capital turnover.

Profitabilitet					
Nøgletal	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Return on equity (ROE)	0,03%	-1,77%	-3,34%	0,25%	-0,62%
Return on invested capital (ROIC)	0,98%	-0,49%	-2,79%	1,11%	-0,09%
Operating profit margin (EBIT%/Overskudgrad)	0,76%	-0,37%	-1,93%	0,75%	-0,06%
Capital turnover	1,30	1,35	1,44	1,48	1,62

Figur 5 – Profitabilitetsnøgletal (Egen tilvirkning)

Helt overordnet ses det på Harboes profitabilitetsnøgletal, at der i 2018/19, 2019/20 og 2021/22 var negative nøgletal. Hvortil i 2017/18 stort set er et 0, og at der i 2020/21 er positive tal, men i meget begrænset forstand. Når der kigges på 2020/21 som værende det år med de mest positive tal i analyseperioden, så skyldes det især de ekstra lave salgs- og distributionsomkostninger, hvilket giver det år med det bedste resultat og bedste profitabilitet, trods værende det år med laveste omsætning og dårligst dækningsbidrag. De lave salgs- og distributionsomkostninger kan spores til, at brændstofpriserne var på sit laveste i denne periode grundet coronapandemien, hvilket kan ses på distributionsomkostningerne.

Når der dykkes mere ned i de enkelte tal, så kan det ses på ROE, at den har været på et meget lavt niveau de to år, hvor den ikke har været minus. Hvilket betyder for aktionærerne i Harboe i denne periode har fået meget begrænset afkast, og i tre af årene har fået negativt afkast. Hvor aktionærerne igen står med en undren til ledelsen i Harboe, og deres egentlige interesser. ROE og udviklingen heraf findes igennem en række andre nøgletal, hvilket er illustreret i figur 6, hvor virksomhedens rentabilitetsstruktur er visualiseret, og som ender ud med ROE på toppen. For at finde årsagen til den knap så gode udvikling i ROE, så vil der blive undersøgt nærmere i ROIC, financial leverage multiplier og tax effect.

EXHIBIT 6.7 The Drivers of Return on Equity.

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

Når der kigges på ROIC kan man se udviklingen følger de samme tendenser, som udviklingen der er i ROE. Der er dog en lille forskel i udviklingen på de to nøgletal imellem, og det er stigninger er større og faldende er ikke ligeså store ved ROIC som ved ROE. Så som det kan ses i figur 5, så har den invested capital ikke udviklet sig til at give afkast i sidste ende de fleste af årene, og de i år 2017/18 og 2020/21 hvor den har givet et afkast, er det et meget begrænset afkast. En af faktorerne der spiller ind, er at der tilbage før analyseperioden i år 2016/17 blev foretaget store investeringer (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2016/17), og hvor et helt års afskrivninger heraf først går ind og påvirker det efterfølgende år, som fra det første år i analyseperioden, samt vil det også påvirke årene herefter, hvor der løbende afskrives på den store investering plus nye investeringer. En anden faktor er omsætningen ikke vokser i den ønskede grad af en stor investering, og hvortil vareforbruget vokser i samme grad som omsætningen, og de øvrige omkostninger forsat ligger på samme niveau.

Det ses på Harboes omsætningshastighed, også kaldet capital turnover, er den kun er meget let stigende over analyseperioden. Det vil sige, at det ikke er Harboes capital turnover, som er den primære, påvirker på ændringerne i ROIC. Det er derimod EBIT%, som skal kigges på, som den primære årsag til den udvikling der er i ROIC. Der er negativt resultat i 60% af årene i analyseperioden, og det første negative resultat kom i 2018/19.

Når blikket vendes mod omsætningen, så kan det ses at de første 4 år af den 5-årig analyseperiode er relativt konstant, og i 2020/21 ender det ud med et lille overskud med den laveste omsætning i den 5-årig periode, men hvor omsætningen i 2021/22 er steget med næsten mio. DKK 100 og dog endte 2021/22 ud med et underskud. Når der kigges på denne stigning i omsætningen, så spiller coronapandemien en rolle. Den første nedlukning i Danmark kom i marts 2020, og eftersom Harboe har regnskabsafslutning ultimo april, så startede 2020/21 ud med Danmark var nedlukket. Derudover lukkede Danmark ned igen i efteråret/vinter 2020, og dermed rammer begge nedlukninger i Danmark Harboes regnskab for 2020/21. Hvilket kan ses på omsætningen i regnskabsåret, og samtidig med er salgs- og distributionsomkostninger de laveste i perioden grundet de faldende brændstofpriserne i samme periode. Omsætningen voksede som tidligere nævnt med næsten 100 mio. det efterfølgende år, og dette skyldes blandt andet et massivt udbud i Danmark af konkurrerende produkter til priser der er i bund i perioden før jul og ind i 2022. Dog er der i Tyskland tilsvarende stigende konkurrence, og i det hele taget tilbagegang i salget af Harboes private label produkter (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 22). Selvom det lykkes Harboe at få omsætningen til at stige igen, så er der meget stor konkurrence på markedet, som der også viser flere tegn på mætning. Så da ROIC har lignende udvikling som ROE, så er indikationerne på udviklingen i ROIC en af de primære årsager til ROE falder, men faldene er ikke af samme størrelse, hvilket viser det ikke er den eneste grund til udviklingen. Så selvom omsætningen er steget i 2021/22, så er omkostningerne ligeså steget, og resultat ender ud med et underskud. Hvilket kan ses på nøgletallene med et negativt EBIT%, som medvirker til en negativ ROIC og ROE. Det er dog som nævnt ikke kun udviklingen i ROIC, som påvirker ROE, men også gearing og tax effect. Disse nøgletal er også relevante at analysere i forhold til udviklingen i ROE.

6.2.1 Gearing

Gearing	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Financial cost ratio	0,44	2,06	1,20	0,32	8,74
Times interest earned ratio	1,80	-0,95	-4,91	1,48	-0,13
Financial structure ratio	1,36	1,39	1,38	1,33	1,29
Financial Leverage multiplier	0,61	2,87	1,66	0,43	11,25

Figur 7 – Gearingsnøgletal (Egen tilvirkning)

Når der ses på gearingsnøgletallene, så kigges der på om Harboes Bryggeri A/S betaler eller tjener på deres gæld, og på hvordan Harboe er finansieret gennem deres gæld. Det første gearingsnøgletal der ses på, er financial cost ratio, og det nøgletal viser om EBT ved forøgelse af gælden og derved også finansielle omkostninger aftager relativt i forhold til EBIT. Når financial cost ratio nærmere sig 1, så viser det at virksomheden i en større grad er finansieret via deres egenkapital, og det er grundet der i så fald næsten ingen forskel er på EBT og EBIT i disse situationer. Det betyder at det i de fleste tilfælde vil værdien højst være 1 (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 197), men når der kigges på figur 7, så fremgår det, at financial cost ratio i 2018/9, 2019/20 og 2021/22 er større end 1, og især 2021/22 er financial cost ratio høj. Grunden til financial cost ratio er over 1 i de givne år, skal findes ved en negativ EBIT, og da de finansielle omkostninger stadig er der i de år med negativ EBIT, hvilket betyder EBT dermed også bliver mere negativ, og derved endnu mere negativ i forhold til EBIT.

Dernæst ses der på times interest earned ratio, og dette gearingsnøgletal bruges som alternativ til financial cost ratio, og det er for at se om Harboe kan bære deres gæld. Det der ses ved times interest earned ratio er hvor mange gange renteomkostninger i et pågældende år kan dækkes af EBIT i det pågældende år. Hvilket der på tallene kan ses, at EBIT kun kan dække renteomkostninger i to af årene, det drejer som 2017/18 og 2020/21. De resterende år er times interest earned ratio negativ, hvilket betyder EBIT ikke kan dække renteomkostninger de pågældende år, og tilsvarende i de samme år er financial cost ratio over 1, hvilket betyder for Harboe, at det koster dem at have gæld. Ligeså kan det ses i figur 5 at ROE også falder i årene, hvor financial cost ratio er større end 1.

Yderligere vil der kigges på, hvordan Harboes invested capital er finansieret. Det gøres via financial structure ratio, som der viser om det er egenkapitalen alene eller det er gæld og egenkapitalen, som har finansieret Harboes invested capital. Hvis financial structure ratio er på 1, så betyder det at egenkapitalen er ens med invested capital, og derved vil virksomheden

fuldstændig være finansieret via dens egenkapital. Det kan ses i analyseperioden, at financial structure ratio lægger og svinger i mellem 1,29 og 1,39. Det betyder at Harboes invested capital både er finansieret af egenkapital og gæld, og hvor det i analyseperioden er mellem 29 og 39 procent af den invested capital, som er finansieret med gæld.

Det sidste nøgletal i figur 7 er financial leverage multiplier, og dette finder man ved at gange financial structure ratio med financial cost ratio. Når der kigges nærmere på financial leverage multiplier, så er det for at analysere på ROE i forhold til ROIC. Hvis financial leverage multiplier er større end 1 betyder det, at ROE er større end ROIC, og hvis den er under 1, så er det omvendt og ROIC er større end ROE. Dette ser man tydeligt i figur 5, og i særdeleshed i årene negative tal, hvor faldende i ROE således er større end de er i ROIC. Det betyder i de situationer er det for Harboe ikke fordelagtigt at have væsentlige finansielle omkostninger, og det er grundet de ikke har været dygtige nok i tilpasningen af omkostningerne til udgifterne.

Gearing - øvrige nøgletal + Tax effect	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Debt to equity ratio	42,43%	44,85%	44,76%	40,42%	40,43%
Soliditetsgrad	57,57%	55,15%	55,24%	59,58%	59,57%
Quick Ratio	0,86	0,82	0,82	1,04	1,08
Tax effect ratio	5%	125%	72%	51%	61%

Figur 8 – Øvrige gearingsnøgletal + tax effect (Egen tilvirkning)

Yderligere end de i forvejen analyserede nøgletal, så er det også relevant at kigge på soliditeten i Harboe, og dette kan ses i ovenstående figur 8. I figuren ses der først debt to equity ratio, som er Harboes gæld og den i forhold til egenkapitalen. Jf. ovenstående figur ses det at gælden i forhold til egenkapital ligger meget stabilt på samme niveau de første 3 år af analyseperioden, men i år 2020/21 skete der et forholdsvis stort afdrag på gælden. Efter det store afdrag begynder debt to equity ratio at ligge på et mere fornuftigt niveau, men dog med det i mente for Harboe, at nye investeringer kan fremkomme større finansielle omkostninger. Derudover kan det ses på debt to equity ratio er størst i henholdsvis 2018/19 og 2019/20, som er de to år i analysereperioden med de største underskud for Harboe.

Harboes soliditetsgrad følger den samme udvikling i analyseperioden som debt to equity ratio, men bare med modsat virkning. Når debt to equity ratio stiger, falder soliditetsgraden og vice versa. Det soliditetsgraden er udtryk for, det er hvor meget egenkapitalen udgør af passiverne. Når der kigges på betydningen af soliditetsgraden, så betyder det hvis den er 59,57% som i 2021/22, så kan Harboe tabe de 59,57% af egenkapitalen, og forsat stadig være i stand til at

betale sine kreditorer. Tommelfingerreglen indenfor at have en god soliditetsgrad siger, at den skal ligge mellem 30-40% (Dinero.dk, 2022), og derfor er det alt andet lige et godt tegn for Harboe, at deres soliditetsgrad ligger på så højt et niveau. Dertil har det den betydning for Harboe, at i deres dårligere år med negative resultater, så vil de være mindre sårbare grundet de har nemmere ved at optage ekstern finansiering. Dette er grundet banker og/eller investorer vil have rettet blikket mod, hvor stor en del af passiverne som udgøres af egenkapitalen, når de skal udlåne kapital.

Udover ovenstående to nøgletal så er der blevet regnet en quick test også kaldt en acid test. Quick test er videreudvikling af current ratio, som udregnes ved de kortfristede aktiver divideres med kortfristet gæld. Dette er grundet flere analytikere har ytret sig, vedrørende de syntes det er fejlagtigt at lagre og forudbetalinger fra de kortfristede aktiver. Dette er grundet f.eks. vedrørende lagre, at de først skal sælges, og det derfor kan tage relativt lang tid før, det er omsat til kontanter. Quick testen er derfor anderledes grundet den tager højde for disse ting, og det er dermed kun likvider og debitorer der medtages, og disse divideres med den kortfristet gæld. Når der ses på en produktionsvirksomhed, foretrækkes det ved kreditorerne, at tallet er tættest muligt på 1, men opmærksomheden skal dog være på, at det er et likviditetsnøgletal, derved ikke et nøgletal vedrørende going-concern. Quick testen er dog ikke uden risiko, da den bunder på at alle virksomhedens debitorer har evnen og viljen til at betale deres udstående inden det kommende år. Hvilket betyder at tallet ikke kan bruges 100% præcist, da nogle virksomheder vil gå konkurs og dermed ikke have evnen til at betale deres udstående (Hawawini & Viallet 2019, kap. 5 s. 171). Hvis quick testen ligger på 1, så betyder det virksomheden likviditet præcist rækker til at betale den kortfristet gæld i virksomheden. Når der kigges på figur 8, så viser Harboes quick test lige under 1 de første 3 år af analyseperioden, men i 2020/21 og 2021/22 er den højere end 1, hvilket betyder Harboe har tilpasset deres likviditet bedre i forhold til deres kortfristet gæld.

Efter de 3 ovenstående nøgletal, så mangler der det sidste element i udviklingen i ROE, tax effect ratio. Dette nøgletal bruges til at vise hvor meget af årets resultat efter skat svarer til ift. resultat før skat. F.eks. betyder det, at 61% i 2021/22 af resultat efter skat svarer til 61% af resultat før skat, og man kan derfor se skatten der skal svares, skal være svarende til 39% (100-61). Dog kan det ses tallet svinger rigtigt meget år til år, og dette kommer på baggrund af, at den skattepligtige indkomst opgørelse indeholder en del komplekse elementer. Den skattepligtige indkomst vil oftest være anderledes end den regnskabsmæssige EBT, og dette er grundet

elementer som f.eks. afskrivninger håndteres ikke ens skattemæssigt og regnskabsmæssigt. Derudover kan underskud fra tidligere år også modregnes i det indeværende år. Tax effect ratioen er ikke den mest påvirkelige faktorer for Harboe i vejen mod at forbedre ROE, og det er derfor financial leverage multiplier og ROIC Harboe skal lægge deres fokus på at forbedre og justere.

6.2.2 WCR og sammensætningen heraf

Specifikation af WCR	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
+ Debitor	269.779	272.582	284.128	219.162	264.396	271.883
- Kreditor	208.775	152.409	155.205	164.953	117.908	158.597
+ Lagre	169.411	149.976	160.524	174.504	144.726	164.926
+ Periodeafgrænsningsposter	10.955	11.769	8.046	12.053	8.351	6.504
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	123.068	117.327	130.455	141.982	135.483	120.360
WCR i alt	118.302	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356

Figur 9 – Harboes Bryggeri A/S arbejdskapital (WCR) 2017-2022 (Egen tilvirkning)

Finansiering	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
NLF	114.101	100.689	128.465	164.525	194.456
NSF	50.490	66.349	- 29.681	- 443	- 30.100
Liquidity ratio	69,32%	60,28%	130,05%	100,27%	118,31%
Self-sustainable growth	0,03%	-1,82%	-3,42%	0,24%	-0,62%
Udvikling i omsætningen	-6,54%	2,39%	0,74%	-3,75%	6,86%

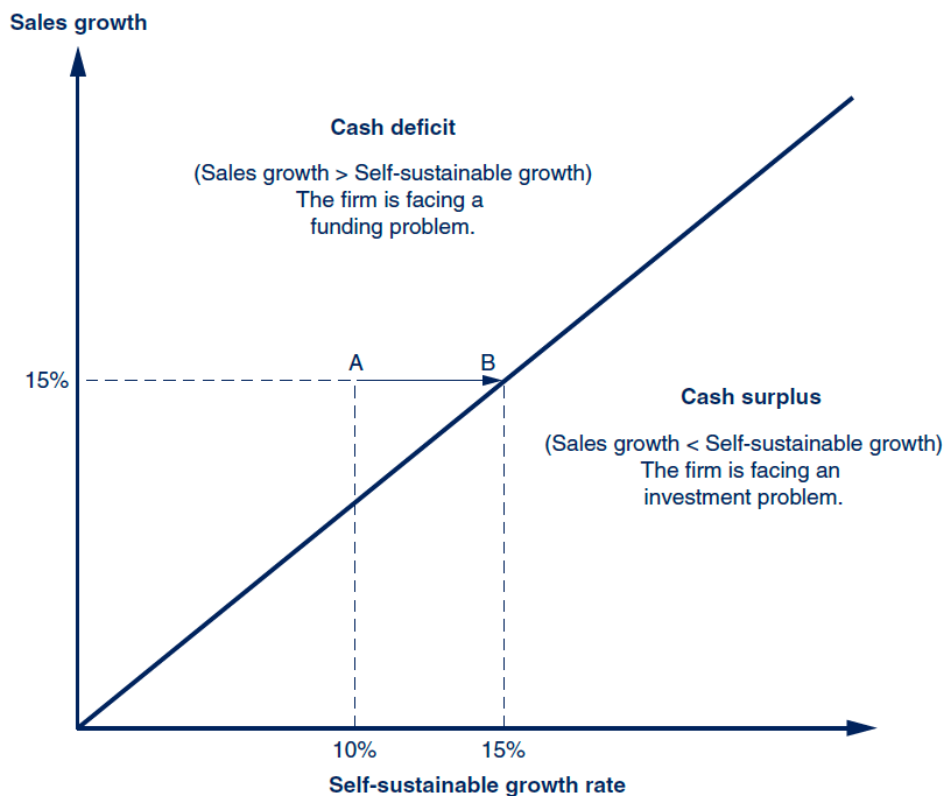
Figur 10 – Finansiering af arbejdskapitalen (egen tilvirkning)

I forbindelse med tidligere nævnt quick test, så vil der blive analyseret på Harboes finansiering og likviditetsmæssige udvikling. Der vil blive dykket længere ned i finansieringen af Harboes arbejdskapital (WCR), og det er yderligere for at finde ud af, om der fremgår matching mellem Harboes kort- og langfristede finansiering af deres arbejdskapital. Når der dykkes længere ned i det startes der ud med at kigge på NLF (net long term financing) og NSF (net short term financing), og disse nøgletal viser henholdsvis hvor stor en del af arbejdskapitalen der er finansieret langfristet og kortfristet. Hvis der her kigges mod NSF, som i analyseperioden fremstår negativ de sidste 3 år af perioden. Den betydning en negativ NSF har, er at arbejdskapital finansieringen disse år er langfristet, og oveni det betyder det også, at noget af den kortfristet gæld ligeså er finansieret af den langfristet gæld. Hvilket betyder når der tales matching mellem Harboes finansiering af arbejdskapitalen, at der ikke er matching i de sidste 3 år af analyseperioden. Strategien om matching handler om, når der laves kortfristet investeringer, så skal disse også være finansieret kortfristet, og ligesådan med de langfristede investeringer skal være

finansieret langfristet. Denne strategi anses som udgangspunkt god, men samtidig ikke den eneste løsning, og heller ikke altid den bedste. Hawawini & Viallet nævner ikke blot matching strategien, fordi der findes også de to strategier de kalder hhv. den aggressive og den konservative. Den første af de to andre strategier er den konservative, og denne strategier handler om at virksomheden har meget finansieret gennem langfristet gæld, og hvor den langfristet gæld også finansierer en del af virksomhedens kortfristede investeringer. Det der typisk er gældende ved den konservative strategi, er en negativ NSF, og dette er fordi virksomhederne typisk vil have flere likvider end kortfristet gæld. Den tredje strategi er den aggressive, og virksomheder der benytter denne strategi, tager større risiko end ved den konservative, og dette er grundet ved den aggressive anvendes der til finansiering af langfristede investering kortfristet gæld. En situation kun f.eks. være virksomheden laver en 5-årig investering, og til finansiering af denne kun tager et 1-årigt lån. Risikoen herved er renteudsvingene, som kan være større og likviditeten i virksomheden vil få et større pres når lånet udløber, da det ikke er nogen garanti for virksomheden, at et nyt lån kan indgås til samme eller bedre vilkår (Hawawini & Viallet 2019, kap. 5 s. 173-175).

Når blikket rettes mod Harboe, taler tallene for, at det er den konservative strategi der anvendes. Dette er som nævnt i form af, at der laves et overskud i deres likvider, som kan dække deres kortfristet gæld. Denne likviditet vil Harboe skulle låne ved de andre strategier, og der vil skulle ske yderligere investeringer. Derudover bliver Harboes liquidity ratio også bedre grundet brugen af den konservativ strategi, og jf. figur 10 ligger Harboes liquidity ratio i analyseperioden mellem 60 og 130 procent. Liquidity ratio viser hvor meget NLF udgør af arbejdskapitalen, og når NSF er negativ betyder det, NFL vil være mere end 100%. Hvilket betyder Harboes finansiering af arbejdskapitalen er god, da den udelukkende er finansieret langfristet, og derved er mindre risiko for f.eks. tidligere nævnt renteudsving.

I figur 10 fremgår self-sustainable growth også, og dette nøgletal viser hvor meget omsætningen i Harboe kan stige, hvis der ikke foretages ændringer i kapitalstruktur, udbyttepolitik og driftspolitik (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6 s. 208). Når der kigges yderligere på self-sustainable growth så sammenholdes den og dens udvikling med omsætningen og udviklingen heraf, og grunden hertil er, hvis udviklingen i omsætningen ikke følger den der er i self-sustainable growth, vil der kun forekomme problemer. Dette er illustreret i figur 11 nedenfor:

EXHIBIT 6.11 Sales Growth and Cash Condition.

Figur 11 - self-sustainable growth sammenholdt med omsætning (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 209)

Det som figur 11 illustrerer er, hvis omsætningen vokster mere end self-sustainable growth vil det være et finansieringsproblem virksomheder møder, og hvis omsætningen derimod er mindre og derved heller ikke følger self-sustainable growth, så vil der skabes et likviditetsoverskud og potentielt vil dette kunne medføre et investeringsproblem (Hawawini & Viallet 2019, kap. 6. s. 209). Hvis der ses mod figur 10, så ses der overensstemmelsen mellem udviklingen i hhv. self-sustainable growth og omsætningen i analyseperioden. Når der kigges på det seneste år, så er udviklingen i omsætningen positiv og self-sustainable growth negativ. Dette betyder jf. ovenstående at Harboe kan møde et finansieringsproblem. Når årsagen til denne situation mellem udviklingen i omsætningen og self-sustainable growth skal findes, så findes den i at Harboe har haft en øget langfristede gældsoptagelse, og det har medført større likviditet til en øget drift.

6.2.3 Det frie cash flow

Det frie cash flow						
t. dkk	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	
EBIT	10.138	- 5.027	- 26.663	10.026	- 796	
Skatteprocent	22%	22%	22%	22%	22%	
+ Afskrivninger	95.725	112.250	104.856	97.760	99.672	
- delta WCR	46.289	2.447	- 68.254	65.298	274	
- Netcapex	79.090	73.451	57.419	36.571	46.337	
Frit Cash Flow	- 21.746	32.431	94.894	3.711	52.440	

Figur 12 – Det frie cash flow 2018 – 2022 (Egen tilvirkning)

Det frie cash flow er blevet beregnet i figur 12, og dette tal er interessant for Harboes aktionærer, långivere og ikke mindst investorer, fordi det er det cash flow, som er tilgængeligt for dem. Det er med andre ord det cash flow, som kommer ud fra den invested capital, og derved heller ikke påvirket af hvorledes gældsstrukturen er i virksomheden. Fremgangsmåden til udregning af det frie cash flow fremgår af figur 12, og dertil kan det ses at gældsstrukturen ikke spiller nogen rolle, og det der påvirker cash flowet er om virksomheden har en kæmpe gæld, eller om det hele er finansieret igennem egenkapitalen.

Når der kigges nærmere på udviklingen i det frie cash flow, har det i analyseperioden været meget svingende op og ned fra det ene år til det andet. Kigges der på faktorerne til de store svingninger, så er det især EBIT og delta WCR der spiller en rolle. Første faktorer er EBIT, og i analyseperioden svinger den meget, og det er især gældende i årene 2018/19, 2019/20 og 2020/21. Dernæst kommer delta WCR, som en faktor til de store svingninger. Delta WCR svinger i sig selv meget fra det ene år til det andet, og i den forbindelse er det vigtigt at opmærksomheden er på, at når delta WCR er negativ, så er det ikke en dårlig ting. Det betyder derimod arbejdskapitalen i Harboe er blevet likviditetsmæssigt bedre, og det er derfor den tillægges i det frie cash flow.

Alt i alt har Harboes frie cash flow udviklet sig positivt i analyseperioden, fra at starte ud med et negativt år, men til efterfølgende skabe et positivt cash flow i resten af perioden. Det betyder at Harboe ud af den invested capital lykkedes med at få et udmærket cash flow, og hvilket peger i retning mod de investeringer de laver, også er de rigtige, og der kommer det bedst mulige ud af dem. Det positive cash flow i de fleste af årene indikerer også, at Harboe lykkes med at få deres likviditet til at fungere. Det bliver også underbygget af Harboes soliditetsgrad og liquidity

ratio, som begge er benævnt tidligere i regnskabsanalysen, og det hele peger i retning af en koncern, som der er solvent.

6.3 Konkurrentanalyse

Harboe befinder sig i bryggeribranchen, som der tidligere nævnt er en branche med stor konkurrence, og den består af rigtig mange bryggerier i forskellige størrelser. Den store konkurrence er kun blevet større gennem årene, og ser kun ud til forsat at være stigende, og især når der kigges mod det stigende antal af bryggerier blot i Danmark. Her er det gået fra blot at være 12 bryggerier i 2000 til der i 2022 i Danmark er 261 bryggerier (Bryggeriforeningen.dk, 2023).

Når der kigges på mod afsætningen af øllene, så foregår det hos Harboe mest i detailbranchen. Hvis der kigges nationalt i Danmark, så bliver størstedel af øllene i Danmark solgt i detailhandlen. Det er ikke mindre end 76,3% af alt ølsalg i Danmark, som foregår gennem detailhandlen (Bryggeriforeningen.dk, 2023). Hertil må det vurderes at de største bryggerier i branchen, som Carlsberg og Royal Unibrew er de klart største konkurrenter. Grunden hertil er de befinder sig i de fleste detailhandler, og dermed Harboes hovedmarked i detailbranchen.

Konkurrentanalyse vil give et indblik i evnen i Harboe til at skabe værdi i forhold til de andre bryggerier i bryggeribranchen, og det er i særdeleshed om de kan skabe værdi for aktionærerne, og ikke blot for sig selv. Dette spiller også en væsentlig rolle, når der i senere afsnit skal laves budgettering og efterfulgt af en værdiansættelse. Da det vil blive for omfangsrigt, og ikke give mening for opgaven, når Harboes evne til at skabe værdi for specielt aktionærerne skal sammenholdes med andre bryggerier i branchen, så tages der udgangspunkt i 3 andre bryggerier i Danmark, som vurderes relevante. De 3 bryggerier der vurderes relevant, er Royal Unibrew A/S, Thisted Bryghus A/S og ikke mindst Carlsberg A/S. Både Royal Unibrew og Carlsberg er væsentlig større end Harboe, og har begge større markedsandele også. Det kan også ses i nedenstående figur 13, og ligesom Harboe befinder begge virksomhederne sig på det store internationale ølmarked. Dertil anses Carlsberg og Royal Unibrew for hhv. at være Danmarks største og næst største bryggeri, og derfor må det være disse to bryggerier Harboes ledelse fokusere mest på, og anser som deres største og mest direkte konkurrenter, som de både skal forsøge vinde markedsandele fra samtidige med ikke risikere at tabe markedsandele til dem. Den sidste virksomhed Harboe sammenholdes med i konkurrentanalysen er Thisted Bryghus A/S, som er et bryggeri der ikke er lige så stort som Harboe, men de har dog stadig en forholdsvis stor tilstedeværelse på det danske marked.

Royal Unibrew, Carlsberg, Thisted Bryghus og Harboe har ikke samme regnskabsafslutning, og følger derfor ikke de samme perioder, og derfor bliver det i sammenholdte årsrapporter sammenholdt for de mest nærliggende og tilsvarende perioder i forhold Harboes regnskabsafslutning.

Omsætning, konkurrenter i bryggeribranchen					
t.DKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Harboes Bryggeri A/S	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184	1.419.353
Carlsberg A/S	62.503.000	65.902.000	58.541.000	60.097.000	70.265.000
Royal Unibrew A/S	7.298.000	7.692.000	7.315.000	8.746.000	11.487.000
Thisted Bryghus A/S	48.889	53.568	51.951	59.157	56.713

Figur 13 – Omsætning, konkurrenter i bryggeribranchen (Egen tilvirkning)

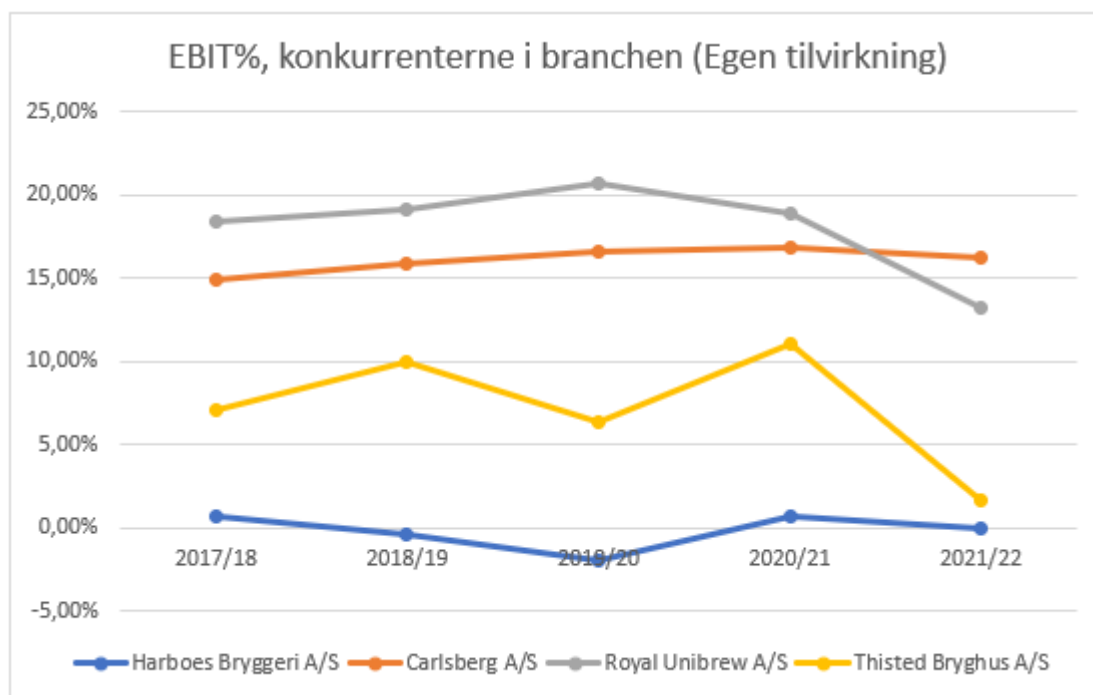
Det kan ses i figur 13, så oplever alle fire bryggerier i analyseperioden vækst, men dog i forskellige størrelser. Det er her der skal tages hensyn i konkurrentanalyse til, at der er stor forskel i aktivitetsniveauet hos bryggerierne i bryggeribranchen, hvilket figur 13 giver et klart billede af. Der bliver dog stadig skabt et indblik i branchen, og samtidig med bliver der også skabt et billede af Harboes position i branchen sammenholdt med de andre store og mere dominerende bryggerier i branchen. Dertil antages der, at Harboe ønsker og målsætninger vedrørende en vækst i afsætningen er af højere karakter. Dette antages på baggrund af Harboes seneste resultat i analyseperioden, men også iht. deres position på markedet, hvor der også kan ses stor omsætningsvækst ved de store konkurrenter. Hvor de alle har rejst sig stærkt efter et par turbulente år, som kom på baggrund af coronapandemien, og hvortil alle fire bryggerier i konkurrentanalysen oplevede omsætningsnedgang i 2019/20.

Indekstal omsætning, konkurrenter i branchen					
t.DKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22
Harboes Bryggeri A/S	100,00%	102,39%	103,15%	99,29%	106,10%
Carlsberg A/S	100,00%	105,44%	93,66%	96,15%	112,42%
Royal Unibrew A/S	100,00%	105,40%	100,23%	119,84%	157,40%
Thisted Bryghus A/S	100,00%	109,57%	106,26%	121,00%	116,00%

Figur 14 – Indekstal omsætning, konkurrenter i branchen (Egen tilvirkning)

Figur 14 viser indekstallene for nettoomsætningen, og det er med basis år i 2017/18, og dette vil give et endnu bedre indblik i værdiskabelsen. Når der kigges på figur 14, og udviklingen i Harboe sammenholdes med konkurrenternes, så er Harboe den virksomhed med den mindste

udvikling i analyseperioden. Hvortil det kan ses i 2020/21, at konkurrenterne alle har rejst sig fra 2019/20 hvor coronapandemien ramte, og hvor især Royal Unibrew og Thisted Bryghus steg meget, der faldt Harboes omsætning. Som nævnt er Harboe den virksomhed, hvor omsætningen er vækstet mindst siden basisåret, og derfor ud fra dette, så er Harboes evne i forhold til konkurrenterne forringet i forhold til værdiskabelse for aktionærerne. Hvortil der igen kan være spørgsmålstejn ved, om det virkelig er i aktionærernes interesse ledelsen i Harboe arbejder for. Dette er alt andet lige en svaghed for Harboe, og noget de skal have fokus på.



Figur 15 – EBIT%, konkurrenterne i branchen (Egen tilvirkning)

Når der ses på Harboes EBIT% i forhold til konkurrenternes, så har en Harboe en utrolig lav EBIT%, og også den eneste af virksomhederne med negativ EBIT% i nogle af årene jf. figur 15. Herudover er Harboe og deres konkurrenter på en række parametre vidt forskellige, som tidligere nævnt i konkurrentanalysen. Der er en vedvarende positiv tendens i blandt alle virksomhederne i de seneste år, og en EBIT% der er fornuftig ved de fleste af konkurrenterne i forhold til Harboe. Det kan derfor konkluderes på baggrund af konkurrentanalysen, at Harboe ikke er på niveau med de andre virksomheder i konkurrentanalysen i forhold til værdiskabelsen.

6.4 Delkonklusion regnskabsanalyse

Når der overordnet set kigges på Harboes nøgletal, så har de i analyseperioden udviklet sig i den negative retning. I analyseperioden kom det bedste år i 2020/21, som også var det år Harboe fik skabt deres bedste resultat i analyseperioden, og det kom efter to rigtig dårlige år for Harboe. Det positive resultat blev ikke opfyldt af endnu et godt år, og i 2021/22 var det endnu engang et underskudsresultat for Harboe. Udviklingen ses også direkte i nøgletallene, hvor underskuddet har sin påvirkning. Den negative udvikling skyldes blandt andet en forringet ROIC, som der skyldes en dårligere EBIT%. Det er dog en forbedring i capital turnover. De forringede nøgletal kan henføres til, at selv med en stigende omsætning har Harboe ikke formået at holde omkostningerne nede. Hvor det især er salgs- og distributionsomkostningerne der igen er stigende efter de ellers året inden i 2020/21 havde fået tilpasset især disse omkostninger i høj grad, og derved fik skabt det største overskud i analyseperioden endda med den laveste omsætning.

Det er både med egenkapitalen og gæld Harboe finansierer deres aktiver med, og i samme ombering er Harboes gearing blevet analyseret. Analysen heraf viste at Harboes primære finansieringskilde er egenkapitalen, og så finansierer gæld 40-45% af aktiverne. Dette betyder soliditetsgraden i Harboe er høj, og ligger på den rigtige side af 50% igennem hele analyseperioden.

Til forklaring af den udvikling der har været i ROE, så er Harboes financial leverage multiplier regnet, og den svingede en del i analyseperioden. Hvis financial leverage multiplier er større end 1, så vil det oftest betyde ROE bør være størst af ROE og ROIC, men dette kan blive påvirket af tax effect ratio. I analyseperioden er financial leverage multiplier blevet beregnet til større end 1 i følgende år 2018/19, 2019/20 og 2021/22, men i ingen af årene er ROE større end ROIC. Det er tilsvarende de år, hvor Harboe har underskud. Dette er en negativ ting for Harboe, fordi de ikke er i stand til at bære deres renteudgifter i disse år. Udviklingen ses i financial structure ratio og financial cost ratio, og her kan det ses financial structure ratio ikke ændrer sig meget i analyseperioden. Dette betyder derfor at det er financial cost ratio, som er bagmanden i udviklingen der er at finde i financial leverage multiplier. Dernæst kommer tax effect ratio, som også i en stor grad har været meget svingende i analyseperioden. Baggrunden for dette er måden at opgøre den skattepligtige indkomst på, og der er mange skattemæssige forhold der er komplekse og som spiller en rolle til opgørelsen. Dette er årsagen til den skat Harboe betaler ikke bare er 22% af resultat før skat, men godt kan være både større og mindre. Dette kan Harboe ikke selv påvirke i nogen særlig grad, og det er derfor ikke det mest spændende nøgletal for Harboe i det fremtidige arbejde med at forbedre virksomhedens resultater og

nøgletal. Så der er i analyseperioden alt i alt en stor udvikling i alle nøgletallene, som påvirker ROE, og hertil er det som Harboe aktivt kan arbejde på at forbedre financial leverage multiplier og ROIC.

Som en del af analysen af likviditeten og gældsstrukturen i Harboe, så blev der lavet en beregning af quick ratio, og denne vedrørte om Harboes kortfristede gæld kunne betales af deres tilgodehavender og likvider. I analyseperioden har dette været muligt for Harboe de sidste to år af perioden, men dertil har tallet lagt mellem 82-86% de resterende 3 år, hvilket også er højt. Quick ratio viser dermed, at Harboe igennem analyseperioden har forbedret deres likvider i forhold til deres kortfristede gæld.

Den efterfølgende del omhandlede arbejdskapitalen (WCR), sammensætningen af denne, udviklingen af den igennem analyseperioden og finansieringen heraf. Hvilken af de tre finansierings strategier Harboe benytter blev også undersøgt, og det er henholdsvis den aggressive, matching og den konservative. I analysen blev der fundet frem til, at Harboe har overskud i deres likvider, og dette kan dække den kortfristet gæld. Ligeså har Harboes liquidity ratio lagt på over 100 procent de sidste 3 år, hvilket betyder arbejdskapitalen udelukkende er finansiering af langfristet gæld. Det er derfor den konservative finansierings strategi Harboe benytter.

Det frie cash flow blev også beregnet, og dette viste at investeringer Harboe foretager sig, ender ud i at give positivt cash flow. Dette gør sig gældende i de sidste 4 år af den 5-årig analyseperiode, og dette underbygger ligeså de tidligere kommenterede nøgletal i form af liquidity ratio og soliditetsgraden. Alt i alt viser nøgletallene, at Harboe er en likvid og solvent virksomhed.

Den sidste del af regnskabsanalysen var en analyse af Harboe i forhold til konkurrenterne i branchen, og hvordan Harboes rolle i markedet er. Det blev gjort ved udvælgelse af de tre mest væsentlige konkurrenter, og der blev det vurderet, at det var Royal Unibrew A/S, Carlsberg A/S og Thisted Bryghus A/S. De to første nævnt var på baggrund af, at de vurderes være de virksomheder, som var mest sammenlignelige med Harboe. Dette var grundet begge har en stor tilstedeværelse internationalt, og ligeså deres sortiment af øl. Thisted Bryghus A/S blev vurderet relevant grundet deres store tilstedeværelse på det nationale marked herhjemme, og grundet deres sortiment er opbygget omkring specialøl til modsætning for Harboe, Royal Unibrew og Carlsberg. Den første del af konkurrentanalysen var en analyse af virksomhedernes omsætning, og her kan Harboe ikke måle sig med Carlsberg og Royal Unibrew. Derefter blev udviklingen i omsætningen analyseret, og igen var Harboe dårligere end Carlsberg og Royal Unibrew, men

også Thisted Bryghus har formået i analyseperioden at få deres omsætning til at vokse mere end Harboe. Det er dog mest bekymrende for Harboe, at de taber yderligere terræn til Carlsberg og Royal Unibrew. Til sidst blev EBIT% undersøgt for alle fire virksomheder, og det var for at undersøge, hvordan de hver især har omkostningstilpasset deres omkostninger i virksomheden. Tendensen for Harboe forsætter også her, og de ligger igen under de tre andre virksomheder. Harboe EBIT% ligger og svinger fra -1,93% til 0,76%, hvorimod konkurrenternes ligger i mellem 1,63% og 20,7% i analyseperioden. Så Harboe har vækstpotentiale foran sig, hvis de kan vinde noget terræn og markedsandele tilbage, da det alt andet lige tyder på ølmarkedet forsat, er et marked, som er i vækst.

7 SWOT-analyse

7.1 Intro til SWOT-analyse

SWOT-analysen bruges som opsummering af den strategiske analyse og regnskabsanalyse. SWOT-modellen er dermed et analyseværktøj til at vise Harboes konkurrencemæssige situation og ledelsesmæssige strategiske situation, da disse bliver opsummeret i Harboes styrker, svagheder, muligheder og trusler.

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
- Etableret og kendt brand - Bred produktportefølje - Finansiering igennem egenkapital - Produktudvikling	- Stor konkurrence - Ledelsen - Flere år med negativt resultat i analyseperioden
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
- Markedsudvikling - Markedstrends	- Øget Konkurrence - Lovgivning - Ændring af verdenssituationer (krigen i Ukraine)

Figur 16 – SWOT-analyse (Egen tilvirkning)

7.1.1 Styrker

Harboe har eksisteret siden 1883, derfor er de også blevet et brand man kender på det danske marked. Harboe er veletableret på det danske marked, men er også begyndt at etablere sig ude i verden. I Danmark har Harboe under samme navn både øl og sodavand i mange forskellige varianter. Derudover har de også X-Ray energidrikken. Internationalt er det navne som Darguner og Bear Beer der har været med til at skabe et brand omkring Harboe i verden. Harboe har også været dygtige til at bruge deres egenkapital til at investere i virksomheden og derfor er ikke bundet af en masse gæld. Harboe har også et stort fokus på at være innovative og udvikle på deres produkter. I 2021/22 brugte de ca. 14 mio. kroner på forsknings- og udviklingsomkostninger. Dette er en styrke for Harboe da de kan være først med nye produkter på markedet.

7.1.2 Svagheder

Harboe er på et marked med en stor konkurrence, der er flere store spillere allerede på markedet og disse er store internationale virksomheder. Derfor er det begrænset, hvor stor en

markedsandel Harboe kan komme ind og tage fra Carlsberg og Royal Unibrew. Harboe har også en svaghed i deres ledelse, da Harboe familien har stemmerettighederne i virksomheden. Harboe familien har ca. 56 % af stemmerne og kan derfor beslutte om tingene skal gennemføres ellers ej. Dette er en svaghed, da de derved ville kunne gøre, hvad der er bedst for dem og ikke for virksomheden. En anden svaghed for Harboe er at de i 3 ud af 6 år, hvor vi har analyseret, har Harboe haft et negativt resultat. Dette er med til at tære på virksomhedens egenkapital og deres muligheder for at reinvestere i virksomheden.

7.1.3 Muligheder

Harboe har gode muligheder for at udnytte for at udnytte nye trends og tendenser på markedet. F.eks. ses det at flere og flere efterspørger sukkerfri eller alkoholfri alternativer til nuværende produkter, her har Harboe selv fokus på at udvikling og være innovative omkring nye varianter til deres sortiment. Derudover er der muligheder for Harboe i at etablere sig på nye internationale markeder, som de også har været i gang med. Dette ser man f.eks. med deres øl Bear Beer der sælges i mere end 60 forskellige lande over hele verden.

7.1.4 Trusler

Harboe befinder sig som sagt på et marked med stor konkurrence, dette er også noget der kan være med til at være en trussel for dem, da der kommer flere og flere små bryggerier ind på markedet, som leverer specialøl, som kan tilbyde kunderne nogle nye og anderledes smage, som man ikke vil få ved de mere traditionelle øltyper. Udover den øgede konkurrence på markedet, så er lovgivning også et punkt der kan ramme Harboe, da større afgifter ville betyde større omkostninger for Harboe, men også lovgivning i forhold til hvis man laver strammere regler omkring alkohol, f.eks. hvis det blev ulovligt at sælge alkohol til folk under 21 som i USA. Der er også trusler fra uforudsete ting i verden, som f.eks. Ukrainekrigen, en situation som denne ville kunne være en trussel, som man har set krigen i Ukraine har været, hvor råvarer priserne er steget.

8 Budgettering

8.1 Intro til budgettering

Der vil blive udarbejdet budget for de kommende år for Harboe, samt proforma opgørelser. Budgetteringen skal bruges som grundlag for proforma opgørelserne, og grunden til udarbejdelsen heraf er for de fremtidige regnskabsmæssige poster, vil blive opgjort.

I det der er tale om Harboes fremtidige værdiskabelse som skal belyses, så er det en nødvendighed, at der laves et budget, da det er her sammenspillet mellem henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteterne bliver belyst. Udarbejdelsen af budgetteringen laves med hjælp fra den strategiske analysedel, da der her er blevet oplyst vedrørende ikke kendte finansielle værdidrivere. Dertil når budgetteringen skal udarbejdes, så sker det med en praktisk tilgang, og grunden hertil er Harboes ejerkreds og andre, som har interesse i hvad der forventes at ske i Harboe de kommende år nemmere og mere overskueligt kan forstå outputtet af budgetteringsarbejdet. Herudover vil der ligeså i forbindelse med budgetteringen blive lavet proforma opgørelser, og de vil blive udarbejdet med afsæt i regnskaberne med modificering fra regnskabsanalysen i afsnit 6.

Da der vil blive lavet proforma opgørelser, så er det en nødvendighed at definere forudsætninger for at kunne udarbejde opgørelserne, og det er i finansielle og ikke finansielle værdidrivere der tages afsæt i. Når budgettet skal udarbejdes, så er det vigtigt at virksomheder er skarpe på en række punkter udover førnævnte finansielle og ikke finansielle værdidrivere. Det er også vigtigt for virksomhederne at være skarpe på hvad der sker i deres branche, og for Harboes tilfælde bryggeribranchen. Derudover skal de også være skarpe på den generelle omverden, og det er i forhold til diverse ting, og heriblandt især hvilke trends der er.

Til sidst er der budgetperioden, og ofte vil en virksomhed forsætte med den samme budgetperiode, hver gang der laves et budget. Det er dog forskelligt fra virksomhed til virksomhed, hvilken budgetperiode de har. F.eks. hvis der er tale om en virksomhed i en branche med stort digitalt udviklingsniveau, eller der sker mange fusioner grundet en meget intensiv udvikling, så vil budgetperioden alt andet lige være kortere.

Når selve budgetperioden skal vælges, så spiller der flere parametre ind. De parametre som der spiller ind, er om virksomheden har en eller flere konkurrencemæssige fordele, hvor længe virksomheden har været i branchen. Når der tales om hvor længe virksomheden har været i branchen, så er det om, det er en helt ny virksomhed i branchen, eller om det er en virksomhed,

der i forvejen er en etableret del af branchen. Herudover vil en samarbejdspartner kun stille krav til virksomheden omkring, at de vil have en længere budgetperiode fra dem. Iht. udvælgelsen af Harboes budgetperiode, så tages der udgangspunkt i figur 17. Der er stadig en vækst i bryggeribranchen, men i forhold til Harboe vurderes der også forsat at være vækstmuligheder, men i den lave ende. Derudover er Harboe en moden spiller på markedet, og har været i branchen længe, som beskrevet tidligere i rapporten. Til sidst vurderes Harboe alt andet lige at have en konkurrencemæssig fordel lige p.t., men ikke i en stor grad, og den konkurrencemæssige fordel de vurderes at have, vil hele tiden været truet er de helt store aktører såsom tidligere nævn Carlsberg og Royal Unibrew. Efterfølgende vurderingen fastsætter Harboes budgetperiode til en 5-årig periode. Denne periode vil også blevet kaldet terminalperioden, og i terminalperioden vil der blive indregnet en vækstrate, og denne vækstrate vil være lineær konstant.

Branchens vækstudsigter				
Konkurrencemæssigfordel		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	15 år
	Kun på kort sigt	5 år	10 år	15 år
	Ja	10 år	15 år	15 år

Figur 17 – Branchens vækstudsigter

8.2 Budgettering af salgsvækst på Harboes hovedmarkeder

Der bliver i budgetteringen taget afsæt i en række faktorer, og det er blandt andet værdidriverne, som er blevet identificeret i afsnittet om den strategiske analyse. Dertil bliver også set på den historiske udvikling, som har været i Harboes nettoomsætning, og det er for hele koncernen. Hovedmarkederne som der budgetteres for, er det danske og tyske marked, og så er det de resterende lande, hvor Harboe befinder sig i. Der er hertil fokus på de kulturelle forskelle mv., som er på de 3 hovedmarkeder. Dertil er det netop disse forskelle Harboe skal evne at lykkes med at ramme deres produkter, markedsføring osv., og afgøre hvordan Harboe lykkes på de forskellige markeder. Dette kan også ses i væksten i de forskellige markeder at de differentierer sig fra hinanden.

8.2.1 Det danske marked

Det første marked er det danske, og her er det vigtigt når salgsvæksten skal budgetteres, at kigge på den historiske omsætning på det danske marked. I det sidste regnskabsår i analyseperioden blev der omsat for t. DKK. 398.609 på det danske marked, hvilket var endnu et år med stigende omsætning på det danske marked. Nettoomsætningen på det danske marked svarede til 28,1% af den samlede nettoomsætning i 2021/22. Det danske marked er på trods af, Harboe er dansk og stammer fra Danmark, det mindste marked af de tre hovedmarkeder.

I den første del af rapporten blev der analyseret på den strategiske del, og med fokus både på det tyske marked og markedet for de øvrige lande, men i særdeleshed det danske marked. Dette er til belysning af forventningen til Harboes fremtidig position.

Bryggerimarkedet i Danmark er et modent marked, og det er grundet på det danske marked er traditioner med ølbryggerier lange. Herudover blev det i den strategiske del belyst, at tendenser hos befolkningen i Danmark, også går ind og spiller en rolle ved branchen generelt. Hvilket blandet andet gælder i forhold til f.eks. bæredygtighed, som er en ting forbrugerne efterspørger, og hele markedet reagerer på dette, og vil være så bæredygtige som muligt. Det næste er truslen fra de substituerende produkter, som vurderes ikke være en særlig stor trussel grundet der er de helt store konkurrenter, og produkterne er relativt identiske, blot med en anderledes smag. Dernæst er konkurrencen stor på det danske marked for bryggerier, og det er et meget intenst marked. Alt i alt medfører overstående om det danske marked frem til, at det er et relativt mættet marked, og det betyder alt andet lige væksthiveauet på det danske marked på lang sigt vil risikere at begynde at stå relativt stille, og måske ligefrem have tilbagegang. Det seneste regnskabsår viste dog der på kort sigt stadig er vækstmuligheder på det danske marked, hvor Harboes nettoomsætning på danske marked voksede med 6,45%. Derfor vil der på baggrund af dette, samt regnskabsanalysen fastsættes niveauet for den budgetteret vækst til 5% i 2022/23 og 2023/24, og derefter til 4% i 2024/25 og 2025/26. Herefter fastsættes den budgetteret vækst til 3%.

t.DKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
Det danske marked							
Omsætning	398.609	418.539	439.466	457.045	475.327	489.586	504.274
Budgetteret vækst i %		5%	5%	4%	4%	3%	3%

Figur 18 – Budgetteret omsætningsvækst for det danske marked (Egen tilvirkning)

8.2.2 Det tyske marked

Ligesom ved det danske marked er der kigget på den historiske omsætning på det tyske marked, og her har omsætningen også været stigende gennem årene. Dog er der sket et fald i omsætningen på det tyske marked fra 2020/21 til 2021/22, og ved det seneste regnskab i 2021/22 leverede det tyske marked en omsætning på t. DKK. 516.917 mod t. DKK. 537.190 året før. Det tyske marked er trods det lille fald på 3,92% forsat Harboes største marked, og står for 36,4% af den samlede omsætningen i koncernen.

Der er som ved det danske marked set i den strategiske analyse på Harboes position og fremtidige på markedet. Når der kigges på bryggerimarkedet på den anden side af den danske grænse, så er kendetegnene de samme som i Danmark. Det tyske marked er også et modent marked, grundet de ligesom i Danmark har mange års traditioner indenfor ølbryggeri. Der er ligesom ved det danske marked set på, hvilke tendenser der ved befolkningen i Tyskland vil kun gå ind og påvirke, hvor meget øl m.m. der vil blive solgt. Og her minder det tyske marked om det danske, hvor der også er stor fokus på social adfærd, som også her vurderes have en væsentlig markedskraft, og kan påvirke markedet både positivt og negativt. Det vil f.eks. være bæredygtighed og sundhed, som forbrugerne vil have fokus på. Hvis der kom en stor sundhedsdille, så vil efterspørgslen og salget med god sandsynlighed falde både på den korte og lange bane. Det vil alt andet lige betyde at Harboe og de andre bryggerivirksomhed skal stå parate med substituerende produkter, som vil ramme en evt. sundhedsdille. Når der så kigges på substituerende produkter og konkurrencen herfra, så er det ligesom ved det danske marked begrænset. Dette er forsat grundet, konkurrenterne har den samme slags produkter blot med en anderledes smag.

Som tidligere nævnt i afsnittet har der været en nedgang i omsætningen på det tyske marked, men det tyske marked er stadig et stort og stabilt marked, hvor der stadig vurderes at være noget at vinde. Hvor Harboe i slutningen af regnskabsåret har indgået, med en eksisterende kunde, en stor ny private label-aftale. Omsætningen og indtjeningen på det tyske marked vil blive påvirket positivt det kommende år af denne aftale (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 7). Jf. dette og ovenstående er nedenstående budget lavet for omsætningen på det tyske marked, og det er med en budgetteret vækst på 6% i 2022/23, og derefter med en faldende stigning i væksten med 1 procentpoint pr. år indtil 2025/26, hvor der budgetteres med en stigning pr. år med 3%.

t.DKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
Det tyske marked							
Omsætning	516.917	547.932	575.329	598.342	616.292	634.781	653.824
Budgetteret vækst i %		6%	5%	4%	3%	3%	3%

Figur 19 – Budgetteret omsætningsvækst for det tyske marked (Egen tilvirkning)

8.2.3 De øvrige lande og markeder

Ved budgetteringsprocessen for de øvrige lande er der blevet set på den historiske udvikling i omsætningen, ligesom der er blevet gjort ved det tyske og danske marked. Her kan det konkluderes at omsætningen i de øvrige lande er på vej frem, og i seneste regnskabsår omsatte Harboe for t. DKK. 503.827 i de øvrige lande, og dette svarede til 35,5% af den samlede omsætningen i koncernen. Hvilket gør de øvrige lande til Harboes næststørste marked, og samtidig er det 0,6% fra at blive det største marked, og med en stigning i omsætningen på de øvrige lande på 17,02% fra 2020/21 til 2021/22 er tendenserne til, at de øvrige lande bliver Harboes største marked i nær fremtid.

Der har også i den strategisk analyse været fokus på konkurrencen fra substituerende produkter og konkurrenter, og i forhold til der i årsrapporten fra Harboe ikke er nogle definition på hvilket lande, som de øvrige lande dækker over antages det, at det er lande som er sammenlignelige, som det er tilfældet med det tyske og danske marked. Derfor vurderes konkurrencen fra substituerende produkter også her værende lav, da konkurrenterne har mere eller mindre identiske produkter, blot med en smule anderledes smag. Jf. ovenstående, og at Harboe har et forsat stort fokus på de internationale markeder (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 7), så budgetteres der med en differentieret vækst. Der budgetteres med en vækst på 5% det første budgetår, og herefter vil den budgetteret vækst stige med 1 procentpoint hvert år.

t.DKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
De øvrige lande							
Omsætning	503.827	529.018	560.760	600.013	648.014	706.335	776.968
Budgetteret vækst i %		5%	6%	7%	8%	9%	10%

Figur 20 – Budgetteret omsætningsvækst for de øvrige lande (Egen tilvirkning)

8.2.4 Den samlede budgetterede omsætningsudvikling

t.DKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
I alt							
Omsætning	1.419.353	1.495.490	1.575.554	1.655.399	1.739.633	1.830.702	1.935.067
Budgetteret vækst i %		5,09%	5,08%	4,82%	4,84%	4,97%	5,39%

Figur 21 – Budgetteret omsætningsvækst i alt (Egen tilvirkning)

Når der kigges på figur 21, ses det hvordan den samlede budgetteret omsætning for Harboe tager sig ud, og der budgetteres med en omsætningsvækst på mellem 4,82% til 5,39% i budgetteringsperioden. Det stemmer godt overens med Harboes mål om, at vil vinde markedsandele og blive en større aktør på det danske som de internationale markeder, og deres eget mål om en omsætningsvækst på 3-5% årligt (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 13).

8.3 Omkostningsbudgettering

I budgetteringsprocessen er det ikke kun omsætningen der er fokus på, fordi en stigning i omsætningen er ikke gratis. Derfor er det også en nødvendighed at analysere omkostningerne der er i forbindelse med den budgetteret omsætningsvækst på det danske marked, tyske marked og øvrige lande. De omkostninger der vil blive analyseret på, er produktions-, salgs- og distributions- og administrationsomkostninger samt andre driftsindtægter og -omkostninger.

Til budgetteringen af ovenstående omkostninger benyttes en omkostningsfordeling, og dette sker på baggrund af hvor stor en del hver enkelt budgetteret nøgletal udgør af den samlede omsætningen. Dette findes ved at der først laves en common size analyse for analyseperioden på de ovennævnte nøgletal.

Common size analyse						
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	GNS.
Vareforbrug	74,93%	75,00%	75,82%	77,34%	76,67%	75,95%
Salgs- og distributionsomk.	14,45%	14,44%	14,75%	11,57%	13,27%	13,70%
Administrationsomk.	3,39%	3,58%	4,00%	3,73%	3,66%	3,67%
Andre driftsindtægter	1,14%	1,09%	0,89%	1,00%	0,76%	0,98%
Andre driftsomkostninger	0,45%	0,24%	0,65%	0,25%	0,20%	0,36%

Figur 22 – Common size analyse (Egen tilvirkning)

Det ses i common size analysen at omkostningerne i analyseperioden ligger stabilt, men som nævnt vil Harboe gerne være en større aktør på de internationale markeder samt herhjemme, og dette kommer ikke af sig selv. Harboe vil derfor skulle ud og lave investeringer, og blandt andet investeres der i opdatering af deres produktionsfaciliteter i Skælskør (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 7). Afskrivninger vil derfor også blive påvirket, men dette ses der på i afsnit 8.4 vedrørende budgettering af Netcapex.

Budgettering sker således af den gennemsnitlige procent af den samlede omsætning i analyseperioden jf. figur 22, som hvert nøgletal har haft, vil hvert enkelt nøgletal budgetteres med. Således at det budgetteret vareforbrug vil udgøre 75,95% af den budgetteret omsætning hvert

budgetår. Salgs- og distributionsomkostninger vil udgøre 13,70%, administrationsomkostninger vil udgøre 3,67%, andre driftsindtægter 0,98% og andre driftsomkostninger vil udgøre 0,36%.

Budgetteret omkostningsfordeling							
TDKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
Vareforbrug	1.088.185	1.135.879	1.196.691	1.257.336	1.321.314	1.390.485	1.469.754
Salgs- og distributionsomk.	188.365	204.835	215.801	226.737	238.274	250.748	265.043
Administrationsomk.	51.946	54.932	57.873	60.806	63.900	67.245	71.079
Andre driftsindtægter	10.802	14.612	15.395	16.175	16.998	17.888	18.907
Andre driftsomkostninger	2.783	5.315	5.600	5.884	6.183	6.507	6.878

Figur 23 – Budgetteret omkostningsfordeling (Egen tilvirkning)

8.4 Budgettering Netcapex

Som nævnt i ovenstående afsnit investerer Harboe i opdatering af deres produktionsfaciliteter i Skælskør (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 7), samt nævnes der i Harboes årsrapport for 2020/21, at Harboe i deres investeringsstrategi, som omhandler den næste 5-årige periode, planlægger at gennemføre større investeringer i koncernens produktionsanlæg (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2020/21, s. 16).

Budget Netcapex	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
Anlægsaktiver (primo)	706.954	653.619	636.350	645.618	679.464	731.512	743.919
+ Investering	46.337	69.506	97.308	126.500	151.800	113.850	85.388
- Afskrivninger	99.672	86.775	88.039	92.654	99.752	101.444	99.517
Ultimo	653.619	636.350	645.618	679.464	731.512	743.919	729.790

Figur 24 – Budget Netcapex (Egen tilvirkning)

Jf. ovenstående budgetteres der med en stigning i investeringerne på 50% det første budgetår, 40% det andet budgetår, 30% det tredje budgetår og 20% det fjerde budgetår. Efter det fjerde budgetår er den 5-årig periode nævnt ovenfor, hvor Harboe vil gennemføre større investeringer i koncernens produktionsanlæg (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2020/21, s. 16), gået, og der vil derfor i de sidste år ske fald i investering med 25% efter 5 år med større investeringer.

Iht. afskrivninger budgetteres der med de holder den samme udvikling, som de har haft i analyseperioden. I analyseperioden har afskrivningen mere eller mindre lagt fast på 12% pr. år, og dette har ikke ændret sig i nogle af årene, fordi det er overvejende sandsynligt at nogle af Harboes aktiver er færdigafskrevet, og de nye investeringer erstatter dem. Det kan også ses i figur 3, som er at finde i afsnit 6.1, at selvom der er nogle væsentlige større investeringer end andre, så følger afskrivninger, og udgør ca. 12% hvert år af analyseperioden.

8.5 Budgettering EBIT%

Harboe har jf. deres årsrapport (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 18) fokus på omsætning og omkostningsoptimering efter de markant stigende råvarepriser, fragtpriiser og meget mere, som følge af krigen i Ukraine, og derved også et stort fokus på deres indtjening. De nævnte faktorer er allerede analyseret i tidligere afsnit, og vil derfor ikke kommes dybere ind på i dette afsnit.

Især salgs- og distributionsomkostningerne er et fokusområde i omkostningsoptimeringen, da denne falder væsentligt i regnskabsåret 2020/21, som var under COVID-19 og dette var en af grundene til, at det var et af årene, hvor Harboe havde en positiv EBIT%. I analyseperioden lagde Harboes EBIT% og svingede mellem -1,93% til 0,76%, og da Harboe har fokus på indtjeningen, og ønsker at hæve deres EBIT%, så er der et fokus på omkostninger samtidig med der oveni jf. afsnit 8.4 bruges en del midler på investeringer. Der budgetteres derfor i analyseperioden med en EBIT% på 1,50% i det første budgetår, og efterfølgende stiger den roligt i de efterfølgende år af budgetperioden.

8.6 Budgettering nettofinansieringsomkostninger og SKAT

I budgetteringsprocessen skal der også ses på nettofinansieringsomkostninger, men da Harboe i deres årsrapport eller lignende steder benævner deres forventninger i renteniveauet i fremtiden, så har det ikke været muligt i budgetteringen af nettofinansieringsomkostningerne at få Harboes egne forventninger med i betragtningen. Fokusset på budgetteringen af nettofinansieringsomkostningerne er derfor på, at Harboe jf. afsnit 8.4 laver en del større investeringen i de kommende år, og dette vil alt andet lige også medbringe stigende renteomkostninger, hvis Harboe optager gæld til finansieringen heraf. Derudover anvender Harboe den konservative strategi jf. afsnit 6.2.2, og denne strategi omhandler virksomheden primært vil have mere likviditet end de har kortfristet gæld. Derfor vurderes det, at Harboes behov for fremmed kapital ikke er stor, og den enten kan nedbringes og/eller hvis der er nødvendighed for fremmed kapital, at den så starter lavere som følge af den høje likviditet. På baggrund af ovenstående budgetteres nettofinansieringsomkostningerne med at stige 14% det første budgetår, og 12% det andet budgetår, 10% det tredje budgetår og 8% det fjerde budgetår. Det er ligesom tidligere nævnt i afsnit 8.4, at efter fjerde budgetår er Harboe færdige med deres 5-årig periode med større investeringer, og herefter budgetteres stigningen i nettofinansieringsomkostninger med 5%.

Iht. budgetteringen af skatten, så kan det ikke gøres udelukkende med den danske skattesats på 22% (Skat.dk, 2023), og dette er grundet Harboe koncernen har salgsmarkeder over det meste af verden, og ved kun at bruge den danske skattesats vil de samlede skatteforhold i koncernen ikke være retvisende. Der vil derfor i den budgetteret skat tillægges yderligere 5 procentpoint for at opveje de forskellige skatteprocenter, og der bliver derfor hvert budgetår budgetteres med 27% i skat af EBT.

8.7 Budgettering af arbejdskapitalen (WCR)

Når det fremtidige frie cash flow skal beregnes, så er det en nødvendighed også at have budgetteret WCR, så udviklingen i WCR pr. år kan beregnes. Der er flere elementer i WCR, og det er debitorer, kreditorer, lagre, periodeafgrænsningsposter og øvrig gæld der ikke er rentebærende. Der budgetteres med en stigning på 3% i debitorer og kreditor pr. år, og dette er på baggrund af stigningen der er budgetteret med i omsætningen og vareforbruget. En større omsætning betyder alt andet lige, at Harboe må have fået flere kunder og/eller større summer på deres modtagne ordre, og derfor en stigning i debitorerne. Dette påvirker også kreditorerne, fordi når der sælges mere, så skal der ligeså produceres mere, og derfor indkøbes yderligere hos leverandørerne. Da der formodes at være betalingstid på ved leverandørerne, og der ikke skal afregnes ved kasse 1, så vil det medføre en stigning i kreditorerne. Det næste element er lagret, og her budgetteres det kun med en stigning på 1% pr. år, og den budgetteret stigning skyldes det førnævnte stigning i omsætning, og det grundet en større produktionsmængde. Den større produktionsmængde forventes dog ikke påvirke varelagerbindingen i større grad, da det forventes at størstedelen afsættes. Ligeså forventes der ikke at ske markante ændringer i periodeafgrænsningsposterne, og derfor budgetteres der med en lille stigning på 1%. Det sidste element i WCR er øvrig gæld, og denne budgetteres med en stigning på 3%, og det er blandt andet som følge af omsætningen stiger mere end omkostningerne, og dette forventes at gøre at Harboe skal betale mere i moms og derfor en større skyldig moms.

Budget WCR	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår	Budgetteret udvikling
+ Debitor	271.883	280.039	288.441	297.094	306.007	315.187	324.643	3%
- Kreditor	158.597	163.355	168.256	173.303	178.502	183.857	189.373	3%
+ Lagre	164.926	166.575	168.241	169.923	171.623	173.339	175.072	1%
+ Periodeafgrænsningsposter	6.504	6.569	6.635	6.701	6.768	6.836	6.904	1%
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	120.360	123.971	127.690	131.521	135.466	139.530	143.716	3%
WCR i alt	164.356	165.858	167.371	168.895	170.429	171.974	173.530	

Figur 25 – Budget WCR (Egen tilvirkning)

Det ses i figur 25 at der samlet set i den budgetteret WCR er en lille stigning hvert år.

9 Værdiansættelse

9.1 Intro til værdiansættelsen

Dette afsnit vedrører værdiansættelsen af Harboe, og dette er til formål for at besvare rapportens problemformulering, samt underspørgsmålet der lyder: Hvordan lyder den beregnet estimeret værdi af Harboes Bryggeri A/S pr. 30.04.22?

Værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S laves på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen jf. afsnit 5, 6 og 7. Dette er dermed den fundamentalanalyse, og for at binde den sammen med selve værdiansættelsen er budgetteringen i afsnit 8 udarbejdet, og fungerer dermed som bindeled herimellem. Beregningen af selve værdien af Harboe sker ved brug af DCF-modellen, også kaldet Discounted Cash Flow modellen, og det er det frie cash flow modellen tager dens udgangspunkt i.

Der vil til beregningen af værdiansættelsen opstilles formler i rapporten, og det er disse, som er udgangspunkt for beregningerne af værdien i Excel. Der vil derfor være mulighed for, at der sker afvigelser, da der vil være afrundinger, decimaler og lignende afvigelser.

9.2 Værdiansættelse af Harboe

9.2.1 Estimering af Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Den centrale del af værdiansættelsen er WACC, og WACC er Harboes vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Det WACC i bund og grund er et udtryk for, er det minimumsafkast Harboe er påkrævet, hvis de skal opfylde forventningerne, som udbyderne af Harboes kapital har, også kendt som investorerne i Harboe.

Formlen for beregningen af WACC er bestående af to dele, og den første del er prisen på egenkapitalen. Den anden del af formlen for beregningen af WACC er prisen på gælden, og formelen ser ud som følgende:

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

Som det ses i formelen, så er den bestående af flere elementer, og disse elementer er:

- k_E – Det er omkostninger, som er finansieret igennem egenkapitalen
- E – Egenkapitalfinansiering
- D – Gældsfinansiering

- k_D – Det er omkostninger, som er finansieret igennem fremmedkapital
- T_C – Det er den effektive skatteprocent

Til udregningen af WACC er der brug for, at en række parametre fastsættes til overstående formel. Parametrene skal fastsættes for at validiteten i beregning er bedre, og brugbar over en given virksomhed, og i dette tilfælde Harboe. Parametrene bliver gennemgået i nedenstående afsnit.

9.2.1.1 BETA

Beta, også kaldet betaværdien, er en kursfølsomheden i forhold til markedet i en aktie. Dette betyder dermed en aktie kan være mere, mindre eller lige så kursfølsomt som markedet. Hvis betaværdien er over 1 betyder det, at aktien er mere kursfølsom end markedet. Hvor en betaværdi på 1 betyder aktien er lige så kursfølsom som markedet, og under betaværdien på under 1 betyder alt andet lige, at aktien er mindre kursfølsom end markedet (Sørensen, 2021, s. 40).

Harboes betaværdi findes på Yahoo Finance, og den er hentet pr. 14.04.2023 (Yahoo Finance, 2023). Betaværdien for Harboe svarer til 0,57 pr. 14.04.2023, og dette matcher også betaværdien hos den største konkurrent på markedet, Carlsberg A/S, som også har en betaværdi på 0,57 (Yahoo Finance, 2023). Harboes betaværdi på 0,57 betyder, at Harboes aktiekurs i gennemsnit vil falde med 0,57%, når der i markedet sker et fald på 1%. I det Harboes betaværdi ligger på niveau med Carlsberg aktien, og de er den største spiller på markedet i bryggeribranchen, så vurderes betaværdien på 0,57 værende retvisende for Harboe, og derfor anvendes betaværdien på 0,57 i beregningen af WACC.

9.2.1.2 Den risikofri rente

Når der kigges på den risikofrie rente, benyttes der i praksis en 10-årig dansk statsobligation til fastsættelse heraf. Når det kommer til den risikofri investering, vurderes det, at det er et velkendt marked, som Harboe vil bruge deres likviditet på at investere i, og derfor er den 10-årige danske statsobligation valgt fremfor en gennemsnitlig rente beregnet på flere landes statsobligationer. Den risikofri rente er på baggrund heraf sat til 2,54 jf. Danmarks Statistik, marts 2023 (bilag 1)

9.2.1.3 Markedsrisikopræmien

Når en investor investerer i aktiemarkedet fremfor i statsobligationer, så forventer investoren et ekstra afkast, og dette forventet ekstra afkast er svarende til markedsrisikopræmien. Jf.

skattestyrelsen anbefales der en markedsrisikopræmie på et niveau på 4,5%, da det ligger indenfor det konsensusniveau på 4-5%, som der har været standard i en længere periode (Skat.dk, 2019). På baggrund af dette fastsættes markedsrisikopræmien til 4,5%.

9.2.1.4 Cost of equity

Cost of equity udregnes ud fra ovenstående 3 faktorer: BETA, den risikofri rente og markedsrisikopræmien. Når udregningen sker, er det via CAPM-modellen, og den fungerer ved at gange markedsrisikopræmien med BETA, og herefter tillægges den risikofri rente.

Markedsrisikopræmie * BETA + den risikofri rente = cost of equity

$$4,5\% * 0,57 + 2,54\% = 5,11\%$$

Cost of equity er derved 5,11%, og det er dette Harboes investorer forventer at få i afkast, når de investerer i Harboe Bryggeri A/S.

9.2.1.5 Den effektive skatteprocent

Når der kigges på den effektive skatteprocent for Harboe, vil den med fordel kun fastsættes til de 22%, som er skattesatsen i Danmark, men som beskrevet i afsnit 8.6 Budgettering nettofinansieringsomkostninger og SKAT, så befinder Harboe sig på mange salgsmarkedet over det meste af verden. Derfor bliver den effektive skatteprocent fastsat til 27% ligesom den gjorde i budgetteringen, da dette vurderes mest retvisende.

9.2.1.5 Den gennemsnitlige gældsrente

Beregningen af den gennemsnitlige gældsrente for Harboe sker på baggrund af den rentebærende gæld i Harboes seneste regnskab (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 77). Herudover er der taget finansieringsomkostningerne for 2021/22, og disse er fundet i figur 3 – resultatopgørelse til analyseformål. Finansieringsomkostninger er divideret med Harboes gennemsnitlige rentebærende gæld for 2021/22. Udregningen er i t. DKK., og ser således ud:

$$\frac{6.161}{(82.900 + 135.800)/2} = 5,63\%$$

9.2.1.6 Kapitalstruktur af egenkapital og gæld

K_E og K_D er de sidste to elementer, som der mangler til WACC kan beregnes. K_E og K_D er de omkostninger, som hhv. er finansieret igennem egenkapital og fremmedkapital, og med andre

ord kapitalstrukturen af egenkapital og gæld. De to elementer regnes ud fra figur 4 managerial balance sheet, og udregningerne ser således ud:

$$\text{Kapitalstruktur egenkapital} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Balancesum}} = \frac{680.903}{864.065} = 0,79 = 79\%$$

$$\text{Kapitalstruktur gæld} = \frac{\text{Gæld}}{\text{Balancesum}} = \frac{183.162}{864.065} = 0,21 = 21\%$$

9.2.1.7 Udregning af WACC

Alle parametrene til udregning af WACC er nu fundet, og WACC'en kan nu regnes ved brug af formelen fra afsnit 9.2.1:

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

$$WACC = 79\% * 5,11\% + 5,63\% * (1 - 27\%) * 21\% = 4,90\%$$

9.2.2 Det frie cash flow

En væsentlig faktor når en virksomhed skal værdiansættes er det fremtidige frie cash flow, fordi det er med til at vise, hvilken værdi Harboe vil kun genere i fremtiden. Det frie cash flow er også tilgængeligt for de eksterne investorer som f.eks. aktionærer og långivere.

Det frie cash flow beregnes ud fra følgende formel:

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

Efter anvendelsen af den overstående formel er det frie cash flow for Harboe udregnet i nedenstående figur 26:

Det frie cash flow	T. DKK.	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28 T
EBIT		22.366	26.945	28.157	27.207	32.161	41.705
EBIT*(1-tax)		15.656	18.862	19.710	19.045	22.513	29.193
+ Afskrivninger		86.775	88.039	92.654	99.752	101.444	99.517
- Investeringer	-	69.506	97.308	126.500	151.800	113.850	85.388
- Ændring i WCR	-	1.502	1.513	1.524	1.534	1.545	1.556
Det frie cash flow		31.424	8.080	- 15.659	- 34.538	8.561	41.767

Figur 26 – Det frie cash flow (Egen tilvirkning)

Det ses i figur 26 at Harboe vil genere et positivt cash flow i tre ud af de fem budgetår, og samtidig med også et positivt cash flow i terminalperioden ligeså. De to år med negativt cash flow kommer på baggrund af, at det er de år Harboe investerer mest aggressivt, og det medfører også en større vækst og dermed i terminalperioden kommer det største frie cash flow.

Der vil i afsnit 9.2.4 vedrørende DCF-modellen fremgå den fulde opgørelse og beregning af DCF-modellen, og i denne indgår ovenstående frie cash flow. Det skal dog pointeres at det frie cash flow skal tilbagediskonteres for hele budgetperioden, og er for nutidsværdien heraf. Denne tilbagediskontering vil fremgå i afsnit 9.2.3 med terminalværdien og tilbagediskontering heraf og det frie cash flow.

9.2.3 Terminalværdien og tilbagediskontering heraf og det frie cash flow

Efter budgetperioden kommer terminalperioden, som er den periode der fortsætter uendeligt efter en endt budgetperiode. Terminalåret er, som det fremgår i figur 26, 2027/28 i denne værdiansættelse, og det er dette år som benyttes til at beregne terminalværdien. Følgende formel benyttes til udregningen:

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

Formlen består af tre dele, og den første er terminalårets frie cashflow, og det fremgår af figur 26, at det er T. DKK. 41.767. Den næste del af WACC'en, er blevet beregnet til 4,90% i afsnit 9.2.1.7 udregning af WACC. Den sidste del af formelen er g, og det er vækstraten eller også kaldet terminalvæksten. Terminalvæksten fastsættes en værdi på 2%, og dette følger alt dermed i den budgetteret forventet vækst på mellem 4,82-5,39%. Dette er grundet terminalperioden forsætter uendeligt, og det forventes ikke at Harboe vil vækste i samme grad i alt uendelighed, og samtidig med skal inflationen også indtænkes her. Inflationen forventes på mellemlang sigt jf. Den Europæiske Centralbank at være på 2% (Den Europæiske Centralbank, 2023), hvilket også stemmer ens med den fastsatte terminalvækstværdi. Dermed kan terminalværdien ud fra ovenstående formel opgøres:

$$\frac{41.767}{4,90\% - 2\%} = 1.440.241$$

Denne terminalværdi på T.DKK 1.440.241 skal tilbagediskonteres til nutidsværdi, og dette gøres ved at gange terminalværdien med $1 + \text{WACC}$ opløftet i antal af budgetår, og opstillet i en formel ser det således ud:

Terminalværdi * $(1 + \text{WACC})^{-\text{antal budgetår}}$

$$1.440.241 * (1 + 4,90\%)^{-5} = 1.133.856$$

Ovenstående fremviser dermed en NPV af terminalværdien på T. DKK. 1.133.856.

Dernæst skal det frie cash flow tilbagediskonteres, og det skal den til nutidsværdien. Dette sker ved brug af nedenstående formel:

$$\text{NPV FCF} = \frac{\text{FCF 2022/23 B}}{(1 + \text{WACC})^1} = \frac{\text{FCF 2023/24 B}}{(1 + \text{WACC})^2} = \frac{\text{FCF 2024/25 B}}{(1 + \text{WACC})^3} = \frac{\text{FCF 2025/26 B}}{(1 + \text{WACC})^4} = \frac{\text{FCF 2026/27 B}}{(1 + \text{WACC})^5}$$

Når tallene er indsat i formlen, ser udregningen af nutidsværdien af det frie cash flow ud som følgende:

$$\text{NPV FCF} = \frac{31.424}{(1 + 4,9\%)^1} = \frac{8.080}{(1 + 4,9\%)^2} = \frac{-15.659}{(1 + 4,9\%)^3} = \frac{-34.538}{(1 + 4,9\%)^4} = \frac{8.561}{(1 + 4,9\%)^5} = 1.950$$

Ovenstående fremviser dermed en NPV af det frie cash flow på T. DKK. 1.950.

9.2.4 DCF-modellen

DCF-modellen er det primære værktøj til værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S, og det er DCF-modellen der bruges til beregningen af Harboes teoretiske egenkapitalværdi. Beregningen kan ses nedenfor:

DCF-modellen		2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28 T
Omæstning - vækst		5,09%	5,08%	4,82%	4,84%	4,97%	5,39%
EBIT%		1,50%	1,71%	1,70%	1,56%	1,76%	2,16%
WCR		165.858	167.371	168.895	170.429	171.974	173.530
Delta WCR		1.502	1.513	1.524	1.534	1.545	1.556
Tax effect ratio		0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
Investeringer		69.506	97.308	126.500	151.800	113.850	85.388
Afskrivninger		86.775	88.039	92.654	99.752	101.444	99.517

Det frie cash flow	T. DKK.	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28 T
EBIT		22.366	26.945	28.157	27.207	32.161	41.705
EBIT*(1-tax)		15.656	18.862	19.710	19.045	22.513	29.193
+ Afskrivninger		86.775	88.039	92.654	99.752	101.444	99.517
- Investeringer	-	69.506	97.308	126.500	151.800	113.850	85.388
- Ændring i WCR	-	1.502	1.513	1.524	1.534	1.545	1.556
Det frie cash flow		31.424	8.080	15.659	34.538	8.561	41.767
Terminalværdi	1.440.236						
NPV af det frie cash flow	1.950						
NPV af terminalværdi	1.133.851						
NPV i alt (Enterprise Value)	1.135.801						
+ Likvider	46.090						
- Gæld	183.162						
=Værdi af EK (Equity value)	998.729						
EK omregnet fra T. DKK til DKK	998.729.485						
Antal aktier	4.222.658						
Værdi pr. aktie	236,52						
Aktuel kursværdi pr. 30.04.22	77,80						

Figur 27 – Værdiansættelse af Harboes bryggeri A/S ud fra DCF-modellen (Egen tilvirkning)

Den første del af DCF-modellen er bestående af omsætningsvækst, EBIT%, WCR, Delta WCR, Tax effect ratio, investeringer og afskrivninger. Her kommer de indsatte tal fra budgetteringen i afsnit 8 budgettering, og af denne grund er tallene allerede beskrevet, og der vil ikke komme yderligere herind på. Det samme gør sig gældende for det frie cash flow, som er blevet beskrevet i afsnit 9.2.2 det frie cash flow. NPV af hhv. det frie cash flow og terminalværdi er beskrevet i ovenstående afsnit 9.2.3 terminalværdien og tilbagediskontering heraf og det frie cash flow, og de to til sammen giver en enterprise value på T. DKK. 1.135.806. Derefter korrigeres der for likvider og gæld, og herved bliver værdien af egenkapitalen også kaldet equity value fundet. Harboes equity value bliver beregnet til T. DKK. 998.734.

Aktieværdien pr. aktie er beregnet ud fra antallet af aktier i alt i Harboe minus Harboes egen beholdning af egne aktier på i alt 1.777.342 stk. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 39-40). Efter denne beregning giver det en aktieværdi pr. aktie på DKK 236,52, og dette er væsentlig højere end den aktuelle kursværdi pr. 30.04.22 på DKK 77,80 (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2021/22, s. 39). Hvilket teoretisk viser en tydelig undervurdering af Harboe aktien, men i den teoretiske del tages der heller ikke højde for påvirkningen fra medierne m.m. Der kan her igen være snak om usikkerheden vedrørende ledelsens interesser, og om det har sat sig i den aktuelle aktiekurs. Derfor vurderes der i forhold til DCF-modellen at være hvis usikkerhed på dette grundlag. Dette og den beregnede værdi samt hvor retvisende valid den er, vil blive kommenteret i senere afsnit.

9.2.4.1 Kritik af DCF-modellen

Som beskrevet er DCF-modellen det primære værktøj til den teoretiske værdiansættelse af Harboe, og modellen er kendt og hyppigt brugt metode til teoretiske værdiansættelse af virksomheder, men dette betyder ikke der ingen risiko er ved modellen. En del af DCF-modellen er de mange forskellige parametre, som den indeholder. Disse parametre fastsættes på antagelser, og dette er især gældende, hvis det er en ekstern part, som laver værdiansættelse. Derudover er der også andre omfattende og besværlige dele i DCF-modellen, og det er blandt andet den fremtidige vækst såvel for virksomheden som i selve markedet. Selv en lille fejl i vækstraten vil kunne medføre væsentlige ændringer i værdiansættelsen. Den usikkerhed som er ved DCF-modellen belyses i næste afsnit omhandlende følsomhedsanalyse.

9.2.5 Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen er, som nævnt i foregående afsnit, for at belyse de usikkerheder der er ved DCF-modellen. Følsomhedsanalysen tager udgangspunkt i følgende faktorer: WACC og terminalvæksten. Det er disse to faktorer grundet, at begge faktorer fastsættelse er præget af en del skøn, og på baggrund af dette vil der alt andet lige være en usikkerhed vedrørende værdiansættelse. Derudover har terminalvæksten og WACC stor indflydelse på den teoretiske værdi, som der beregnes i DCF-modellen. I DCF-modellen er der anvendt en terminalvækst på 2% og en WACC på 4,90%, og det resulterede i en teoretisk værdi på T. DKK. 998.729, og i nedenstående figur 28 er de markeret med fed.

Følsomhedsanalyse						
Værdi i T. DKK.		WACC				
		3,00%	3,90%	4,90%	5,90%	6,90%
Terminalvækst	-1,0%	765.589	568.854	422.195	319.345	243.596
	-0,5%	894.262	648.851	473.798	354.851	269.185
	0,0%	1.065.826	749.361	535.933	396.374	298.483
	0,5%	1.306.016	879.432	612.189	445.586	332.358
	1,0%	1.666.300	1.054.355	707.998	504.842	371.975
	1,5%	2.266.774	1.302.162	931.987	577.565	418.928
	2,0%	3.467.722	1.680.395	998.734	668.936	475.464
	2,5%	7.070.567	2.328.794	1.234.949	787.179	544.849

Figur 28 – Følsomhedsanalyse (Egen tilvirkning)

I figur 28 kan det ses, at følsomheden er stor, hvis der sker ændringer i terminalvæksten og/eller WACC. Det kan ligeså ses i figuren, at en højere WACC vil betyde, at virksomhedens værdi vil være mindre. Derimod vil virksomhedens værdi være større, hvis WACC blev mindre. Yderligere kan det ses, at hvis terminalvæksten ændres blot med en halv procentpoint opad, og WACC'en på 4.90% bibeholdes, så vil værdien stige med T. DKK. 236.215. Dette viser alt andet lige, hvor følsom beregningen efter DCF-modellen er, og at det ikke er mange parametre, som skal ændres før det ændrer værdien væsentligt.

Det kan derved konkluderes jf. følsomhedsanalysen, at usikkerheden er stor i værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S. Usikkerheden er stor grundet alle de faktorer, som har indvirkning i udarbejdelsen af værdiansættelsen.

9.3 Delkonklusion værdiansættelse

Der er i afsnit 9 værdiansættelse blevet analyseret på Harboes teoretiske værdi, og dette er blevet gjort ved brug af DCF-modellen, hvori der er blevet fastlagt en lang række faktorer, som er sket på baggrund af budgetteringen og den strategiske analyse, som der er blevet lavet i afsnit 8 budgettering og afsnit 5 strategisk analyse.

Den teoretiske værdi pr. aktie, og den samlede teoretiske værdi for Harboe Bryggeri A/S udgør jf. projektets værdiansættelse hhv. DKK 236,52 pr. aktie og T. DKK. 998.734 i samlet teoretisk værdi. Det ses dermed at den aktuelle kursværdi pr. d. 30.04.23 er væsentlige lavere end den teoretiske værdi på DKK 236,52 pr. aktie. Det betyder alt andet lige at der medfølger en vis usikkerhed, da den teoretiske værdiansættelse er beregnet på fremtidigt budget og estimerer på en række forudsætninger. Derudover kan ingen proforma analyse eliminere alle de

usikkerheder, som der naturligt spiller ind på aktiemarkedet, og dertil vil aktiemarkedet til en vis grad også være påvirket af følelser og holdninger fra investorerne, og en given verdenssituation. Dertil er usikkerheden omkring ledelsen og deres interesser, og den mulige indvirkning på aktiekursen også nær umulig at eliminere ved diverse analyser.

Der følger dermed mange usikkerhed i en teoretisk værdiansættelse af Harboe, og derfor kan det ikke endeligt konkluderes at den teoretiske værdi pr. aktie er retvisende, men under de forudsætninger der er sat, så vurderes Harboe at være undervurderet. Dog er præcisionen af den nøjagtige forskel til den aktuelle kurs svær, og hvor der ved hjælp af følsomhedsanalysen er blevet belyst ved ændring af WACC og/eller terminalvæksten vil kun medføre en værdiansættelse der er mere nærliggende til den aktuelle børsværdi d. 30.04.22.

10 Konklusion

Når der kigges på bryggeribranchen som helhed, kan det konkluderes på baggrund af de strategiske analyser og regnskabsanalyse, at det er en branche som forsat er i vækst. Det er underbygget af eksterne kilder og statistikker, herunder Harboes egne årsrapporter igennem de sidste 5 regnskabsår, og deres hovedkonkurrenters i form af Carlsberg A/S, Thisted Bryghus A/S og Royal Unibrew A/S. En af de områder der er fokus på i Harboe og markedet generelt jf. den strategiske analyse er det stigende fokus på sundhed og bæredygtighed, dermed også efterspørgslen på sukker- og alkoholfrie produkter. Ligeså er efterspørgslen på specialøl også vokset, så der flere markeder indenfor bryggeribranchen, hvor der er stigende efterspørgsel. Denne stigende efterspørgsel har også gjort at der hele tiden kommer nye konkurrenter på markedet som kan tilbyde noget nyt. Harboe vil dog også gerne være endnu større internationalt, så de har både fokus på deres produktudvikling og på at udvide deres markeder. Harboe investerer i at kunne tilbyde kunderne det de efterspørger, og det gør Harboe ved hele tiden at optimere deres nuværende produkter, maskiner m.m. og samtidig med de også produktudvikler. Udover at konkurrencen er blevet større på markedet så er der også andre faktorer som spiller en rolle, f.eks. har de seneste år været hårde for økonomien, og råvarepriserne, hvilket er med til at påvirke Harboe. Ved at skulle etablere sig både i Danmark og i udlandet er Harboe underlagt at de skal have godt styr på forskellige lovgivninger, da der er strikse regler og love omkring salg af alkohol.

Det kan også ses i Harboes omsætning er steget fra det første regnskabsår af analyseperioden til det sidste regnskabsår med T.DKK. 81.617. Det kan derved konkluderes Harboe følger den vækst der er i markedet, men dog ikke i samme grad som de førnævnte konkurrenter.

Regnskabsanalysen vidste at der igennem de seneste 5 regnskabsår, som nævnt, omsætningsmæssigt har været fremgang, men på resultat efter skat har der været tilbagegang, men dog med et overskud i 2020/21. Trods tilbagegangen i resultat, så det kun et mindre underskud i 2021/22 i forhold til de store underskud i coronapandemien i årene 2018/19 og 2019/20. Så rent vækstniveau mæssigt lykkes Harboe ikke, at kun følge med de væsentlige konkurrenter. Afspejlingen af dette kan ses i nøgletallene for Harboe, hvor blandt andet ROE er gået fra et minimalt plus på 0,03% i 2017/18 til at være -0,62% i 2021/22. Hvilket vurderes ikke være et acceptabelt niveau, når der kigges med investorenes øjne. Hvilket mindsker investorens tillid til ledelsens interesse, om det reelt er at lave et så stort et afkast til dem som muligt, som de ellers skriver i årsrapporten. En af de store årsager til den faldende og svingende udvikling der er i ROE, det

er den udvikling, som der er i EBIT%. Den faldende EBIT% viser, at Harboe tilpasning af omkostninger ikke har matchet udviklingen i omsætningen. Harboes arbejdskapital (WCR) er finansieret primært igennem langfristet gæld, og det er den konservative strategi. I det der ved brug af den konservative strategi bliver brugt langfristet gæld til at dække nogle af de kortfristede investeringer frigør dette noget likviditet, hvilket kan ses i Harboes frie cash flow. Harboes frie cash flow er positivt alle årene i analyseperioden på nær det første, hvilket underbygger Harboe bruger den konservative finansieringsstrategi. Jf. konkurrentanalysen kan det konkluderes og ses, at Harboes nettoomsætning ikke udvikler sig på samme niveau med de største konkurrenter, som i analyseperioden med indekstal i 2017/18 formår at levere en omsætningsvæsk der er væsentlig større end Harboes. Usikkerheden i konkurrentanalysen kommer i form af virksomhederne har meget forskellige størrelser, samt hovedfokus områder. Dertil anses Harboe for en produktportefølje med stor fokus på lav pris/discount, hvor det har konkurrenterne ikke i samme grad. Alt dette gør en direkte sammenligning mellem virksomheden ikke laves med en sikkerhed på 100%.

Grundlaget for budgetteringen sker på baggrund af regnskabsanalysen og den strategiske analyse, og budgetteringen anvendes til værdiansættelsen. Værdiansættelsen er lavet ved af Discounted Cash Flow modellen også kaldet DCF-modellen. Analyserne der er foretaget igennem projektet, danner grundlag for de fastsatte faktorer i budgetteringen, og der er her budgetteret med Harboe har en fremtidig vækst. Den fremtidige vækst der er budgetteret med, er på baggrund af Harboes investeringer i at optimere deres produktionsanlæg m.m. og den generelle udvikling i markedet. Der vil i budgetperioden være et stigende overskud, og der sluttes af med et budgetteret resultat på T. DKK. 22.923 i terminalåret, og dermed også en fremtid vækst. I form af budgettet og den række parametre der er blevet fastsat i udarbejdelsen af værdiansættelsen, har det givet en værdiansættelse ved brug af DCF-modellen på en teoretisk aktiekurs på DKK 236,52.

Formålet med projektet var at besvare problemformuleringen:

Passer Harboes Bryggeri A/S' teoretiske værdiansættelse til den faktiske børsværdi pr. 30.04.22 pålydende DKK 77,80. Er aktiekursen for Harboes Bryggeri A/S blæst op, eller er den undervurderet, ud fra deres vækstmuligheder og finansielle stilling?

Jf. ovenstående kan det som følge af værdiansættelsen konkluderes, at den teoretiske aktiekurs for Harboes Bryggeri A/S på DKK 236,52 ikke passer overens med faktiske aktuelle børsværdi

pr. 30.04.22 pålydende DKK 77,80. Harboe er ifølge den teoretiske værdi undervurderet i forhold den aktuelle værdi på aktiemarkedet. Der vækkes dog undren ved et selskab med en så stor omsætning som Harboes Bryggeri A/S, ikke vurderes at være mere værd i den aktuelle børsværdi. Det konkluderes her at ledelsen og især Bernd Grieses ageren har en indvirkning på den aktuelle børsværdi og historiske udvikling af kursen.

11 Litteraturliste

Alkohol og samfund, <https://alkohologsamfund.dk/viden-om-alkohol/danskernes-alkoholforbrug> (besøgt d. 11.04.2023)

Alkohol reklamenævnet, <https://alkoholreklamenævnet.dk/retningslinjerne/regelsaettet/> (Besøgt d. 11.04.2023)

Berlingske.dk, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/storbank-slaar-haanden-af-dansk-oel-konge>, 2020 (Besøgt d. 28.01.2023)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/antaldanskebryggerier/>, 2023 (Besøgt d. 29.03.2023)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/salgetidkfordeltpaasalgssteder/>, 2023 (Besøgt d. 29.03.2023)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/salget-fordelt-paa-oeltyper/> (Besøgt 08.04.2023)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/faerre-danskere-drikker-fem-genstande-eller-flere-ved-samme-lejlighed/> (Besøgt 11.04.2023)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/faerre-danskere-drikker-mere-end-10-genstande-ugentligt/> (Besøgt 11.04.2023)

Carlsberg årsrapport 2022, <https://www.carlsberggroup.com/media/55897/carlsberg-group-annual-report-2022.pdf>, (Besøgt løbende)

Den Europæiske Centralbank, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/monopol/html/index.da.html>, 2023 (Besøgt d. 17.04.23)

Dinero.dk, <https://dinero.dk/ordbog/soliditet/>, 2022 (Besøgt d. 26.03.2023)

Danmarks Statistik, <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/erhvervsliv/handel/salg-af-alkohol-og-tobak> (Besøgt 08.04.2023)

Ekstra Bladet, <https://ekstrabladet.dk/nyheder/erhverv/oelkongen-brugte-300-harboe-millioner-paa-egne-firmaer/8162255> (Besøgt 26.04.2023)

Ekstra Bladet, <https://ekstrabladet.dk/dagsorden/oelkongens-fede-fidus-toerrede-private-villaer-af-paa-aktionaererne/7941683> (Besøgt 26.04.2023)

Ekstra Bladet.dk, <https://ekstrabladet.dk/nyheder/samfund/afsloering-oelkonge-forgyllder-sig-selv/8120771> (Besøgt 26.04.2023)

Harboe årsrapport 2021/22, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/d883297b-3e41-4097-acf4-7387ce0f2076> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2020/21, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/1ce27979-5338-435e-b741-42e62cd79b3e> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2019/20, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/62d0d5d3-a74b-40ca-9eca-ba657d06fdd7> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2018/19, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/47647f00-4b7f-4b95-ae97-f6d0808e48d5> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2017/18, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/192d4e14-c638-4780-892f-8779c697c56f> (Besøgt løbende)

Harboe årsrapport 2016/17, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/d509e77d-08b4-4d52-aff5-ec59c2b25c9b> (Besøgt løbende)

Harboe.com, <https://harboe.com/mission-og-vision/> (Besøgt d. 19.01.2023)

Harboe.com, <https://harboe.com/de-foerste-100-aar/> (Besøgt d. 19.01.2023)

Harboe.com, <https://harboe.com/drikkevarer/bear-beer/> (Besøgt d. 08.04.2023)

Harboe.com, <https://harboe.com/bryggerierne/> (Besøgt d. 08.04.2023)

Harboe.com, <https://harboes.gcs-web.com/da/news-releases/news-release-details/ledelsesro-kade-i-harboes-bryggeri> (Besøgt d. 26.04.2023)

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

Jyllands-Posten, <https://jyllands-posten.dk/ECE12419293/storinvestor-dropper-harboes-bryggeri/> (Besøgt 26.04.2023)

Marketingsteorier.dk, <https://marketingteorier.dk/markedsformen> (Besøgt 08.04.2023)

Retsinformation.dk, <https://www.retsinformation.dk/eli/Ita/2013/1216> (Besøgt d. 22.03.2023)

Retsinformation.dk, <https://www.retsinformation.dk/eli/Ita/2019/838> (Besøgt d. 22.03.2023)

Royal Unibrew årsrapport 2022, https://investor.royalunibrew.com/system/files-encrypted/nasdaq_kms/assets/2023/03/01/21-04-07/ru-ar-2022-uk-web.pdf, (Besøgt løbende)

Skat.dk, <https://skat.dk/data.aspx?oid=2049049>, 2023 (Besøgt d. 13.04.2023)

Skat.dk, <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813219>, 2019 (Besøgt d. 16.04.2023)

Skm.dk, <https://www.skm.dk/skattetal/satser/satser-og-beloebsgraenser-i-lovgivningen/%C3%B8l-og-vinafgiftsloven/> (Besøgt d. 11.04.2023)

Sørensen, O. Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang., 2021

taxation-customs.ec.europa.eu, https://taxation-customs.ec.europa.eu/taxation-1/excise-duties/excise-duty-alcohol_en (Besøgt 11.04.2023)

Thisted Bryghus årsrapport 2021/22, [file:///C:/Users/331MIK/Downloads/offentliggørelse%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/331MIK/Downloads/offentliggørelse%20(1).pdf), (Besøgt løbende)

Yahoo! Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/HARB-B.CO/key-statistics?p=HARB-B.CO>, Betaværdi for Harboe Bryggeri A/S hentet d. 14.04.2023

Yahoo! Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO?p=CARL-B.CO&.tsrc=fin-srch>, Betaværdi for Carlsberg A/S hentet d. 14.04.2023

12 Bilag

Bilag 1 – 10-årig dansk statsobligation, Danmarks statistik

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

	2023M03
10 årig statsobligation	2,54

Bilag 2 – Budgetteret resultatopgørelse (Egen tilvirkning)

Resultatopgørelse modificeret til analyseformål							
TDKK	2021/22 R	2022/23 B	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	Terminalår
Omsætning	1.419.353	1.495.490	1.575.554	1.655.399	1.739.633	1.830.702	1.935.067
- Vareforbrug	1.088.185	1.135.879	1.196.691	1.257.336	1.321.314	1.390.485	1.469.754
Dækningsbidrag	331.168	359.611	378.864	398.063	418.318	440.217	465.313
- Salgs- og distributionsomk.	188.365	204.835	215.801	226.737	238.274	250.748	265.043
- Administrationsomk.	51.946	54.932	57.873	60.806	63.900	67.245	71.079
+ Andre driftsindtægter	10.802	14.612	15.395	16.175	16.998	17.888	18.907
- Andre driftsomkostninger	2.783	5.315	5.600	5.884	6.183	6.507	6.878
EBITDA	98.876	109.141	114.984	120.811	126.959	133.605	141.221
- Afskrivninger	99.672	86.775	88.039	92.654	99.752	101.444	99.517
Resultat af primær drift (EBIT) -	796	22.366	26.945	28.157	27.207	32.161	41.705
EBIT% (Overskudsgrad)	-0,06%	1,50%	1,71%	1,70%	1,56%	1,76%	2,16%
- Nettofinansieringsomk.	6.161	7.024	7.866	8.653	9.345	9.813	10.303
Resultat før skat (EBT)	- 6.957	15.343	19.079	19.504	17.862	22.349	31.402
- Skat	- 2.730	4.143	5.151	5.266	4.823	6.034	8.478
Resultat efter skat (EAT)	- 4.227	11.200	13.928	14.238	13.039	16.315	22.923

Bilag 3 – Børskursen pr. 29.04.22 (Børsen.dk)



Bilag 4 – 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 5 – Historisk kursudvikling Harboes Bryggeri A/S

Kilde: <https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099987-harboes-bryggeri-b>