



Harboes Bryggeri A/S

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse

Christian Hjortshøj Jensen og Trine Hansen | Afgangsprøjet HD R | 13-05-2024

Vejleder: Christian Farø

Indholdsfortegnelse

Abstract.....	5
Indledning.....	7
Problemstilling	8
Problemformulering	8
Afgrænsning	9
Struktur og metode	9
Kilde og model kritik	10
Virksomhedsbeskrivelse	12
Strategisk analyse.....	13
Ekstern analyse.....	13
PESTEL analyse	13
Intern analyse	17
Ansoff's vækstmatrice	17
Porters værdikæde analyse.....	18
Selskabsstruktur analyse.....	22
Ejerforhold og stemmerettigheder	22
Governance	23
Regnskabsanalyse	25
Nøgletalsanalyse	28
Gearing analyse	30
Soliditets analyse	32
Working Capital Requirement (WCR) og beregning heraf.....	33
Det frie Cash Flow	35
Konkurrentanalyse	36
Delkonklusion.....	40
Budgettering	42

Introduktion til budgettering for Harboes Bryggeri A/S	42
Salgsvækst budgettering på hovedmarkeder.....	43
Salgsvækst.....	43
Det danske marked.....	43
Det tyske marked	44
Øvrige eksportmarkeder.....	46
Samlede budgetterede omsætningsudvikling.....	46
Omkostningsbudgettering	47
Common size analyse.....	48
Budgettering Netcapex.....	49
EBIT-margin.....	49
Budgetteret nettofinansieringsomkostninger	50
Skattesats.....	50
Budgetteret WCR.....	51
Værdiansættelse grundlag.....	51
Fastlæggelse af WACC	52
Beta værdi	52
Den risikofri rente	53
Markedets risikofri præmie	53
Ejernes afkastkrav	54
Effektiv skatteprocent.....	54
Gennemsnitlig gældsrente	54
Fastlæggelse af kapitalstrukturen.....	54
Beregning af WACC	55
Frie Cash Flow.....	55
Terminalværdien.....	56
DCF-modellen	57

Kritik af modellen	59
Følsomhedsanalyse	59
Delkonklusion	60
Konklusion	62
Litteraturliste.....	64
Bilag.....	68
Bilag 1 - Harboes Bryggeri A/S Beta værdi	68
Bilag 2 - Royal Unibrew Beta værdi	69
Bilag 3 - Carlsberg Beta værdi.....	70
Bilag 4 – Kursværdi pr. 28. april 2023	71

Abstract

This project is drafted with the purpose of giving an estimated valuation of the Danish concern Harboes Bryggeri A/S as of 30th April 2023. The estimated valuation of this project will be used in comparison to the actual stock market value. The main purpose of this project is to answer the question; Is the stock valuation correctly estimated, based on the concerns financial position, their strategies and their corporate governance. The project uses the Discounted Cash Flow model to secure the numbers used to give the valuation of the company is valid and true.

The valuation will be the product of a number of other analyses, hereby the strategic analysis which focuses on the company's opportunities internal and external. Which opportunities has the company regarding the future growth, which part of their supply chain is crucial to their existence and which factors should the concern be extra aware of. In the strategic analysis the market will be focussed on, the project tries to explain which factors the company should be aware of, for example the trends in the market, where the consumers preferences should be considered firmly. The concern is watching these trends closely, in an effort to adapt to the consumer's needs.

This project includes an analysis of the concerns corporate governance, this is included in the project to show how the concern chooses to ignore some of the recommendations from the Komiteen for selskabsledelse. Due to the fact that the company chose to not follow these recommendations, the concern has been in some trouble, due to the shareholders feeling forgotten. The shareholders have in previous years raised the question, has the company taken the necessary considerations for the minority shareholders. This question is especially due to some investments that have been made in the concern to primarily benefit the management and the board.

Furthermore, the project analyzes the company's current and previous financial situation in a period of five years. The financial analysis is based on the concern's annual reports, where all their financial statements are available for the world. The financial analysis shows a fluctuating development in the analysis period, most of the concerns key indicators have been fluctuating the whole period, due to some negative results in the analysis period. The analysis includes a comparison to two other big breweries in the market, in this analysis this project shows how

bad Harboe has been to grow compared to the other breweries in the market. The difference is shown in their revenue and their EBIT%.

The estimated valuation of the concern is calculated, using the discounted Cash Flow model and the DCF-model. The DCF-model is calculated based on a five-year budget period. The budget period is made of assumptions based on the strategic and the financial analysis.

The project shows a former trend in the concern, to make investments in the management and the boards favor. In the future, the project shows a possibility for growth in the market. With the right growth strategy mentioned in the latest annual report, it seems like the company is on the right path. This is also shown in the stock markets progress in the early 2024.

Indledning

I Danmark er der en stor og stolt tradition for bryggeriindustrien. Konkurrencen er hård og der kommer flere og flere aktører på markedet. I Danmark er der både store internationale virksomheder samt en stor række af mindre mikrobryggerier og håndværks bryggerier, og der er i de senere år kommet flere og flere bryggerier til.

Bryggeribranchen er kendetegnet ved en dynamisk og konkurrencepræget atmosfære, hvor virksomhederne forsøger at imødekomme forbrugernes skiftende præferencer og krav. (Bryggeriforeningen.dk)

Harboes Bryggeri A/S er en af Danmarks mest anerkendte bryggerivirksomheder, som har en lang og stolt historie bag sig, og som har en stor værdi inden for dansk bryggeriindustri.

Harboes Bryggeri A/S har i løbet af årene udviklet sig, således virksomheden er en betroet leverandør af kvalitetsøl på både det nationale og internationale marked. Denne udvikling og ligeledes den generelle udvikling på aktiekurser i årenes løb, rejser spørgsmål om virksomhedens nuværende værdi.

I en tid hvor alting er præget af forretnings- og markedsmæssige udfordringer står virksomheder overfor en del krav om konstant at tilpasse og forny de strategiske processer, for fortsat at forblive bærende og konkurrencedygtige, i en branche hvor der er hård konkurrence af nogle store aktører. Derfor er det afgørende, med et marked i konstant forandring, at forstå, hvordan Harboes Bryggeri positionerer sig strategisk for at bevare sin økonomiske værdi.

Dette projekt har til formål at dykke ned i virksomhedens strategiske og økonomiske grundlag, for at kunne udarbejde en værdiansættelse af virksomheden. Fokuset på projektet omhandlende værdiansættelse, er drevet af at afdække, hvordan markedets dynamik, interne strategier og eksterne faktorer påvirker Harboes Bryggeris økonomiske værdi.

I dette projekt vil vi forsøge at afdække de væsentlige nøgelfaktorer, der bidrager til Harboes Bryggeris værdiansættelse. Dette vil vi gøre ved at udføre en strategisk analyse, hvor vi vil identificere de interne og eksterne faktorer, der påvirker virksomhedens økonomiske tilstand, samt udarbejde finansielle analyser på baggrund af regnskabstal.

Problemstilling

I Danmark har vi nogle store virksomheder på drikkevaremarkedet, blandt andet Royal Unibrew, Carlsberg og Harboes Bryggeri. Disse tre aktører har sat deres spor i markedet, og er velkendte mærker ved forbrugerne. Disse tre er nogle af de største aktører på markedet, men der findes stadig mange små virksomheder i denne branche. Ligesom mange andre brancher har denne branche været påvirket af Corona pandemien, blandt andet grundet lukke regler i supermarkederne og lukkede diskoteker samt barer. Ydermere har Harboes Bryggeri A/S været ramt af meget støj angående deres ledelse og ledelsens etik. Herunder beskyldninger om pengestrømme, mellem virksomheden Harboes Bryggeri A/S og ledelsens egne interesser. Grundet dette finder vi det en interessant virksomhed at analysere og beregne værdiansættelse på.

I denne opgave ønskes det at undersøge og belyse Harboes Bryggeri A/S, herunder den regnskabsmæssige udvikling de seneste fem år. Samt en analyse af virksomhedens strategiske handlinger, herunder hvordan ledelsen kan benytte forskellige strategier, til at påvirke den økonomiske udvikling. I opgaven ønskes det ligeledes at belyse det støj, der har været vedrørende virksomhedens ledelse, samt belyse de faktorer, som dette har påvirket. Afslutningsvis ønskes det at beregne den nuværende værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S, på baggrund af relevante teorier og modeller.

Problemformulering

På baggrund af ovenstående problemstilling vil følgende blive undersøgt;

Hvad er den teoretiske værdiansættelse ud fra DCF-modellen af Harboes Bryggeri A/S pr. 30.04.2024, samt hvilken betydning har det for værdiansættelsen taget Corporate Governance i betragtning?

- Hvilke interne og eksterne forhold har indflydelse på Harboes strategi og udviklingsmuligheder?
- Hvordan har virksomhedens nøgletal udviklet sig de sidste 5 år, samt hvordan har disse udviklet sig sammenlignet med de øvrige store aktører på markedet?

Afgrænsning

I den strategiske analyse afgrænses der til udelukkende at fokusere på PESTEL analysen under den eksterne analyse og Ansoffs vækstmatrice samt Porters værdikædeanalyse under den interne analyse. Dette er afgrænset til disse modeller, da vi mener at det er disse der bidrager med den største værdi til besvarelse af problemformuleringen og selve opgaven.

I regnskabsanalysen afgrænses analyseperioden til at fokusere på fem regnskabsår, samt et sjette regnskabsår, da vi i nogle beregninger har brug for ultimo tal. Det sjette regnskabsår beregnes dog ikke i dybden som de øvrige fem regnskabsår vi fokuserer på. Der afgrænses ligeledes til udelukkende at fokusere på årsrapporter, Harboes offentliggør halvårsrapporter, men disse er ikke medtaget i projektet.

Grundet valget om at analysere en børsnoteret virksomhed, er der risiko for mange nye oplysninger, pressemeddelelser mm. som kan have påvirkning på indholdet af denne opgave. Vi afgrænser os derfor fra at inkludere oplysninger, som er offentliggjort efter d. 24. april 2024. I værdiansættelsen afgrænses der til at tage udgangspunkt i 2022/23 regnskabet.

Vi har i opgaven valgt at have sammenlignings virksomheder med, for at skabe et bedre billede af bryggeribranchen, her afgrænses der til udelukkende at fokusere på de to andre store aktører på markedet, Royal Unibrew og Carlsberg, denne afgrænsning er lavet da det ikke er relevant at sammenligne Harboe Bryggeri med nogle af de mindre bryggerier i branchen.

Struktur og metode

Projektets struktur er som følgende; første del af projektet vil være et beskrivende afsnit, hvor selskabet præsenteres og der skabes en grundlæggende viden om selskabets ejere og dets eksistens. Efterfølgende, vil selskabet blive analyseret ud fra strategiske modeller, som skaber en viden om den branche selskabet befinder sig i, ligeledes skaber afsnittet viden om hvordan selskabet agerer internt. Dernæst vil selskabets struktur blive analyseret og der vil fokuseres på Corporate Governance samt selskabets forhold til disse anbefalinger. Afslutningsvis vil selskabets regnskaber blive analyseret, for at skabe data til den endelige værdiansættelse af selskabet.

Projektet er skrevet med afsæt i den deduktive metode, hvilket betyder at vores projekt er dannet på baggrund af eksisterende data. (Darmer m.fl., 2020) Vi har gennem hele projektet indsamlet data, der hjælper med at besvare den først opstillede hypotese. Dataene brugt til at besvare hypoteserne er indsamlet via offentligt tilgængelige sekundære kilder, herunder hjemmesider, online artikler og online tilgængeligt materiale. Der er i projektet både benyttet kvalitativt og kvantitativt data. Den kvalitative data er benyttet i form af selskabernes årsrapporter, hvor regnskabstal er indsamlet og brugt til yderligere analyse. Den kvantitative data er brugt til udarbejdelse af strategiske analyser, selskabsstrukturanalysen samt understøttelse af regnskabsanalysen.

Igennem skriveperioden har vi som gruppe forholdt os kildekritisk til de kilder vi har benyttet, for at sikre en valid data til udarbejdelse af værdiansættelsen.

Kilde og model kritik

I projektet er der anvendt kilder bestående af faglitteratur, fagbøger, artikler, Harboes egen hjemmeside og lignende, som har dannet grundlaget for at kunne udarbejde vores projekt. Kilderne vi har benyttet vurderes troværdige, dog må det også nævnes at alt hvad Harboe selv har fremstillet såsom beskrivelser i årsrapporter og artikler på egen hjemmeside vurderes at være et subjektivt syn på Harboe, hvilket alt andet lige kan være negativt for rapporten.

PESTEL-analysen

Vi anvender PESTEL-analysen til at analysere Harboes omverden. Den tager udgangspunkt i 6 forskellige omverdens forhold, som alle har indflydelse på Harboes måde at skabe værdi på. Modellen er god til at give et blik ind i Harboes situation i forhold til markedet som helhed, og til at vise hvilke udfordringer og muligheder der vil være.

At være i bryggeribranchen medfører altid at man vil være påvirket af f.eks. de forhold som politikerne har besluttet, samt diverse lovgivninger, modellen vil derfor være et redskab som benyttes med henblik på kortsigtede forudsætninger, da disse hurtigt kan ændres.

Fordelene der vil være ved anvendelse af PESTEL-analysen er, at det alle er forhold, der muligvis kan påvirke Harboes forretning. Dog kan det være besværligt at indhente alle de informationer der skal bruges for at vurdere forholdene i forhold til Harboes som helhed.

Ansoff's vækstmatrice

Ansoff's vækstmatrice er kendt for at blive kritiseret for at den ikke er objektiv nok, som faktisk ofte er en tendens ved interne analyser. Dette gør at analysen bliver forholdsvis subjektiv, hvilket påvirker slutproduktet af analysen, som ikke er holdbart. Derfor er det vigtigt at dem der bruger analysen, er objektive i sin tilgang, for at kunne vælge den rette vækststrategi.

Porters værdikædeanalyse

I den interne analyse anvendes Porters værdikædeanalyse. Modellen er medvirkende til at give et godt indblik i hvor Harboes har deres spidskompetencer, hvilket medfører deres konkurrencemæssige fordele. Porters værdikædeanalyse bliver dog kritiseret for at kun at medtage værdier der er kendte i forvejen, hvorfor det vurderes at den er forholdsvis låst i forhold til tankegangen bag den.

Disse modeller er udarbejdet ud fra internet kilder, herunder Harboes Bryggeri årsrapporter, online artikler, Harboes Bryggeri hjemmeside, SKAT, den store danske samt andre diverse internetsider. Der er ikke kun brugt data fra Harboes egne sider, da vi ønsker en valid analyse, hvilket vi opnår ved at medtage data fra kilder der ikke har en direkte interesse i selskabet f.eks. SKAT. Der er i opgaven brugt kilder fra Harboes, hvorfor der i nogle analyseafsnit, vil kunne være risiko for manglende objektivitet, særligt i de interne analyseafsnit, da disse er lavet på baggrund af materiale som Harboes har indflydelse på.

Efter den strategiske analyse er der udformet en selskabsstrukturanalyse, hvor selskabet sammenlignes med Royal Unibrew og Carlsberg, i forhold til deres selskabs opbygning, udlodning af aktier samt stemmerettigheder. Dernæst er der fokuseret på Corporate Governance, hvilket giver et indblik i den måde Harboes Bryggeri har valgt at drive deres selskab. Disse analyser er lavet ud fra kilder med oprindelse internt i selskaberne. Disse kilder er verificeret af interessenter i selskaberne, og danner grobund for grundlæggende viden om selskaberne, hvilket gør at disse kilder vurderes som valide.

Den næste analyse er regnskabsanalysen, denne danner grobund for den senere værdiansættelse. Denne analyse er ligeledes udarbejdet ud fra årsrapporter, som er verificeret af eksterne, herunder Beierholm Revision. Denne data vurderes derfor at være valid for opgaven, da den er gennemgået af en ekstern revisor.

Virksomhedsbeskrivelse

I 1883 besluttede to brødre, Jørgen og Adolph Harboe, sammen med en købmand ved navn Jørgen Lotz at stifte og bygge et bryggeri i Skælskør. Formålet med bryggeriet var at forsyne de lokale med god og velsmagende øl. Købmandens søn Gunner delte interessen for bryggeri, hvorfor han rejste til Tyskland og uddannede sig til brygmester.

2. august 1883 producerede og solgte bryggeriet det første øl, øllet blev kørt fra bryggeriet til forbrugerne med hestevogne i trætønder, hvorfra kunderne kunne få fyldt kander og fade op ved hoveddøren. Denne salgsmetode fortsatte frem til 1890, hvor bryggeriet begyndte at tappe øl og hælde det på flasker.

I 1910 overtog Gunners søn Frederik driften af bryggeriet, igennem 1910'erne og 1920'erne arbejdede han på at modernisere bryggeriet. Både produktionsmæssigt men også virksomhedsmæssigt, herunder blandt andet at ændre virksomheden til et aktieselskab, samt at få Harboes ud i verdensmarkedet. (Harboe.com)

Efterfølgende fik Frederik en søn, som han opkaldte efter sin egen far Gunner. Gunner blev medejer af bryggeriet i 1946. Frederik og Gunner ændrede i 1957 bryggeriet til et aktieselskab, hvor de to var de eneste aktionærer.

Gunner fik en datter ved navn Kirsten Harboe, hun blev gift med den tyske Bernhard Grieser, som i 1984 fik stafetten af sin svigerfar som administrerende direktør for Harboes Bryggerier. Han har efterfølgende været en hovedperson i selskabets historie, og vil være en nøglefigur i de senere analyser.

Siden 1900-tallet har virksomheden haft fokus på at følge markederne i verden og tilpasse deres produkter efter efterspørgslen. I de seneste 10 år har efterspørgslen på øl været faldende, hvorfor virksomheden i stedet har fokuseret på specialøl, energidrikke samt andre specialprodukter. (Harboe.com)

Strategisk analyse

For at kunne udarbejde en værdiansættelse af Harboes Bryggeri, vil der udarbejdes en strategisk analyse, som vil danne grundlag herfor. Hele grundlaget med udarbejdelsen af analysen, er at forsøge at klarlægge og fastsætte hvilke aktiviteter i branchen der skaber værdi for Harboes.

At udarbejde en strategisk analyse er vigtigt i forhold til den samlede værdiansættelse af virksomheden, da den giver et klart indblik i, hvilke vækstmuligheder der er i branchen, og naturligvis også hvilke omverdensfaktorer, der kan påvirke virksomheden.

Vores strategiske analyser kommer til at bestå af PESTEL-analysen, som vil belyse blandt andet de politiske, økonomiske og lovgivningsmæssige forhold. Derudover vil vi anvende Porters værdikæde samt Ansoffs vækstmatrice i den interne analyse af virksomheden.

Da salget af læskedrikke er den aktivitet, virksomheden primært består af, afgrænser vi os derfor til dette område.

Ekstern analyse

PESTEL analyse

PESTEL-analysen er en strategisk analysemetode, vi vil anvende til at evaluere og forstå de eksterne faktorer, der eventuelt kan påvirke en virksomheds præstation samt beslutningsprocesser. PESTEL er en forkortelse af seks kategorier af eksterne faktorer, som alle er udefrakommende forhold, som kan påvirke virksomhedens drift. Disse er følgende:

- Politiske faktorer:
- Økonomiske faktorer:
- Sociale faktorer:
- Teknologiske faktorer:
- Miljømæssige faktorer:
- Lovgivnings faktorer:

Politiske forhold:

Der er mange forskellige politiske forhold i bryggeriindustrien, som påvirker Harboes, og som de er nødt til at forholde sig til og agere på.

Dette være sig især forhold som; skatter og afgifter, aldersrestriktioner, markedsføring af alkoholiske drikke.

I Danmark har alkohol og især øl præget kulturen i rigtig mange år. Dette ses blandt andet ved, at Danmark er et af de bedste forbrugere af øl på verdensplan målt pr. indbygger. (Denstoredanske.lex.dk)

Netop derfor har staten pålagt at der skal være skatter og afgifter på alkohol, og ligeledes er der regler for markedsføring af alkohol, for især at beskytte den yngre generation mod alkoholprodukter, ligeledes er der lavet regler for aldersgrænser for hvem alkoholreklamer må henvende sig til. (Bryggeriforeningen.dk)

Disse ting har alt sammen betydning for Harboes drift af deres virksomhed, da de er nødt til at forholde sig til gældende love og regler.

Bryggerierne i Danmark bliver påvirket af reguleringer på afgifterne ved salg af alkohol og spiritus, dette betyder at afgifterne er med til at ændre på salgspriserne på varerne, i og med at stigende afgifter vil betyde stigende priser.

(Skat.dk, 2024)

Punktafgiftens størrelse er forskellig fra land til land, hvor EU dog fastsætter et mindstebeløb, som landene så frivilligt kan vælge at pålægge yderligere afgifter.

Afgiften på øl har dog været status quo gennem de seneste år. Derfor skal man pr. 100 liter ren alkohol betale kr. 48,74 i afgift, og dette påvirker altså den pris som Harboes tager for deres produkter over for slutbrugeren. For en almindelig dåseøl på 0,33 cl., med 4,6% alkohol vil afgiften udgøre følgende:

$$0,33 \text{ liter} \times (4,6\%/100) \times 48,74 = 73,99 \text{ øre}$$

(Skat.dk, 2024)

Et vigtigt parameter for succes for Harboes, afhænger af deres markedsføring. Når man markedsfører sit brand og sine produkter, handler det om at differentiere sig i forhold til sine konkurrenter, for at skabe den nødvendige interesse for sin virksomhed. Harboes bruger mange ressourcer på markedsføring (distributionsomkostninger), hvor de i regnskabsåret 2022/2023 brugte kr. 212.175, som svarer til ca. 13% af nettoomsætningen (Harboes Bryggeri A/S, årsrapport 2022/2023). I forhold til markedsføring omkring alkohol, er der nogle bestemte retningslinjer man skal følge. Disse retningslinjer gælder alle alkoholiske drikke med

alkoholprocent over 0,5% jf. Markedsføringslovens § 2 stk. 3. I markedsføringslovens § 6 bliver der især lagt fokus på, at markedsføringen ikke må rettes mod børn og unge, eller i medier hvor børn og unge er det primære publikum. (alkoholreklamaevnet.dk)

Økonomiske forhold:

En stor faktor i de økonomiske forhold er BNP. I Danmark steg BNP med 1,8 procent i 2023, hvilket betyder at forbrugerne i Danmark har flere penge mellem hænderne og dermed en større købekraft. Der har dog samtidig været inflation i Danmark, som kan have den modsatte effekt, nemlig at folk passer på deres penge og derfor ikke forbruger så meget som man ellers ville gøre. (Dst.dk)

En af de helt andre store økonomiske faktorer for Harboes i bryggeribranchen er stigende priser på råvarer, hjælpematerialer, emballage mv. Når priserne på disse stiger, er Harboes nødt til at reagere herpå, og derved hæve priserne på deres varer, som har betydning for slutbrugeren. (Børsen.dk)

Disse udsving ses også i Harboes seneste aflagte regnskab for perioden 22/23, som viser et underskud, som primært er kommet grundet det første halve år i regnskabsåret, hvor man ikke havde fået tilpasset sine egne priser i forhold til stigningerne på råvarer mv. (Fødevarewatch.dk)

Sociale faktorer:

Harboes påvirkes også af nogle sociale faktorer, der kan have indflydelse på deres forretning. For det første kan en ting som forbrugerpræferencer nævnes. Dette fordi, at hvis der sker ændringer i forbrugernes smag og præferencer af drikkevarer, kan det påvirke Harboes. Hvis forbrugerne eksempelvis skifter mod sundere drikkevarer eller foretrækker specialøl, kan Harboes være nødsaget til eventuelt at tilpasse deres produktlinje for at imødekomme forbrugernes ændringer.

Det opleves også, at folk har større og større fokus på sundhedstendenser. Derfor har forbrugerne i højere grad en efterspørgsel på sundere drikke, eksempelvis produkter uden sukker, eller alkoholfrie alternativer til øl.

Det ses at der jf. en artikel fra Alkohol og sundhed, at der har været et fald på 2,3% fra 2017 til 2021, på hvor mange danskere der drikker 10 genstande på en uge, hvilket klart indikere at forbrugerne tænker mere over hvad man indtager end man tidligere har gjort. (alkohologsamfund, 2023)

Teknologiske faktorer:

I bryggeribranchen er teknologien et vigtigt parameter. Både i forhold til omverdenen, men også for Harboes selv. Virksomheden kan, ved løbende at udvikle og forbedre teknologierne, være konkurrencedygtige i markedet. Harboes forsøger altid at udvikle teknologierne, både i forhold til at levere det stærkeste produkt, men også for at opfylde de mange gældende love og krav, der er for en stor international bryggerivirksomhed.

Ved at forbedre teknologien, forbedrer man også de interne arbejdsgange, som har en positiv påvirkning på at minimere tid og spild i det daglige arbejde og dermed reducere omkostningerne der er forbundet hermed. (Harboe.dk)

Miljømæssige forhold:

Der har de senere år været større og større fokus på miljøet for virksomhederne i det ganske land.

For Harboes er det af stor betydning, at virksomheden minimerer dens negative indvirkning på det globale såvel som det lokale miljø, altså at mindske deres CO2 udslip, og dermed blive mere bæredygtig. Dette gør de blandt andet via en målrettet indsats inden for energibesparelse, og fokus på at minimere det spildevand, der er forbundet med produktionen.

Som en større virksomhed, som er børsnoteret, skal Harboes også rapportere i deres årsrapport, hvilke tiltag de gør for at mindske deres generelle CO2 udslip.

I og med at de miljømæssige forhold har så stor betydning som de har, betyder det også meget for Harboes at deres leverandører er så bæredygtige som muligt, hvorfor man løbende gennemgår værdikæden, for at sikre sig deres leverandører også opfylder kravene. (Harboe.dk)

Lovgivningsmæssige forhold:

De lovgivningsmæssige forhold er naturligvis vigtige, men hænger til dels også sammen med de politiske faktorer. Som nævnt i de politiske faktorer, er det især lovgivning omkring markedsføring og afgifter, som Harboes skal forholde sig til.

Intern analyse

Ansoff's vækstmatrice

Introduktion til Ansoff's vækstmatrice

Vi anvender Ansoff's vækstmatrice, da det er en model der er god til at benyttes for at se mulighederne for fremtidig vækst for virksomheden i markedet.

Modellen er god til at synliggøre, hvor der er muligheder for fremtidig vækst, både på baggrund af markedsudvikling men også på baggrund af produktudvikling.

Vi bruger modellen, da Harboes position på markedet, er præget af fremtidige vækstmuligheder.

Markedspenetrering:

Harboes primære kunder på nuværende tidspunkt er ret specifikt store aktører i detailbranchen, hvor det primært er det danske og tyske marked, der er tale om (Harboes Bryggeri årsrapport 2022/2023 s. 12). Harboes har haft succes med i regnskabsåret 2022/23, at styrke sin markedsføringsorganisation omkring trends og forbrugeradfærd i markedet. For at øge væksten fremadrettet vil Harboes fortsætte med at styrke den generelle gode kommunikation over for interessenterne, ved at sætte fokus på den gode historie omkring Harboes produkter, som vil være med til at styrke positionen på markedet.

Harboes vil især i Tyskland, gøre en stor indsats for at sikre større kundefaletter og derved sikre en større position i markedet (Harboes Bryggeri årsrapport 2022/2023 s. 14). Disse generelle tiltag vil være med til at skabe

Produktudvikling:

Trenden i markedet er hele tiden i udvikling, så Harboes er nødt til at forholde sig til dette, samt hvad det er at forbrugerne efterspørger.

Dette har derfor også denne konsekvens, at Harboes hele tiden forsøger at være innovative og tænke nyt, da det er nødvendigt for at fastholde forbrugernes interesse.

Derfor har Harboes blandt andet investeret i ny teknologi, der har gjort det muligt at producere en 0,0% alkoholfri øl, lige såvel som der er planer om at lancere nye sukkerfrie produkter, som er i tråd med forbrugernes stigende efterspørgsel her for.

Markedsudvikling

Harboes har allerede været igennem en stor vækst på de internationale markeder. Især i Tyskland har Harboes været proaktive, ved at etablere eget bryggeri, som har positiv effekt i forhold til distributionskanalerne. (Harboe.dk). Herudover forsøger Harboes fortsat at indgå yderligere relevante private-label kontrakter på det internationale marked, for at understøtte indsatsen på de udenlandske markeder endnu mere.

Det fremgår på Harboes hjemmeside, at man fortsat ser muligheder på nye markeder, for eksempel Syd- og Latinamerika, hvor man forsøger at bryde igennem.

Alt dette gør, at man er i fortsat udvikling omkring markeder hvor på man kan bryde yderligere igennem og fortsætte en positiv tendens omkring hvilke markeder Harboes opererer på.

Diversifikation:

Diversifikation vil alt andet lige være den mest risikofyldte strategi for Harboes i deres vækststrategi. Dette fordi det vil være nødvendigt at udvikle nye produkter, samtidig med at de skal implementeres på nye ukendte markeder. Det vil være en svær størrelse at føre ud i livet, da det for det første kan være svært at komme ind på et nyt ukendt marked, men ydermere vil det være endnu sværere at få nye produkter ind på et nyt marked - fordi de nye markeder ikke vil have mulighed for at gøre sig bekendt med Harboes, da de nye produkter selv sagt ej heller er kendt på eksisterende markeder.

Som det ses af årsrapporten for 2022/23, står Danmark for 26% af den samlede omsætning, Tyskland står for 35% og de øvrige lande står for 38%. Derfor er det naturligvis også tydeligt at Harboes fortsat har store muligheder for at komme ud og sætte deres præg på nye lande og markeder, hvor deres produkter kan blive repræsenteret.

Porters værdikæde analyse

Introduktion til Porters værdikæde:

Porters værdikæde er et analyseværktøj, der bruges til at analysere virksomhedens interne aktiviteter med formål om at identificere og forstå værdiskabelsen af disse processer. Værdikædeanalysen er god for virksomheder, da den hjælper med at afklare, hvor virksomheden skaber værdi og hvor omkostningerne opstår i dens aktiviteter.

Porters værdikædeanalyse opdeler virksomhedens aktiviteter i primære aktiviteter og støtte aktiviteter. De primære aktiviteter har fokus på den egentlige værdiskabelse ift., virksomhedens

hovedaktiviteter, mens støtteaktiviteterne skal ses som værende en støtte til de primære aktiviteter.

Indgående logistik

Indgående logistik kendetegnes for de processer og aktiviteter, der er involveret i styringen af indkøb, modtagelse og håndtering af råvare materialer, der benyttes i fremstillingen af deres produkter.

Der er til stadighed en større og større grad af fokus på forsyningskæden i forhold til bæredygtighed. Derfor er det også enormt vigtigt for Harboes, at deres leverandører lever op til de krav om kvalitet, leveringssikkerhed, bæredygtighed og på konkurrencedygtige vilkår, som Harboes sætter, ellers fravælger de dem simpelthen (Harboes årsrapport 2022/2023 s. 12). Harboes vælger deres råvarer gennem lokale og internationale leverandører, og de sætter stor ære i at have mangeårigt samarbejde med leverandørerne, baseret på gensidige værdier og udvikling.

Produktion

I en produktionsvirksomhed som Harboes, er produktionen altafgørende for dens succes. Produktionen foregår både på det danske bryggeri, men også på det tyske bryggeri, hvor der bliver produceret alle drikkevarer og ingredienser til alle deres markeder, som har en positiv effekt på forsyningskæden.

Harboes har selvsagt et stort fokus på at produktionen leverer en høj kvalitet på deres produkter, og derfor bliver der hele tiden løbende investeret i udvikling og ny teknologi i produktionen. Dette er med til at sikre den fortsatte høje kvalitet og effektive produktion, samtidig med at der er en fleksibel kapacitet på deres produktionsmaskiner.

Harboes produktion sætter også stor fokus på kvalitets- og energiledelse, og er målsatte omkring de råvarer de benytter, samt fokuserer på at minimere spild og udledninger. (Harboes årsrapport 2022-2023 s. 12)

Udgående logistik

Udgående logistik er yderst vigtigt for Harboes, da det er vigtigt at forsyningskæden hele vejen igennem fungerer optimalt, for at have den bedst fungerende drift.

Udgående logistik omfatter det logistiske aspekt at få de færdige produkter ud til kunderne, hvilket kan være en særdeles omkostningsfuld post. For at optimere mest muligt på dette, valgte

Harboes tilbage i 1991 at etablere et bryggeri Darguner Brauerei i det nordøstlige Tyskland. Dette tiltag har blandt andet været med til at reducere logistikomkostningerne.

Derudover har Harboes, som også tidligere nævnt, et samfundsmæssigt ansvar, og dette her har desuden haft positiv indvirkning på Harboes CO2 aftryk.

Markedsføring og salg

Markedsføring og salg betragtes som væsentlige elementer i en virksomhed som Harboes, og derfor er der også blevet brugt en stor sum penge på denne del i seneste regnskabsår. Markedsføring er grundlaget for at skabe et salg, hvorfor man skal være skarp herpå, og derfor også investere nogle midler. I seneste årsrapport (Harboes årsrapport 2022-2023 s. 50), ses det, at der er blevet brugt kr. 212.175 på distributionsomkostninger, hvilket er en stigning på 5% i forhold til forrige regnskabsår.

Harboes markedsfører sine produkter på mere end 90 udvalgte markeder i Nordeuropa, Syd- og Latinamerika, Asien og Mellemøsten.

Som et led i at ændre opfattelsen af Harboes produkter, valgte de i 2022 at ændre deres design. Det gjorde de blandt andet for at styrke brandet over for forbrugeren, men i lige så høj grad for at fortælle historien omkring det familieejet bryggeri, frem for opfattelsen om et billigt produkt som købes i Netto. (Markedsføring.dk)

I forhold til selve markedsføringen, er det også vigtigt at Harboes følger de gældende lovgivning omkring produkter med alkohol, fx omkring markedsføring over for børn og unge, hvor der jf. markedsføringslovens § 11 stk. 2, står at det ikke er tilladt at lave markedsføring som er tiltænkt unge under 18 år.

Derfor er der flere forskellige ting, der er vigtige for Harboes, når de skal forberede deres markedsføringsindsats over for forbrugeren.

Service efter salg

At være god til service efter salg er vigtigt, da det er med til at skabe værdi for Harboes produkter, og da de gerne vil have de bedst mulige relationer til supermarkederne og detailkæderne der hovedsageligt sælger deres produkter, er det meget vigtigt. Det vigtigste for Harboes er at kunne levere deres produkter til konkurrencedygtige priser, som samtidig til stadighed er af højeste kvalitet.

Indkøb og forsyning

Indkøb og forsyningskæden er ekstremt vigtigt for Harboes. Indkøb og forsyninger skal efter deres egne krav være af højeste kvalitet, samtidig med at leverandørerne skal følge de krav det kræves for at være leverandør til Harboes. Det ses dog stadig i seneste regnskabsår, at Harboes fortsat har været plaget af de generelle prisstigninger der ses i verden, på baggrund af Covid-19 samt krig i Ukraine, og det påvirker naturligvis indkøb og forsyningskæden negativt - dog har Harboes selv på baggrund af dette fået implementeret prisstigninger for deres produkter.

Produkt- og teknologiudvikling

Produkt- og teknologiudvikling er vedrørende de støtteaktiviteter der skal være med til at sikre en solid, effektiv og fleksibel produktion. Harboes gør meget ud af at være opdateret på det teknologiske, og gør derfor hele tiden meget ud af at udvikle de enkelte processer. Dette har også betydning for Harboes fokus omkring at mindske spild og udledninger, og har derfor også en positiv konsekvens af deres CO2 forbrug.

Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer vedrører alle de støtteaktiviteter, der er forbundet med deres medarbejdere.

Der var i 2022/2023 520 ansatte, hvilket er 14 flere end året før, hvilket betyder at man er i en positiv udvikling på den front (Harboes årsrapport 2022-2023 s. 10). Det ligger i Harboes strategi at uddanne og udvikle deres medarbejdere, både på den faglige front, men også medarbejdertrivsel ligger Harboes på sinde.

Infrastruktur

Harboes Bryggeri har hovedkvarter i Skælskør, hvori virksomhedens ene bryggeri/produktionsanlæg ligger, det andet produktionsanlæg har hovedsæde i Tyskland. I hovedkvarteret i Skælskør har selskabet et moderne bryggeri, hovedkontor, et besøgscenter samt et center for forskning og udvikling. Infrastrukturen i virksomheden skal overordnet anses som værende den samlede organisation, herunder planlægning, strategiudvikling, ledelse, aktionærforhold mm. Virksomhedens ejerforhold og aktionærforhold adskiller sig fra de øvrige store aktører på markedet, hvilket vil gennemgås i næste afsnit.

Selskabsstruktur analyse

Ejerforhold og stemmerettigheder

Ejerstrukturen i Harboes Bryggeri skiller sig meget ud kontra lignende børsnoterede virksomheder. Harboes Bryggeri har gennem seks generationer været familieejet, hvilket har indflydelse på den måde de har sammensat ledelsen og bestyrelsen på. Dette på grund af at det ligger familien og bestyrelsen meget på sinde, at familiens værdier videreføres i selskabet. Som nævnt i virksomhedsbeskrivelsen, så har Harboes Bryggeri A/S gået i generationer i familien Harboe, hvor det gennem tiden har været drevet af mandlige medlemmer af familien Harboe, indtil i 1984 hvor stafetten gik videre til en svigersøn i familien Harboe, Bernhard Grieser. (Harboe.com)

Ifølge virksomhedens vedtægter pkt. 3.1 er virksomhedens aktier opdelt i A-aktier og B-aktier. Aktiekapitalen er samlet set på 60 mio. kr. hvoraf 6.4 mio. kr. er A-aktier og 53.6 mio. kr. er B-aktier. Ifølge pkt. 3.2. Ifølge vedtægterne pkt. 4. er A-aktierne ikke omsætningspapirer og kan kun omsættes eller overdrages efter godkendelse fra bestyrelsen. B-aktierne er omsætningspapirer og forhandles frit, aktierne er noteret og optaget til handel ved NASDAQ OMX København. Vedtægternes pkt. 4 henviser til vedtægternes pkt. 14.1, som beskriver bestemmelserne om stemmeret forbundet med aktierne.

Pkt. 14.1 I selskabets vedtægter beskriver, hvordan hver A-aktie giver ti stemmer på selskabets generalforsamling, hvorimod B-aktier giver én stemme.

I 2019 overdrog Bernhard Grieser og hans hustru Kirsten Harboe, deres A-aktier til deres tre døtre Karina Harboe Laursen, Vibeke Harboe Malling og Pernille Harboe Obling. Det er i dag stadig disse tre søskende, der sidder på A-aktierne i virksomheden og derfor har førnævnte søskende aktiemajoriteten i selskabet. (Harboe.com)(Finans.dk)

Denne fordeling af aktierne er i kontrast til de to andre store aktører på markedet, Royal Unibrew og Carlsberg.

I forhold til Royal Unibrew har dette selskab ikke opdelt deres aktier i A-aktier og B-aktier, de har derimod en samlet aktiekapital uden begrænsninger på omsættelighed, disse kan derfor frit handles. Dette vil ligeledes sige at alle aktier, vægter lige højt ved afgivelse af stemmer til generalforsamlinger.

I Carlsberg er både A- og B- aktier frit omsættelige, og der er ingen forbehold for handel med disse. Ingen aktier har særlige rettigheder, dog vægter A-aktierne mere end B-aktierne.

I Harboes Bryggeri A/S ejer familien som beskrevet ovenfor aktiemajoriteten, og de har derfor afgørende indflydelse på alle beslutninger der træffes i selskabet og på generalforsamlingerne. Dette sammenholdt med at selskabet siden 2001 har købt ind for mere end 300 mio. kr. i selskabet ejet af Bernhard Griesse, gør at virksomheden har modtaget en vis kritik fra mange af de øvrige investorer. Kritikken kommer ligeledes på baggrund af de ledelsesudfordringer virksomheden oplevede i 2019, hvor den mellemste datter Karina Harboe Laursen blev indsat som administrerende direktør efter sin far, men måtte forlade posten efter 3 måneder til fordel for sin far som genindtog pladsen som administrerende direktør. (Jyllandsposten.dk)

Denne form for ledelses omrokering, samt bestyrelses opsætning er interessant at kigge nærmere på i forhold til Corporate Governance, hvilket er det fokuspunkt, vi vil dykke nærmere i nedenfor.

Governance

Corporate Governance er en række anbefalinger, som børsnoterede selskaber skal inkorporere i deres årsregnskaber ifølge årsregnskabsloven. Anbefalingerne skal inkorporeres i årsregnskaberne efter følg eller forklar- princippet. (CorporateGovernance.dk)

Anbefalingerne for god selskabsledelse er udarbejdet af Komiteen for selskabsledelse, de supplerer den danske lovgivning på området, selskabsretlige regler fra EU samt OECDs Principles of Corporate Governance. Anbefalingernes formål er at skabe gennemsigtige ledelsesprocesser samt at sikre tillid fra de interessenter der er i omverdenen for selskaberne. Formålet med anbefalingerne er ligeledes at skabe langsigtede afkast samt værdiskabelse for aktionærerne. (CorporateGovernance.dk)

Overordnet set består komiteens anbefalinger af en masse grundsten som selskaber bør følge for at sikre god selskabsskik. De opremser en del anbefalinger om hvordan selskaber kan sikre en fair og etisk korrekt ledelse, med fokus på værdiskabelse og afkast for selskabets investorer. Anbefalingerne nævner blandt andet, hvordan en bestyrelse bør bestå af minimum 50% uafhængige medlemmer, som ikke har direkte forbindelser til interessenter eller

direktionsmedlemmer, at selskaber udarbejder politikker for forholdet mellem selskabet, aktionærer, investorer og øvrige interessenter for at sikre at alle interesser indgår i selskabets overvejelser samt at bestyrelsens og direktionens vederlag samt øvrige ansættelsesvilkår er konkurrencedygtige og forenelige med selskabets langsigtede aktionærinteresser. (CorporateGovernance.dk)

Anbefaling 3.2.2. i komiteens anbefalinger lyder “Komiteen anbefaler, at direktionsmedlemmer ikke er medlem af bestyrelsen, og at et fratrædende direktionsmedlem ikke træder direkte ind i bestyrelsen” (CorporateGovernance.dk)

Denne anbefaling har Harboes Bryggeri valgt direkte at krydse, da de i 2019 indsatte den tidligere direktør, Bernd Grieser, som bestyrelsesformand. (Sjællandskenyheder.dk)

På virksomhedens egen hjemmeside, offentliggøres rapporter om Corporate Governance. I rapporten for 2019/2020, beskriver virksomheden at de ikke følger anbefalingen om 50% uafhængige bestyrelsesmedlemmer. Dette beskrives som uhensigtsmæssigt for selskabet, da der er tale om et familieejet selskab. Det beskrives yderligere at det ligger familien og bestyrelsen meget på sinde, at familiens værdier tilgodeses, hvorfor det ikke er muligt at stifte en 50% uafhængig bestyrelse. Dette er dog ikke tilfældet i de senere rapporter, her rapporterer virksomheden at selskabets bestyrelse nu består af 50% uafhængige medlemmer. (Harboes.com)

I anbefaling 1.1.2. anbefaler komiteen at der udarbejdes politikker i selskabet for at sikre at alle interessenternes interesser indgår i selskabets overvejelser, når der træffes beslutninger, ligeledes at disse politikker offentliggøres på selskabets hjemmeside. Harboes har fulgt denne anbefaling ved at offentliggøre selskabets politik på området, dog er denne politik interessant, da det som nævnt ovenfor er familien Harboe der har aktiemajoriteten og dermed størst indflydelse på alle beslutninger der træffes i selskabet. Og familien tilgodeser alle interessenteres interesser eller om det hovedsageligt er egne interesser der vægter højest når der træffes beslutninger, har tidligere været oppe til debat i medierne da flere mindre aktionærer føler sig forbigået med beslutninger truffet som har haft stor økonomisk påvirkning. F.eks. er der siden 2021 handlet for mere end 300 mio. kr. i Bernhard Griesers egne selskaber. Disse investeringer i hans selskaber har ikke været lukrative investeringer for alle aktionærer, f.eks. denne sag fra 2016 hvor Harboes Bryggeri A/S har indkøbt et brugt produktionsanlæg af Bernhard Grieser for ti mio. kr. indkøbet af produktionsanlægget falder sammen med en periode

hvor Bernhard Grieses private selskab har haft økonomiske udfordringer, men efter handlen er kommet ud med et markant bedre regnskab end det tidligere regnskabsår. Denne handel er blot et af flere eksempler hvor Harboes Bryggeri har investeret i nogle ting som udelukkende har haft positiv feedback til Bernhard Giese og Harboe Familien, men ikke nødvendigvis for de øvrige aktionærer i selskabet. (Sydinvest.dk)

Anbefaling 4.1.1. forklarer hvordan komiteen anbefaler at bestyrelses og direktionens vederlag og øvrige ansættelsesvilkår er konkurrencedygtige og forenelige med selskabets langsigtede aktionærinteresser. (CorporateGovernance.dk)

I forhold til denne anbefaling har Harboes Bryggeri A/S på deres hjemmeside offentliggjort en visning af, hvad bestyrelses medlemmer får i vederlag for at besidde posten i bestyrelsen. Ifølge selskabets opgørelse får almindelige bestyrelsesmedlemmer 300.000 kr. i vederlag årligt, næstformanden får 375.000 kr. og formanden får 600.000 kr.

Sammenligner man dette med Carlsberg, så ligger Harboes væsentligt lavere i vederlagsbetaling til bestyrelsesmedlemmerne. I Carlsberg får almindelige bestyrelsesmedlemmer 455.000 kr, næstformanden får 910.000 kr. og formanden får 2.047.500 kr, hvilket må siges at være en del højere end Harboes Bryggeri A/S.

Dog skal der tages højde for at Carlsberg er en større virksomhed, f.eks. i 2023 har Carlsberg omsat for 46,1 gange så meget som Harboes Bryggeri. Dette taler for at Harboes Bryggeri A/S har fastsat vederlag en smule højt, taget virksomhedens størrelse i betragtning. (Carlsberg.com) (Harboes.com)

Regnskabsanalyse

I dette afsnit vil der udarbejdes en regnskabsanalyse af Harboes Bryggerier, over en periode på 5 år. Der vil i afsnittet være fokus på beregning og analyse af de væsentligste nøgletal. Den strategiske analyse samt regnskabsanalysen danner baggrund for udarbejdelse af budgettet, det er derfor nogle væsentlige analyser, da disse er afgørende for at kunne besvare problemformuleringen.

Det vurderes mest retvisende at lave analysen over en 5 årig periode, da både Covid-19 og krigen i Ukraine har påvirket de seneste regnskabsår.

Ved gennemgang af de seneste års regnskaber, er der konstateret enkelte forskelle i tallene i regnskaberne for 2019/20 og 2020/21. Vi har valgt at anvende tallene fra 2020/21 regnskabet

for tallene i 2019/20 regnskabet, da dette er det seneste af de to regnskaber, hvorfor det må vurderes at være mest retvisende.

Harboes seneste regnskabsår er fra 2022/23, dette skyldes at Harboes har skævt regnskabsår og dermed altså regnskabsafslutningen d. 30/4.

I regnskabsanalysen vil vi analysere på Harboes performance i form af nøgletal hertil, via en profitabilitetsanalyse. Endvidere vil vi analysere på Harboes gearing, finansiering og self-sustainable growth rate.

Vi anvender gennemsnits balancetal, da dette er mest retvisende, da tallene afkommer af et helt år.

Til udregningerne af diverse nøgletal, udarbejder vi en modificeret resultatopgørelse til analyseformål, samt managerial balance sheet med tilhørende specifikationer.

Modificering af regnskabstal

For at kunne anvende tallene til analyseformål, har vi været nødt til at lave modifikationer i præsentationen af resultatopgørelsen. Dette grundet at afskrivningerne i Harboes årsrapport er fordelt ud på flere poster og dermed ikke er vist i den oprindelige resultatopgørelse. I og med at afskrivningerne ikke har været vist direkte i resultatopgørelsen, besværliggør det mulighederne for at kunne beregne den korrekte EBITDA, da den i stedet for går direkte til EBIT. Dette tillagt at årets afskrivninger skal benyttes til at beregne den årlige udvikling i Netcapex, hvorfor det alt andet lige er en nødvendighed at afskrivningerne er vist særskilt for sig selv.

Grundlaget for at samle afskrivninger for sig selv på én linje er ved at se i noterne i Harboes årsrapporter, som viser hvordan afskrivningerne er fordelt på de enkelte poster. Afskrivningsbeløbet som indgår i de enkelte poster, er herefter trukket ud heraf i den modificerede resultatopgørelsen, således de ikke fremgår to gange.

Efter vi har fratrasket afskrivningerne i de enkelte poster, bliver de lagt sammen i en linje for sig selv i den modificerede resultatopgørelse. (Harboes.com)

Resultatopgørelse modificeret til analyseformål						
TDKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Omsætning	1.337.736	1.369.695	1.379.873	1.328.184	1.419.353	1.621.066
- Vareforbrug	1.002.417	1.027.320	1.046.256	1.027.224	1.088.185	1.281.688
Dækningsbidrag	335.319	342.375	333.617	300.960	331.168	339.378
- Salgs- og distributionsomkostninger	193.351	197.783	203.548	153.647	188.365	200.870
- Administrationsomk.	45.414	49.080	55.137	49.570	51.946	60.115
+ Andre driftsindtægter	15.266	14.957	12.255	13.323	10.802	10.811
- Andre driftsomkostninger	5.957	3.246	8.994	3.280	2.783	4.089
EBITDA	105.863	107.223	78.193	107.786	98.876	85.115
- Afskrivninger	95.725	112.250	104.856	97.760	99.672	88.079
Resultat af primær drift (EBIT)	10.138	-5.027	-26.663	10.026	-796	-2.964
EBIT% (overskudsgrad)	0,76%	-0,37%	-1,93%	0,75%	-0,06%	-0,18%
- Nettofinansieringsomk.	5.633	5.313	5.429	6.783	6.161	6.058
Resultat før skat (EBT)	4.505	-10.340	-32.092	3.243	-6.957	-9.022
- Skat	4.271	2.577	-9.024	1.584	-2.730	-4.683
Resultat efter skat (EAT)	234	-12.917	-23.068	1.659	-4.227	-4.339

Figur 1 - Modificeret resultatopgørelse til analyseformål (selv udarbejdet)

I ovenstående figur 1 bliver den modificerede resultatopgørelse vist, som er udarbejdet til analyseformål. 2017/18 regnskabsåret er udelukkende medtaget til brug for gennemsnitsberegninger.

Managerial Balance sheet						
TDKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Likvider	15.603	15.178	45.943	16.642	46.090	9.365
Arbejdskapital (WCR)	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356	299.719
Anlægsaktiver	854.379	815.580	768.143	706.954	653.619	622.801
- Hensættelser	0					
Invested capital	1.034.573	997.796	912.870	887.678	864.065	931.885
Kortfristet gæld (rentebærende)	66.093	81.527	16.262	16.199	15.990	107.570
Langfristet gæld (rentebærende)	217.572	208.484	222.848	191.687	167.172	147.681
Egenkapital	750.908	707.785	673.760	679.792	680.903	676.634
Egenkapital tilhør. Aktionærer	750.840	707.735	673.760	679.778	680.863	676.594
Egenkapital tilhør. Minoritetsint.	68	50	8	14	40	40
Capital Employed	1.034.573	997.796	912.870	887.678	864.065	931.885
Netcapex	79.090	73.451	57.419	36.571	46.337	57.261

Specifikation af WCR						
TDKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
+ Debitor	272.582	284.128	219.162	264.396	271.883	355.541
- Kreditor	152.409	155.205	164.953	117.908	158.597	145.121
+ Lagre	149.976	160.524	174.504	144.726	164.926	205.368
+ Periodeafgrænsningsposter	11.769	8.046	12.053	8.351	6.504	6.572
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	117.327	130.455	141.982	135.483	120.360	122.641
WCR i alt	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356	299.719

Specifikation af årlige investeringer (Netcapex)						
TDKK	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Anlægsaktiver (Ultimo)	854.379	815.580	768.143	706.954	653.619	622.801
- Anlægsaktiver (Primo)	871.014	854.379	815.580	768.143	706.954	653.619
+ Afskrivninger	95.725	112.250	104.856	97.760	99.672	88.079
Netcapex	79.090	73.451	57.419	36.571	46.337	57.261

Figur 2 - Managerial Balance sheet (selv udarbejdet)

Nøgletalsanalyse

I denne analyse vil der i første omgang være fokus på at beskrive udviklingen i nøgletallene, der skriver selskabets profitabilitet. Nøgletallene der analyseres i dette afsnit er Egenkapitalens forrentning ROE, Afkastningsgraden, Overskudsgraden og Capital Turnover. Alle disse nøgletal analyseres på baggrund af en 5 årig periode.

Nøgletalsanalyse					
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Egenkapitalens forrentning (ROE)	-1,46%	-4,76%	0,48%	-1,02%	-1,33%
Afkastningsgraden (ROIC)	-0,50	-2,92	1,13	-0,09	-0,32
Overskudsgraden (EBIT%)	-0,37	-1,93	0,75	-0,06	-0,18
Capital Turnover	1,35	1,44	1,48	1,62	1,81

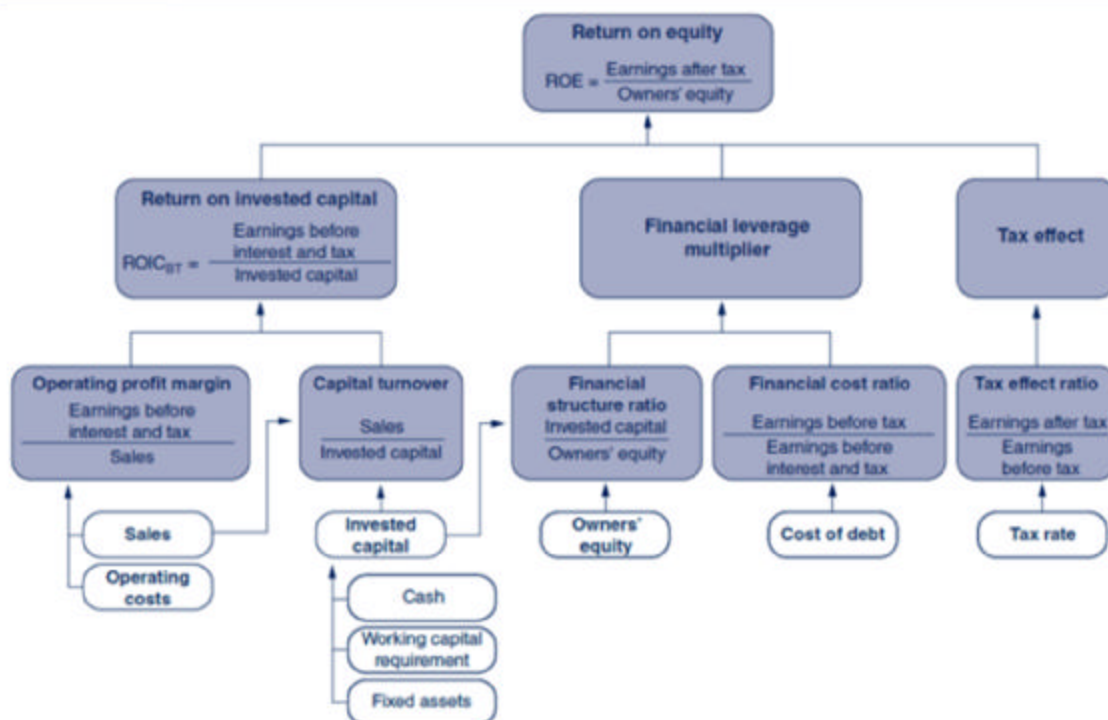
Figur 3 - Profitabilitets Nøgletal (selv udarbejdet)

Ved at kigge overordnet set på tallene ovenfor ses det, at der kun i ét ud af de fem regnskabsår er positive nøgletal. Til trods for at der i 2020/21 er positive nøgletal, er dette meget begrænsede positive tal. Årsagen til at 2020/21 er et mere positivt år set på nøgletallene, skyldes at selskabet har haft væsentligt lavere distributions- og salgsomkostninger i dette år, til trods for at dette regnskabsår har haft en lavere omsætning og dækningsbidrag end de øvrige regnskabsår. Årsagen til de lavere distributions- og salgsomkostninger kan skyldes at det var i dette regnskabsår Corona pandemien ramte Danmark, hvilket medførte at værtshuse, natklubber, restauranter og dagligvareforretninger enten skar ned på bestillinger, eller blev tvunget af staten til at lukke ned, grænsehandlen lukkede ligeledes ned hvilket Harboes påpeger i deres regnskab som værende en faktor med stor betydning for det dårlige resultat. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2019/20, s. 9)

Yderligere medførte Corona pandemien lavere brændstofpriser i Danmark, som ligeledes har bidraget til de lavere salgs- og distributionsomkostninger. (fdm.dk)

Hvis man kigger nærmere på egenkapitalens forrentning (ROE) viser denne hvordan den indskudte kapital forrentes, ud fra ovenstående analyse ses det at der kun i 2020/21 har været et afkast til aktionærerne, men et meget begrænset afkast, i de øvrige regnskabsår har der været et negativt afkast til aktionærerne. Dette taler ind i den førnævnte diskussion mellem investorer og ledelsen, om hvordan aktionærernes synspunkter bliver tilgodeset, og om det evt. er mest hovedaktionærerne altså Harboe familien der får afkast på de beslutninger der træffes i selskabet. F.eks. ved at lave store handler med Bernhard Grieses private selskaber. (sydinvest.dk)

EXHIBIT 6.7 The Drivers of Return on Equity.



Figur 4 - Sammensætning af ROE (Hawawini & Viallet 2021, kap. 6 s. 205)

Afkastningsgraden (ROIC) benyttes til at vurdere, hvor gode selskabet er til at danne et overskud ud af den indskudte kapital i selskabet, når denne er negativ betyder dette at for hver 100 kr. der investeres i selskabet, tabes der penge.

Udviklingen i afkastningsgraden følger de tendenser, som vi også ser i ROE.

Afkastningsgraden viser en vis volatilitet og variation over de seneste år, hvilket vil sige at der har været stor pris variation. Udviklingen i Harboes afkastningsgrad viser, at de har haft udfordringer med at opretholde en stabil og positiv afkastningsgrad over de seneste år, i og med at kun ét ud af 5 år har været positive.

Dette er tegn på at Harboes har haft udfordringer med de eksterne faktorer som har påvirket branchen og verden generelt de senere år, samt at de har skulle bruge tid på at få implementeret deres generelle prisstigninger. Harboes er bevidste om dette, og er i færd med at forsøge at ændre på disse tilstande, så de igen kan få ændret denne negative udvikling og få forbedret den økonomiske præstation.

Som vist i figur 4 er ROIC påvirket af overskudsgraden og Capital Turnover, det er derfor væsentligt at kigge nærmere på disse to nøgletal for at finde frem til den primære påvirkning af ROIC.

Harboes omsætningshastighed, også kaldet capital turnover er let stigende igennem hele analyseperioden. Hvorfor det ikke er dette nøgletal, der har den primære påvirkning på ROICs udvikling gennem analyseperioden. Det er derimod overskudsgraden, der lig med ROE og ROIC er negativ i fire ud af fem regnskabsår. Overskudsgraden er et nøgletal, der viser udviklingen i omsætning og driftsomkostninger. Igennem analyseperioden ses det, at selskabets omsætning nærmest har været konstant fra 2017/18 til 2020/21, først i de seneste to regnskabsår har omsætningen været stigende. I 2022/23 har inflationen i Danmark været ualmindeligt højt, hvilket har medført mange prisstigninger på stort set alle varer, herunder også drikkevarer, hvilket er en af de væsentligste faktorer til den stigende omsætning i regnskabsåret. Ligeledes forklarer Harboes at en del af forklaringen til den øgede omsætning skyldes en fremgang i salget af private labels aftaler, samt mersalg af private label produkter. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23, s. 18)

Dog ses det, at virksomhedens driftsomkostninger i samme omgang er steget, særligt grundet de høje prisstigninger hele landet har oplevet, hvilket har endt med et negativt EBIT.

Gearing analyse

I dette afsnit fortsætter analysen af de vigtigste nøgletal for selskabet, det er nu selskabets evne til at betale og finansiere deres gæld, der vil blive belyst.

	Gearing analyse				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Times interest earned ratio	1,80	-0,95	-4,91	1,48	-0,13
Financial leverage multiplier	2,87	1,66	0,43	11,25	4,03
Financial Cost Ratio	2,06	1,20	0,32	8,74	3,04
Financial Structure Ratio	1,39	1,38	1,33	1,29	1,32

Figur 5 - Gearingsnøgletal (selv udarbejdet)

Som ses i Figur 2 så har gearing nøgletallene ligeledes afkastningsgraden og overskudsgraden påvirkning på egenkapitalens forrentning, hvilket gør disse nøgletal interessante at analysere. Ved at kigge på gearings nøgletallene, så får vi noget at vide, om Harboes betaler eller tjener på deres gæld, samt på hvordan Harboes er finansieret gennem gælden.

Times interest earned ratio er et nøgletal der belyser hvor mange gange selskabets EBIT, kan dække renteudgifterne i det pågældende regnskabsår. Grundet at selskabet i tre ud af fem

regnskabsår har haft et negativt EBIT, har dette medført et negativt times interest earned ratio. Hvilket vil sige, at virksomhedens EBIT ikke kan dække de kommende renteudgifter.

Financial cost ratio er et nøgletal der viser om EBT relativt til EBIT formindskes ved forhøjet gæld. Hvis Financial cost ratio er tættere på 1, betyder det at virksomheden i højere grad bliver finansieret af egenkapitalen, da der i så fald vil være ingen eller meget lille forskel på EBT og EBIT (Hawawini & Viallet 2022, kap. 6 s. 201). Vi kan dog se ud af vores beregninger i figur 5, at financial cost ratio er større end 1 i 4 ud af de 5 år, og det kun er i 2020/21 at den er mindre end 1. Dette skyldes at EBIT er negativ, og da der stadig er finansielle omkostninger, gør det at EBT bliver mere negativt end EBIT.

Financial structure ratio belyser hvordan virksomheden er finansieret, er selskabet udelukkende finansieret med egenkapital, eller er det en blanding af egenkapital og gæld, der har finansieret selskabet. Hvis dette nøgletal er lig 1 betyder dette at selskabet er 100% finansieret via egenkapitalen, er den derimod over 1 er virksomheden ligeledes finansieret med gæld. I analyseperioden ses det at financial structure ratio er faldende fra 1,39 til 1,29 og i 2022/23 stiger til 1,32, hvilket vil sige at selskabet har formået at nedbringe deres fremmed gæld, og i stedet være finansieret af deres egenkapital fra 2018-2022, dog har selskabet optaget ny fremmed gæld i 2023.

Det sidste gearingsnøgletal der vil blive analyseret, er financial leverage multiplier, dette tal beregnes ved at gange financial cost ratio og financial structure ratio sammen. Hvis financial leverage multiplier har en værdi der er større end 1, kan dette overføres til en konklusion af at egenkapitalens forrentning er større end afkastningsgraden, dermed også omvendt hvis nøgletallet har en værdi der er lavere end 1. Dette ses i nøgletallene ovenfor, at financial leverage multiplier i alle de beregnede regnskabsår er lavere end 1, hvilket betyder for selskabet at afkastningsgraden er højere end egenkapitalens forrentning. Dette betyder for selskabet at det er yderst favorabelt for dem at have store finansielle omkostninger, da de ikke har kunne tilpasse disse omkostninger til de udgifter selskabet har haft i regnskabsperioderne.

Soliditets analyse

	Øvrige nøgletal				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Tax effect ratio	125%	72%	51%	61%	48%
Soliditetsgrad	55,15%	55,24%	59,58%	59,57%	56,40%
Debt to equity ratio	81,33%	81,04%	67,86%	67,87%	77,30%
Quick ratio	0,82%	0,83%	1,04%	1,08%	0,97%

Figur 6 - Øvrige nøgletal (selv udarbejdet)

I forbindelse med analyserne af Harboes nøgletal, er det ligeledes en vigtig faktor at kigge på selskabets soliditet. Soliditets nøgletallene forklarer, hvordan selskabets gæld forholder sig i forhold til egenkapitalen. Nøgletallet debt to equity ratio viser forholdet mellem alle virksomhedens forpligtelser og virksomhedens egenkapital, i hele analyseperioden ligger dette nøgletal på et relativt højt niveau. Dog har virksomheden formået at afbetale på noget af gælden fra 2018/19 og indtil 2021/22, hvilket i den periode bragte tallet en smule lavere. I 2022/23 optog virksomheden ny gæld, som har hævet nøgletallet, dog ikke til helt samme niveau som i 2018/19. Det ville være tilfredsstillende hvis virksomheden formåede at nedbringe deres gæld yderligere, til omkring 30-50%.

Harboes soliditetsgrad følger samme udvikling som Debt to equity ratio i analyseperioden, blot med modsat fortegn, så når debt to equity stiger, falder soliditetsgraden. Soliditetsgraden viser, hvor stor en procentdel af virksomhedens aktiver, der er finansieret af virksomhedens egne penge. Så hvis Harboes aktiver udelukkende var finansieret af egenkapitalen, ville soliditetsgraden derfor være 100%.

Soliditetsgraden bruges til at vide, hvor modstandsdygtig man er over for eventuelle tab, så i og med at Harboes soliditetsgrad i 2022/23 er 56,40%, vil de være i stand til at tabe 56,40% af egenkapitalen, og dermed stadig være i stand til at betale sine långivere.

Hvis man skal have en god soliditetsgrad, er tommelfingerreglen at den skal ligge mellem 30-40% (dinero.dk), og derfor må det vurderes at Harboes soliditetsgrad ligger på et godt niveau. I og med at den ligger på et godt niveau, vil de også have nemmere ved at optage ekstern finansiering, da långiverne vil kigge på dette som en vigtig post i deres vurdering af eventuelle lån.

Quick ratio er også blevet beregnet. Nøgletallet er en viderebygning på current ratio, som bliver beregnet på baggrund af de kortfristede aktiver / kortfristet gæld. Flere analytikere mener at det

er forkert at anvende lageret, da det først skal omsættes, hvilket kan tage lang tid før det bliver omsat til likvide midler. Quick ratio tager derfor højde for dette, ved kun at medtage likvider og debitorer og dividere dette med den kortfristede gæld.

Det er oftest normalt, at kreditorerne foretrækker nøgletallet så tæt på 1 som muligt, specielt når vi snakker produktionsvirksomheder.

Der er dog en generel problematik ved nøgletallet, da det bygger på at alle debitorer kan betale deres udestående inden for ét år, men i og med der er risiko for at debitorer kan gå konkurs og man derfor ikke kan få sit tilgodehavende, kan der være problemer med at bruge nøgletallet helt præcist. Hvis quick ratio ligger på præcis 1, betyder det altså således at Harboes har likvider nok til at kunne dække deres kortfristede gæld.

Det ses i beregningen at der har været en generel positiv udvikling frem til 2021/22 hvor den går fra at være under 1 til over 1, hvor til den igen i 2022/23 går lige under 1 på 0,97. Der har generelt været en positiv udvikling i analyseperioden, der betyder at likviditeten er bedre tilpasset de kortfristede gældsforpligtelser.

Tax effect ratio er det sidste punkt i ROE's udvikling. Nøgletallet benyttes til at vise hvad årets resultat efter skat er i forhold til årets resultat før skat. Det betyder altså i Harboes tilfælde at 48% i 2022/23 af årets resultat efter skat således svarer til 48% af årets resultat før skat, og dermed er skatten der skal svares, svarende til 52% (100-48).

Det ses at tallet svinger meget fra år til år, og dette skyldes at den skattepligtige indkomstopgørelse sjældent er ens med den regnskabsmæssige EBT. Dette skyldes blandt andet at afskrivninger håndteres anderledes skattemæssigt end det gør regnskabsmæssigt. Ligeledes kan der være underskud fra tidligere år, der modregnes i den skattepligtige indkomst, som derfor også har en betydning.

Working Capital Requirement (WCR) og beregning heraf

TDKK	Specifikation af WCR					
	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
+ Debitor	272.582	284.128	219.162	264.396	271.883	355.541
- Kreditor	152.409	155.205	164.953	117.908	158.597	145.121
+ Lagre	149.976	160.524	174.504	144.726	164.926	205.368
+ Periodeafgrænsningsposter	11.769	8.046	12.053	8.351	6.504	6.572
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	117.327	130.455	141.982	135.483	120.360	122.641
WCR i alt	164.591	167.038	98.784	164.082	164.356	299.719

Figur 7 - WCR bregning (selv udarbejdet)

	Finansiering				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
NLF	100.689	128.465	164.525	194.456	201.514
NSF	66.349	-29.681	-443	-30.100	98.205
Liquidity ratio	128%	141%	161%	166%	154%
Udvikling i omsætningen	2,39%	0,74%	-3,75%	6,86%	14,21%

Figur 8 - Finansiering (selv udarbejdet)

I forlængelse af den tidligere beregnede quick test, er det naturligt at analysere videre på selskabets finansierings- og likviditetsmæssige udvikling gennem analyseperioden. Ved at analysere selskabets finansierings- og likviditetsmæssige udvikling skabes der en forståelse for, om der er sammenhæng mellem selskabets kortfristede og langfristede finansiering af arbejdskapitalen.

Ved at analyser finansiering og likviditet for selskabet, starter vi med at kigge på NSF (net short term financing) og NLF (net long term financing), disse to nøgletal viser os hvor stor en del af selskabets arbejdskapital der er finansieret henholdsvis kortfristet og langfristet. I analyseperioden ses det at net short term financing i tre ud af fem regnskabsår er negativ, hvilket betyder at arbejdskapitalen i disse tre år er finansieret langfristet, ligeledes at noget af den kortfristede gæld er finansieret langfristet.

Når disse to nøgletal analyseres, er det naturligt i den forbindelse at kigge på selskabets finansielle strategi, Hawawini & Viallet nævner tre strategier som selskaber typisk bruger. Den mest brugte strategi er matching strategien, hvor langfristede investeringer er finansieret langfristet, og kortfristede investeringer er finansieret kortfristet. Dette matcher ikke med Harboes, da vi ovenfor har konkluderet en negativ NSF, hvilket betyder at arbejdskapitalen og noget af den kortfristede gæld i de tre år er finansieret langfristet.

Det er derfor relevant at kigge på nogle af de øvrige strategier, for at kunne belyse hvilken strategi Harboes benytter. Hawawini & Viallet nævner den konservative strategi og den aggressive strategi. Den konservative strategi er et udtryk for selskaber, der har finansieret flere investeringer med langfristet gæld, ligeledes at selskaberne har finansieret dele af de kortfristede investeringer med langfristet gæld. Denne strategi er typisk kendetegnet ved at selskabernes NSF vil være negativ i analysen. Den aggressive strategi omfatter selskaber der er mere risikovillige, risikovillige i den forstand at de finansierer langfristede investeringer med kortfristet gæld. (Hawawini & Viallet 2021, kap. 5 s. 175-177). Ud fra ovenstående strategier passer Harboes bedst til den konservative strategi, da de ud fra nøgletallene har negativ NSF i

tre af analyseperioden, hvilket taler for at selskabet har finansieret mange investeringer med langfristet gæld.

Likviditetsgraden er det næste beregnede nøgletal, dette nøgletal er et udtryk for, hvor modstandsdygtige virksomheden er over for at kunne betale sine kortfristede og langfristede gældsforpligtelser. Kigges der på selskabets likviditetsgrad ses det at denne i hele analyseperioden ligger over 100%, hvilket betyder at virksomheden i hele analyseperioden, vil kunne dække minimum alle deres gældsforpligtelser. Likviditetsgraden ligger i perioden mellem 128%-166%, hvilket er et tilfredsstillende niveau i de af årene der ligger over 150%.

Det afsluttende nøgletal i denne analyse, viser Harboes udvikling i omsætning gennem analyseperioden. Dette nøgletal er negativt i et enkelt år, hvilket isoleret set er positivt. Dog så vi i tidligere analyser at Harboes ikke har formået at nedbringe deres omkostninger tilstrækkeligt til at kunne forbedre deres bundlinje.

Det frie Cash Flow

	Det frie cash flow				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
EBIT	-5.027	-26.663	10.026	-796	-2.964
Skatteprocent	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
EBIT*(1-tax)	-3.921	-20.797	7.820	-621	-2.312
+ Afskrivninger	112.250	104.856	97.760	99.672	88.079
- Delta WCR	2.447	-68.254	65.298	274	135.363
- Netcapex	73.451	57.419	36.571	46.337	57.261
Frit Cash Flow	32.431	94.894	3.711	52.440	-106.857

Figur 9 - Det frie cash flow (selv udarbejdet)

I forbindelse med de tidligere nøgletalsanalyser, afsluttes regnskabsanalysen med at analysere det frie cash flow. Dette nøgletal viser, overfor selskabet og dets interessenter, hvilket cash flow der genereres ud fra selskabets investerede kapital, uden at dette påvirkes af selskabets gældsstruktur.

I Figur 9 er beregningen af det frie cash flow vist, her ses det at det ikke har nogen betydning for selskabets frie cash flow, hvordan virksomhedens gæld er finansieret.

Udviklingen i det frie cash flow gennem analyseperioden er meget svingende, særligt fra 2019/20 til 2020/21 er der sket en stor ændring, ligeledes fra 2021/22 til 2022/23. Disse store udsving skyldes særligt delta WCR, som viser ændringen i WCR fra tidligere år til det

nuværende år. Ligeledes skyldes ændringerne i det frie cash flow, de store udsving, der har været i EBIT.

Udvikling i WCR ses i Figur 7, denne viser en stor stigning i WCR i 2022/23, hvilket ses i figuren at skyldes særligt selskabets lagre og debitorer. Det er særligt grundet dette, at selskabets frie cash flow ender med et negativt resultat i 2022/23.

I analyseperioden har selskabets cash flow udviklet sig positivt indtil det seneste regnskabsår, hvor de ender med et negativt resultat. Dette negative resultat betyder at selskabet ikke er lykkedes med at foretage de mest lukrative investeringer og ikke at udnytte disse investeringer korrekt. Denne udvikling er yderst utilfredsstillende for selskabets interessenter, da det er dette nøgletal der viser selskabets evne til at kunne udbetale udbytte eller foretage aktietilbagekøb. (Euroinvestor.dk)

Konkurrentanalyse

I bryggeribranchen er der som nævnt tidligere stor konkurrence, hvilket skyldes at branchen består af mange bryggerier både store og små. Bryggeriforeningen i Danmark opgør hvert år, hvor mange bryggerier der er i Danmark, denne statistik viser en stigning i bryggerierne fra 143 bryggerier i 2013 til 261 bryggerier i 2022. Det er dog ikke alle bryggerier i Danmark der er af samme størrelse som Harboes, statistikken medtager alle størrelser af bryggerier. (Bryggeriforeningen.dk)

Som tidligere i opgaven sammenlignes Harboe med de to andre store aktører på markedet, Carlsberg og Royal Unibrew. Denne sammenligning fortsættes i dette afsnit, da dette giver det bedste overblik samlet set i opgaven. Derudover vil det være uoverskueligt at kigge på samtlige bryggerier i branchen, ligeledes vil det ikke være interessant at nærstudere et mikrobryggeri sammen med Harboes. Harboes har langt den største afsætning af deres produkter til dagligvare forretninger, hvilket ligeledes underbygger at Royal Unibrew og Carlsberg er de mest interessante og største konkurrenter at sammenligne med, da de ligeledes har afsætning gennem dagligvareforretningerne. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23, s. 32)

Konkurrentanalysen udføres for en regnskabsperiode på 5 år, hvor omsætningen sammenlignes mellem de tre aktører. Analysen viser omsætningen både i t.dkk og i indekstal for bedst muligt at kunne sammenligne de tre selskaber, ydermere ses der på aktiekursens udvikling de seneste 5 år.

Konkurrentanalysen udarbejdes for at danne et billede af Harboes position på markedet, sammenholdt med Carlsberg og Royal Unibrew. Carlsberg betragtes som Danmarks største bryggeri og Royal Unibrew betragtes som Danmarks andet største bryggeri, hvilket også ses på omsætningstallene nedenfor. Dog er disse stadig relevante at sammenligne med, da de opererer på de samme markeder både nationalt og internationalt som Harboes, til trods for at de har en større markedsandel end Harboes har. Konkurrentanalysen er ligeledes relevant for den kommende budgettering og værdiansættelse af selskabet, da analysen ligeledes belyser hvordan selskabet genererer værdi for aktionærene sammenlignet med konkurrenterne i branchen.

Når der i analysen sammenholdes regnskabstal mellem selskaberne, er det vigtigt at bemærke at selskaberne ikke har samme regnskabsår. Der er derfor taget udgangspunkt i de perioder, der tilsvarende eller tilnærmelsesvis passer sammen, selskaberne imellem.

t.DKK	Omsætning				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Harboes Bryggeri A/S	1.369.695 kr.	1.379.873 kr.	1.328.184 kr.	1.419.353 kr.	1.621.066 kr.
Carlsberg A/S	65.902.000 kr.	58.541.000 kr.	60.097.000 kr.	70.265.000 kr.	73.585.000 kr.
Royal Unibrew A/S	7.692.479 kr.	7.315.000 kr.	8.746.000 kr.	11.487.000 kr.	12.927.000 kr.

Figur 10 - Omsætning fra årsrapporter (selv udarbejdet)

Som vist i figuren ovenfor er Harboes Bryggeri A/S det mindste selskab målt på omsætning af de tre aktører i denne sammenligning. De to øvrige selskaber ligger væsentligt højere målt på omsætning, hvorfor disse ligeledes må anses for at besidde en større markedsandel end Harboes Bryggeri. Dog er det værd at bemærke, at Harboes produkter har en billigere pris end de to øvrige selskaber, som producerer mere high end mærker.

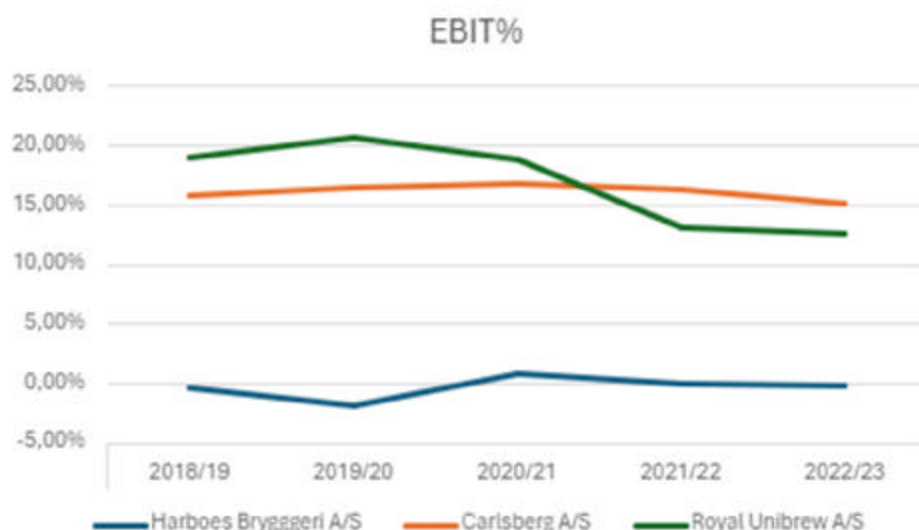
Gennem analyseperioden i figur 10 ses det, at der gennem perioden for alle tre selskaber er en stigning i omsætningen, dog med et dyk i 2019, 2020 og 2021, hvor Corona pandemien for alvor slog igennem i Danmark. Den mest imponerede stigning i omsætningen ses ved Royal Unibrew, som har vækstet deres omsætning væsentligt siden analyseperiodens start.

t.DKK	Indekstal - omsætning				
	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Harboes Bryggeri A/S	100,00%	100,74	96,97	103,63	118,35
Carlsberg A/S	100,00%	88,83	91,19	106,62	111,66
Royal Unibrew A/S	100,00%	95,09	113,70	149,33	168,05

Figur 11 - Indekstal - omsætning (selv udarbejdet)

Når selskaberne sammenholdes ud fra indekstal, ses det endnu mere klart at Royal Unibrew er den aktør, der formår at vækste mest ud af de tre selskaber. Dog har Harboes en større vækst end Carlsberg målt på indekstal, hvilket må siges at være imponerede når Carlsberg er det største selskab på markedet. Harboes udvikling sammenlignet med konkurrenterne, stiller sig dog stadig i et dårligt lys, da de ikke formår at vækste i samme skala som Royal Unibrew. Hertil kan der yderligere stilles et kritisk øje til deres evne til at vækste, investere og skabe værdi for aktionærene. Indekstillene ovenfor giver indtrykket af, at Harboes og Carlsberg ikke besidder samme evne som Royal Unibrew, til at skabe værdi for selskabernes aktionærer.

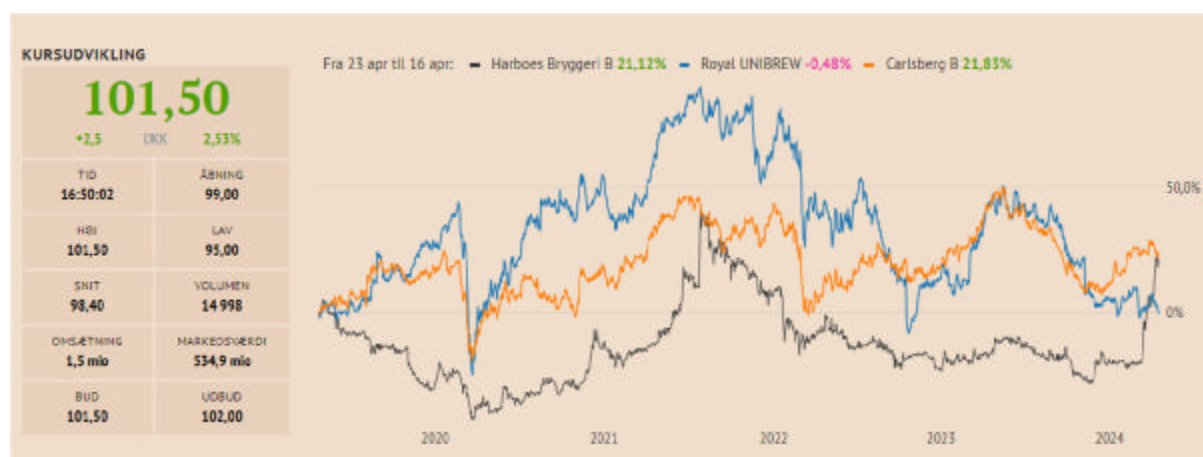
Omsætning						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	
Harboes Bryggeri A/S	1.369.695 kr.	1.379.873 kr.	1.328.184 kr.	1.419.353 kr.	1.621.066 kr.	
Carlsberg A/S	65.902.000 kr.	58.541.000 kr.	60.097.000 kr.	70.265.000 kr.	73.585.000 kr.	
Royal Unibrew A/S	7.692.479 kr.	7.315.000 kr.	8.746.000 kr.	11.487.000 kr.	12.927.000 kr.	
EBIT						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	
Harboes Bryggeri A/S	- 5.027 kr.	- 26.663 kr.	10.026 kr.	- 796 kr.	-	2.964 kr.
Carlsberg A/S	10.465.000 kr.	9.699.000 kr.	10.129.000 kr.	11.470.000 kr.	11.105.000 kr.	
Royal Unibrew A/S	1.469.095 kr.	1.515.000 kr.	1.652.000 kr.	1.516.000 kr.	1.638.000 kr.	
EBIT%						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	
Harboes Bryggeri A/S	-0,37%	-1,93%	0,75%	-0,06%	-0,18%	
Carlsberg A/S	15,88%	16,57%	16,85%	16,32%	15,09%	
Royal Unibrew A/S	19,10%	20,71%	18,89%	13,20%	12,67%	



Figur 12 - EBIT% (selv udarbejdet)

Som vist ovenfor figur 12, ses det, at Harboes EBIT% er væsentligt lavere end de øvrige aktører. De har i flere år af analyseperioden haft et negativt resultat i dette nøgletal, hvilket ligeledes er nævnt tidligere i regnskabsanalysen. Denne negative udvikling skyldes øgede

omkostninger for selskabet. Det ses yderligere ovenfor at selskabet har formået at opjustere dette nøgletal siden 2019/2020, hvor resultatet absolut var dårligst. Det vidner om at selskabet er opmærksomme på deres omkostninger, og forsøger at forbedre dette nøgletal. Dette lykkedes dog ikke i tilstrækkelig grad sammenlignet med konkurrenterne, hvilket ligeledes taler ind i debatten om det manglende fokus selskabet beskyldes for med hensyn til værdiskabelse for selskabets aktionærer.



(Børsen.dk)

Sammenholdes kursværdien for de tre selskaber, ses det ligeledes, at Harboes Bryggeri A/S ligger på et andet niveau end de to andre selskaber gennem analyseperioden. Det er først i 2024 selskabet kommer på cirka samme niveau som de andre selskaber. Som det ses i aktiekursudviklingen ovenfor, følger selskaberne hinanden i store træk, f.eks. i starten af 2020 hvor Corona pandemien ramte Danmark, led alle tre selskaber et stort dyk i aktiekursen. Ligeledes fik alle tre selskaber et stort nøk op i aktiekursen i slutningen af 2021, hvor Corona pandemien gled mere ud og retningslinjerne blev lempet. Kursens værdi i de tidligere år, er ligeledes påvirket af virksomhedens forhold til Corporate Governance og ledelsens postyr samt uenigheder.

I forhold til den stigning kursen har taget i starten af 2024, bunder dette i opjusteringer af forventninger til årets regnskab, udsendt af Harboes Bryggeri A/S 8. marts 2024. Opjusteringerne viser blandt andet et forventet resultat før skat på 65-75 millioner kr. mod en tidligere forventning fra selskabet på 30-60 millioner kr. Opjusteringen fra selskabet inkluderer ligeledes en forventet stigning af EBITDA fra 120-150 millioner kr. til 155-165 millioner kr. Dette tyder på en større hensyntagen til at skabe værdi for aktionærerne. (Euroinvestor.dk)

Delkonklusion

Generelt for de ovenstående nøgletal, har der været en blandet udvikling gennem analyseperioden. Overordnet set har de aflagte regnskaber i perioden ikke været positive, i fire ud af de seks år har selskabet haft et negativt resultat efter skat. I 2020/21 aflagde Harboes det bedste regnskab i perioden, med et resultat efter skat på 1.659 t.DKK. Den negative udvikling i de aflagte årsrapporter, skaber en negativ baggrund for de udregnede nøgletal, som ligeledes følger den negative udvikling i årsrapporterne. Særligt afkastningsgraden og egenkapitalens forrentning bærer præg af de negative årsrapporter. Afkastningsgraden er i analyseperioden faldet med 0,18 procentpoint, hvor egenkapitalens forrentning er faldet med 0,13 procentpoint. Som nævnt i analysen kan den negative udvikling i nøgletallene henvises til den manglende evne til at kontrollere omkostningerne, til trods for den stigende omsætning i analyseperioden. Overskudsgraden har, lig med afkastningsgraden, og egenkapitalens forrentning, haft en negativ udvikling gennem analyseperioden på 19 procentpoint. Capital Turnover er det nøgletal, der viser den mest positive udvikling i analyseperioden.

Selskabets evne til at finansiere og betale deres gæld er ligeledes analyseret i ovenstående afsnit, her er det belyst at selskabet i analyseperioden har haft en negativ udvikling i time interest earned ratio, hvilket betyder at selskabet i perioden ikke har haft mulighed for at dække de kommende renteudgifter. Gearingsnøgletallene benyttes til at forklare udviklingen i egenkapitalens forrentning. Financial leverage multiplier er et nøgletal, der bruges til at vise hvilket nøgletal der er højest af egenkapitalens forrentning og afkastningsgraden. Nøgletallet er i 4 af de 5 analyserede år højere end 1 vil oftest vil kunne henføres til en konklusion om at egenkapitalens forrentning er større end afkastningsgraden, dette er dog ikke tilfældet her, da dette skyldes det negative resultat i årsrapporterne.

Selskabet benytter i hele analyseperioden både gæld og egenkapitalen til at finansiere deres aktiver med, dette ses ved nøgletallet financial structure ratio. I analyseperioden ses det, at selskabet primært finansierer deres aktiver med egenkapitalen. I hele analyseperioden ligger selskabets soliditetsgrad over 50%, hvilket overstiger det anbefalede minimum på 30-40%, hvilket er positivt, da denne viser hvor modstandsdygtig selskabet er mod eventuelle tab. Afslutningsvis i første del af regnskabsanalysen er Tax effect ratio analyseret, dette nøgletal har ligeledes mange af de øvrige nøgletal haft en svingende udvikling i analyseperioden. Dette skyldes at den måde den skattepligtige indkomst opgøres på er superkompleks, og de mange

skattemæssige forhold der skal tages hensyn til indregnes forskelligt i forhold til måden at opgøre årsrapporter på. Dette nøgletal kan selskabet ikke påvirke, hvorfor dette ikke er det mest sigende nøgletal at analysere. Selskabet kan altså ikke tilpasse nogle omkostninger eller afsætning, for at påvirke dette nøgletal i den modsatte retning.

Overordnet set for disse nøgletal, har der generelt været en negativ udvikling i langt størstedelen. Det er særligt financial leverage multiplier, overskudsgraden og afkastningsgraden, selskabet bør fokusere på i fremtiden, for at få en mere positiv udvikling i nøgletallene.

Efterfølgende er selskabets finansierings- og likviditetsmæssige udvikling beregnet og analyseret. Dette er analyseret for at skabe en forståelse for, om der er sammenhæng mellem selskabets kortfristede og langfristede finansiering af arbejdskapitalen. I forbindelse med denne analyse blev NLF og NSF analyseret, for at belyse, hvordan selskabets gæld er finansieret. I tre af analyseperiodens år er selskabets gæld primært finansieret langfristet. I denne forbindelse blev selskabets finansielle strategi ligeledes analyseret, hvilket resulterede i en konklusion på at selskabet benytter sig af den konservative strategi, som betyder at selskabet primært er finansieret med langfristet gæld, ligeledes at dele af den kortfristede gæld er finansieret langfristet. Afslutningsvis for dette afsnit er selskabets likviditetsgrad analyseret, denne viste et nøgletal på mellem 128% og 166% i analyseperioden. Dette er et tilfredsstillende niveau, i de tre analyse år hvor nøgletallet overstiger 150%. Likviditetsgraden er et udtryk for hvor mange gange selskabet vil kunne dække alle deres gældsforpligtelser.

Det sidste nøgletal, der er analyseret i regnskabsanalysen, er det frie cash flow. Det frie cash flow viser en igen meget svingende udvikling i perioden, det frie cash flow har udviklet sig positivt indtil seneste regnskabsår, hvor det har taget et væsentligt dyk ned. Dette belyser at selskabet ikke er lykkedes med at skabe lukrative investeringer og få tilpas udnytte af disse investeringer.

Efterfølgende regnskabsanalysen er der udarbejdet en konkurrentanalyse for selskabet. Denne analyse har til formål at sammenligne Harboes Bryggeri med de to andre store aktører på markedet, Carlsberg og Royal Unibrew. Analysen belyser hvordan Harboes omsætning har udviklet sig sammenlignet med konkurrenterne, samt hvordan deres position er på bryggerimarkedet. Sammenligningsvirksomhederne er udvalgt, da disse er de to øvrige store

aktører på markedet, de befinder sig alle tre på både det nationale og det internationale marked, samt deres produkter er rimelig sammenlignelige. Konkurrentanalysen sammenligner selskabernes omsætning både i kroner samt i indekstal, Harboes omsætning kan ikke måle sig med de to øvrige selskaber, hvorfor det var relevant at sammenligne i indekstal, for at finde frem til den forholdsmæssige stigning selskaberne har haft i analyseperioden. På baggrund af analysen konkluderede vi at Harboes har klaret sig bedre end Carlsberg i perioden, men ringere end Royal Unibrew målt på omsætning.

De tre selskaber er ligeledes blevet sammenlignet med deres udvikling i EBIT%, hvor Harboes klarer sig væsentligt ringere end de to konkurrenter. Dette skyldes ligesom mange af de øvrige nøgletal, at Harboes har leveret negative årsresultater i flere af deres årsopgørelser, hvilket ikke er tilfældet for de to konkurrenter.

Overordnet set for både regnskabsanalysen og konkurrentanalysen, så har Harboes haft en del negative år samt tendenser de seneste regnskabsår, både når der ses på egne tal samt når deres egne tal sammenlignes med konkurrenterne. Selskabet bør i fremtiden have øget fokus på at udvide deres markedsandel, samt skabe øget vækst i omsætning. Ligeledes bør selskabet fokusere på deres omkostningsstyring, så disse ikke stiger eksplosivt. Den fremtidige udvikling i omsætning og omkostninger vil blive gennemgået i det kommende afsnit.

Budgettering

Introduktion til budgettering for Harboes Bryggeri A/S

I det følgende afsnit vil Harboes budget for fremtiden blive dannet og gennemgået, virksomhedens fremtidige aktiviteter og tiltag vil blive analyseret. Budgetperioden vil danne grundlag for den kommende værdiansættelse, samt danne grundlag for beregning af de forventede regnskabsmæssige poster. Selskabets værdiansættelse, altså den værdi selskabet skaber for dets aktionærer udstråles i den relation der foreligger mellem selskabets finansielle aktiviteter og selskabets driftsaktiviteter.

Budgettet benyttes til at belyse den fremtidige værdiskabelse for selskabets interessenter, budgettet benyttes i denne sammenhæng for at belyse relationen mellem selskabets finansielle aktiviteter og selskabets driftsaktiviteter. Budgettet udarbejdes med afsæt i de tidligere analyser

foretaget i opgaven, hvor der særligt fokuseres på den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Ligeledes udarbejdes budgettet med afsæt i selskabets seneste årsrapport, hvor der fokuseres på de målsætninger, selskabet har sat for de kommende år. Ud fra den før udførte regnskabsanalyse, vil der blive udarbejdet proforma opgørelser for de fremtidige regnskabstal. For at kunne udarbejde disse proforma opgørelser, skal selskabets ikke finansielle og finansielle værdidrivere identificeres og defineres ud fra forudsætningerne for disse. Udover de førnævnte værdidrivere der skal defineres og identificeres, skal der ligeledes tages udgangspunkt i branchens udvikling samt hvad der rør sig i den generelle omverden.

For valg af selve budgetperioden, er der flere ting der gør sig gældende. Det kan f.eks. være om Harboes har nogle konkurrencemæssige fordele og om hvor lang tid virksomheden har været i branchen. Dette er relevant, da der er forskel på om det er en ny virksomhed i branchen, eller om det er en virksomhed der har opereret inden for dette igennem en længere periode, og som derfor er etableret i branchen. Vores tilgang til dette i rapporten er en 5-årig periode, da der er mange forskellige faktorer i spil i branchen som kan have fremtidig indflydelse, hvorfor vi vurderer at det er den bedste tidsmæssige periode at analysere på.

Salgsvækst budgettering på hovedmarkeder

I vores budgettering af salgsvæksten for Harboes tages der udgangspunkt i de værdidrivere, der er blevet grundlagt i den strategiske analyse, lige så vil der blive taget udgangspunkt i den generelle realiserede udvikling i nettoomsætningen.

Vi vil analysere salgsvæksten i Harboes hovedmarkeder, som er det danske marked, det tyske marked og eksportmarkedet.

Salgsvækst

Det danske marked

Når vi kigger på budgetteringen for det danske marked, er det oplagt at se på Harboes historiske omsætning. Når man ser på omsætningen på det danske marked i det senest aflagte regnskabsår (2022/23), ses det, at Harboes på det danske marked havde en omsætning på T. dkk. 427.782, hvilket er en stigning på ca. 11% i forhold til året før. Samtidig svarer dette til at Harboes nettoomsætning på det danske marked svarer til 26,4% af den samlede omsætning i regnskabsåret. Dette er en yderst positiv udvikling, taget i betragtning at det danske marked er det mindste af de tre hovedmarkeder.

Det er tydeligt at bryggeribranchen i Danmark befinder sig i et modent marked, i og med at Danmark er rig på traditioner i forhold til bryggeri, og at der derfor er utroligt mange bryggerier rundt om i Danmark. Nogle er ganske vist små, men samtidig er der de store aktører som tidligere nævnt, Carlsberg og Unibrew, som alle har betydning for udviklingen på markedet for Harboes.

Derudover, som det også er belyst i den strategiske analyse, er der flere andre faktorer der kan spille ind på det danske marked. Det kan eksempelvis som tidligere nævnt være forbrugernes efterspørgsel ændrer sig i forbindelse med sundhed, og derfor kan en markedskraft som sundere substituerende produkter være en trussel i forhold til den mulige fremtidige vækst.

Konkurrencen i Danmark er meget stor, og det er et meget intenst marked med mange spillere, hvorfor det på baggrund af ovenstående vurderes, at det danske marked er forholdsvis mættet, hvorfor man derfor må formode at omsætningsvæksten med tid vil stagnere, eller endda måske gå tilbage.

Det er dog belyst via seneste regnskabsår at der på kort sigt vil være vækstmuligheder på det danske marked, især også på baggrund af de markedsføringsmæssige tiltag i forhold til emballage mv., som Harboes har foretaget.

Derfor vil vi på baggrund af dette og den strategiske analyse fastsætte den budgetterede vækst på det danske marked til 6 % i 2023/24. De efterfølgende år vil medføre en lavere vækst grundet mætheden i markedet.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Det danske marked							
Omsætning	427.782	453.449	476.121	499.927	519.925	535.522	551.588
Budgetteret vækst i %		6%	5%	5%	4%	3%	3%

Figur 13 - Det danske marked (selv udarbejdet)

Det tyske marked

Ved at kigge nærmere på det tyske marked og analysere omsætningsudviklingen på dette marked, kan det konkluderes at det tyske marked udgør en væsentlig del af Harboes omsætning. Målt ud fra omsætningen udgør det tyske marked 35,58% af Harboes samlede omsætning. Det er grundet dette væsentligt at analysere markedet og den forventede udvikling heraf, i forbindelse med det fremtidige budget. Det tyske marked var i 2022/23 Harboes andet største marked.

Der er ved det tyske marked foretaget en analyse af de historiske omsætningstal, hvilket viser en tendens til et solidt og modent marked. Der har i analyseperioden ikke været store udsving i den tyske omsætning i den totale koncernomsætning. Omsætningen på det tyske marked er fra 2021/22 til 2022/23 steget med 14,84%, hvilket ifølge Harboes selv skyldes et øget fokus på deres private label produkter på markedet. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23)

Det tyske marked minder om det danske marked, når der fokuseres på den strategiske analyse af markederne. Tyskland har ligeledes beskæftiget sig med ølbryggeri i mange år, hvilket betyder at markedet højst sandsynligt ikke vil give store udsving i omsætningen de kommende år. Dog kan der opstå trends blandt befolkningen, som vil kunne få omsætningen til at give en smule udsving. F.eks. vil et øget fokus på at mindske alkoholforbrug kunne sprede sig til at ramme omsætningen ved Harboes. Det er derfor vigtigt at selskabet har substituerende produkter, som vil kunne erstatte den manglende omsætning af øl. Dette kunne f.eks. være deres salg af sodavand og andre læskedrikke. Ydermere vil sommervejret kunne få en smule indflydelse på omsætningen af drikkevarer, hvis varmen i Europa stiger til et højt niveau, med mange solskinsdage, vil dette kunne have indflydelse på salget af drikkevarer.

I 2023/24 vil Harboes have endnu større fokus på deres private label mærker på det tyske marked, hvilket vi har set give afkast i 2022/23. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23, s. 14)

Det må derfor antages at et øget fokus på dette punkt, vil understøtte et marked i vækst. Det vurderes derfor i den fremtidige budgetperiode, at det tyske marked vil opleve en vækst i omsætningen. Budgettet er lagt med en forventet vækst på 5% til det kommende regnskabsår, grundet det øgede fokus på private labels. Dog nedtones forventningerne til væksten løbende gennem budgetperioden, da det ikke forventes at dette øgede fokus vil kunne opretholde en vækst på 5% gennem hele perioden. Væksten falder gennem budgetperioden med 2 procentpoint fra 5% til 3%.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Det tyske marked							
Omsætning	576.721	605.557	629.779	654.971	674.620	694.858	715.704
Budgetteret vækst i %		5%	4%	4%	3%	3%	3%

Figur 13 - Det tyske marked (selv udarbejdet)

Øvrige eksportmarkeder

De sidste markeder, der er analyseret i forbindelse med den fremtidige budgetterede omsætning, er de øvrige eksportmarkeder. De øvrige eksportmarkeder dækker over Amerika, Asien, Afrika, Mellemøsten og det øvrige Europa. De øvrige eksportmarkeder udgør 38,03% af den samlede koncernomsætning ved Harboes, hvilket gør disse markeder til de største markeder i koncernen. Dog skal det bemærkes at eksportmarkederne dækker over flere lande som er samlet i en klump, hvorimod det danske og det tyske marked er væsentlig større hvis man kigger individuelt på landene.

Væksten i omsætningen på disse markeder udgjorde fra 2021/22 til 2022/23 15,63%, hvilket er en endnu større stigning end der har været på det tyske marked. Harboes nævner selv i deres årsrapport at væksten ikke har været som ønsket på eksportmarkederne, og at de fremover vil forsøge at øge væksten på markederne med en systematisk indsats for at positionere deres private label produkter på markederne. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23, s. 5)

Denne indsats forventes at give et afkast over de kommende budgetår, hvorfor der i den budgetterede omsætning for eksportmarkederne er indlagt en stigning på 8% i de første tre år, med et gradvist fald på 2 procentpoint over de sidste 2 budgetår. Det skal dog bemærkes at konkurrencen internationalt er større end på det danske marked, hvorfor der ligeledes må antages at være en nødvendighed for selskabet at fokusere på substituerende varer samt differentierede varer for at ramme så bred en målgruppe som muligt.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Eksport							
Omsætning	616.562	665.887	719.158	776.691	831.059	880.922	924.969
Budgetteret vækst i %		8%	8%	8%	7%	6%	5%

Figur 14 - Eksportmarkeder (selv udarbejdet)

Samlede budgetterede omsætningsudvikling

For den samlede budgetterede omsætningsudvikling, vist nedenfor i figur 15, ses det, hvordan den forventede omsætning vil udvikle sig, med en forventet omsætningsvækst mellem 3,83% og 6,40%. Samtidig ses det, at den højeste procentvise stigning sker i år 1 i budgetperioden, altså år 2023/24. Dette på baggrund af den hidtidige udvikling i forgange år i de tre hovedmarkeder, samt de strategiske tiltag som Harboes har udført.

Denne forventede udvikling stemmer meget godt overens med Harboes egne mål, om forventet omsætningsvækst, dette er dog fundet i forrige års årsrapport (Harboes Bryggeri årsrapport

2021/22 s.13), hvor det er beskrevet at man forventer en gennemsnitlig vækst mellem 3% til 5% i omsætningen frem mod 2027/28.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
I alt							
Omsætning	1.621.065	1.724.893	1.825.059	1.931.588	2.025.603	2.111.303	2.192.260
Budgetteret vækst i %		6,40%	5,81%	5,84%	4,87%	4,23%	3,83%

Figur 15 - Budgetteret omsætningsudvikling (selv udarbejdet)

Omkostningsbudgettering

I de ovenstående budgetter er der udelukkende fokuseret på omsætningen, og dennes vækst i den fremtidige periode. I dette afsnit vil der blive analyseret nærmere på de omkostninger, der medfølger væksten i omsætningen. Denne analyse er essentiel at medtage i budgetteringen, da denne er lige så stor en del af fremtiden for selskabet som omsætningen er. I dette afsnit vil der blive fokuseret på vareforbruget, salgs- og distributionsomkostninger, administrationsomkostninger, driftsindtægter samt driftsomkostningerne. Til budgettering af de fremtidige omkostninger benyttes common size-modellen samt en simpel omkostningsallokering af de budgetterede omkostninger.

Omsætning					
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Harboes Bryggeri A/S	1.369.695 kr.	1.379.873 kr.	1.328.184 kr.	1.419.353 kr.	1.621.066 kr.
T.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
Vareforbrug	1.027.320	1.046.256	1.027.224	1.088.185	1.281.688
Salgs- og distributionsomk.	197.783	203.548	153.647	188.365	200.870
Administrationsomk.	49.080	55.137	49.570	51.946	60.115
Andre driftsindtægter	14.957	12.255	13.323	10.802	10.811
Andre driftsomk.	3.246	8.994	3.280	2.783	4.089

Figur 16 - Omkostningsbudgettering (selv udarbejdet)

Common size-modellen belyser hvor stor en andel af den samlede omsætning de enkelte omkostningsposter udgør. Common size-modellen er nyttig at bruge som analyseredskab, da den belyser den procentvise andel af omsætningen, hvorfor der i hele analyseperioden tages højde for den enkelte omsætning og de enkelte omkostninger i hvert år. Common size-modellen er nyttig for selskabet at benytte, da de mere overskueligt kan belyse, hvilke omkostninger der udgør den væsentligste andel samt hvor de bør holde fokus. Ligeledes kan modellen belyse om nogle af omkostningerne er steget væsentligt i forhold til omsætningen i de enkelte analyseår.

Common size analyse

T.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	GNS
Vareforbrug	75,00%	75,82%	77,34%	76,67%	79,06%	76,78%
Salgs- og distributionsomk.	14,44%	14,75%	11,57%	13,27%	12,39%	13,28%
Administrationsomk.	3,58%	4,00%	3,73%	3,66%	3,71%	3,74%
Andre driftsindtægter	1,09%	0,89%	1,00%	0,76%	0,67%	0,88%
Andre driftsomk.	0,24%	0,65%	0,25%	0,20%	0,25%	0,32%

Figur 17 - Common size analyse (selv udarbejdet)

Budgettering af de fremtidige omkostninger, som analyseret ovenfor, sker på baggrund af det beregnede gennemsnit af analyseperioden. Gennemsnittet for analyseperioden på 5 år, giver et billede af, hvad der er forventeligt i de kommende år, da omkostningerne har lagt stabilt gennem analyseperioden. Dog er der tale om et budget og forventninger, hvorfor dette kan ændres, dog er det et rimeligt udgangspunkt at tage, da gennemsnittet er lavet på baggrund af realiserede år. Gennemsnittet viser at vareforbruget med stor sandsynlighed vil udgøre 76,78% af den samlede omsætning, salgs-og distributionsomkostninger vil sandsynligvis udgøre 13,28%, administrationsomkostninger vil sandsynligvis udgøre 3,74% af den samlede omsætning, andre driftsindtægter vil sandsynligvis udgøre 0,88% og andre driftsomkostninger vil sandsynligvis udgøre 0,32% af den samlede omsætning i budgetperioden. Den budgetterede stigning i omkostningerne er belyst i figur 18 nedenfor, her ses hvilken udvikling alle omkostningerne vil have gennem budgetperioden.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
I alt							
Omsætning	1.621.066	1.724.893	1.825.059	1.931.588	2.025.603	2.111.303	2.192.260
Budgetteret vækst i %		6,40%	5,81%	5,84%	4,87%	4,23%	3,83%
T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Vareforbrug	1.281.688	1.324.369	1.401.276	1.483.069	1.555.253	1.621.054	1.683.213
Salgs- og distributionsomk.	200.870	229.141	242.447	256.599	269.088	280.473	291.228
Administrationsomk.	60.115	64.440	68.182	72.162	75.674	78.876	81.900
Andre driftsindtægter	10.811	15.218	16.101	17.041	17.871	18.627	19.341
Andre driftsomk.	4.089	5.465	5.782	6.119	6.417	6.689	6.945

Figur 18 - Budgetteret omkostningsfordeling (selv udarbejdet)

I figur 18 ses det, at selskabets omkostninger gennem hele analyseperioden ligger på et jævnt niveau. Ingen af omkostningerne stiger eller falder voldsomt gennem perioden, hvorfor selskabet med stor sandsynlighed kontrollerer disse omkostninger efter bedste evne, og holder et vågent øje med udviklingen af omkostningerne.

Budgettering Netcapex

Harboes har allerede været i gang med at investere i deres produktionsmaskiner og faciliteter, (Harboes Bryggeris årsrapport 2022/23 s. 8), og samtidig nævner de at de fortsat indenfor den næste årrække vil investere yderligere heri.

T.DKK	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Anlægsaktiver (Primo)	653.619	622.801	602.389	614.241	654.979	656.388	632.671
+ Investeringer	57.261	85.892	120.248	156.323	117.242	87.931	65.949
- Afskrivninger	88.079	106.304	108.396	115.585	115.833	111.648	104.793
Ultimo	622.801	602.389	614.241	654.979	656.388	632.671	593.827

Figur 19 - Budgetteret Netcapex (selv udarbejdet)

I ovenstående figur 19, budgetter vi med 50% investerings stigning i første budgetår, 40% i det andet år, 30% i det tredje. Efter det tredje år forventer vi, at perioden med større investeringer stopper, og derfor vil der fra det fjerde år være et fald i investeringerne på 25%.

I forhold til afskrivningerne budgetteres der med at de holder cirka den samme udvikling som i hele analyseperioden, altså godt og vel 15% hvert år. Dette er også taget ud fra betragtning om at det vurderes for sandsynligt at Harboes også har nogle aktiver som allerede er færdigafskrevet og derfor bliver erstattet i afskrivningsgrundlaget af de nye investerede aktiver.

EBIT-margin

T.DKK	Budgetteret resultatopgørelse						
	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2025/26 B	2026/27B	Terminalår
Omsætning	1.621.066	1.724.893	1.825.059	1.931.588	2.025.603	2.111.303	2.192.260
- Vareforbrug	1.281.688	1.324.369	1.401.276	1.483.069	1.555.253	1.621.054	1.683.213
Dækningsbidrag	339.378	400.524	423.783	448.519	470.350	490.249	509.048
- Salgs- og distributionsomk	200.870	229.141	242.447	256.599	269.088	280.473	291.228
- Administrationsomk.	60.115	64.440	68.182	72.162	75.674	78.876	81.900
+ Andre driftsindtægter	10.811	15.218	16.101	17.041	17.871	18.627	19.341
- Andre driftsomkostninger	4.089	5.465	5.782	6.119	6.417	6.689	6.945
EBITDA	85.115	116.696	123.473	130.680	137.040	142.838	148.315
- Afskrivninger	88.079	106.304	108.396	115.585	115.833	111.648	104.793
Resultat af primær drift (EBIT)	-2.964	10.392	15.077	15.095	21.207	31.190	43.522
EBIT% (overskudsgrad)	-0,18%	0,60%	0,83%	0,78%	1,05%	1,48%	1,99%
- Nettofinansieringsomk.	6.058	6.785	7.599	8.511	9.277	9.648	10.034
Resultat før skat (EBT)	-9.022	3.607	7.478	6.584	11.930	21.542	33.488
- Skat	-4.683	1.082	2.243	1.975	3.579	6.463	10.046
Resultat efter skat (EAT)	-4.339	2.525	5.235	4.609	8.351	15.080	23.442

Figur 20 - Budgetteret resultatopgørelse (selv udarbejdet)

I Harboes årsrapport (Harboes Bryggeri A/S årsrapport s. 19-20), fremgår deres egne forventninger til kommende regnskabsår, og her er det tydeligt at der er nogle ting som vil påvirke driften fremadrettet og som derfor også gør at der er en vis usikkerhed for fremtiden. For eksempel kan det nævnes, at råvarepriserne fortsat ligger på et højere niveau, dog er man stadig i forhandlinger omkring at få implementeret de sidste stigninger på salgspriser, således

at tingene følges ad. Derudover er der fortsat risici forbundet med krigen i Ukraine, som kan have store konsekvenser.

Dog har Harboes selv fokus på indtjeningen som det fremgår af årsrapporten, mens de samtidig har fokus på at styrke deres organisation i forhold til deres omkostninger til salgs- og distributionsomkostninger samt at der bliver brugt en del midler på investeringer til produktionen. Derfor vil der blive budgetteret i analyseperioden med en EBIT% på 0,6% det første år og derefter vil den være stødt stigende, dog ikke i år 2025/26, hvor der vil være en marginal tilbagegang i budgetperioden.

Budgetteret nettofinansieringsomkostninger

I den seneste årsrapport nævner selskabet ikke noget om forventninger til de kommende nettofinansieringsomkostninger, der er derfor lavet et estimat af disse ud fra den betragtning at selskabet fokuserer på nye investeringer i de kommende år. Når selskabet ikke deler deres egne forventninger til udviklingen af nettofinansieringsomkostningerne, er disse dannet ud fra den overbevisning, at investeringerne vil medføre højere udgifter og gæld. I regnskabsanalysen blev det konkluderet at selskabets investeringsstrategi er konservativ, og at de derfor finansierer størstedelen af deres gæld langfristet og med deres egenkapital. Denne konklusion tager vi udgangspunkt i at selskabet følger i de kommende budgetår. De større investeringer selskabet ønsker at lave er indenfor den nærmeste fremtid, særligt vil selskabet investere meget i indeværende regnskabsår. Selskabet forventer store investeringer blandt andet i nye solcelleanlæg, hvilket er en bekostelig investering. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23) På baggrund af disse store investeringer forventer vi en stigning i selskabets nettofinansieringsomkostninger, der budgetteres derfor med en stigning i omkostningerne på 12% de første 3 år, i år 4 forventes disse at stige med 9% og i år 5 forventes nettofinansieringsomkostninger at stige med 4%, hvilket også er tendensen fremadrettet. Den procentvise stigning er vist i figur 20, der viser udviklingen i nettofinansieringsomkostningerne.

Skattesats

Da Harboes Bryggeri A/S er en stor koncern, med aktiviteter i mange forskellige lande, vil det ikke skabe det mest retvisende billede at budgettere med en skattesats på 22%, hvilket er svarende til den danske skattesats. Dette skyldes, at der i de forskellige lande, hvor Harboes Bryggeri A/S har deres aktiviteter, er forskellige skattesatser. For at give det mest retvisende

billede, budgetteres der derfor med en skattesats på 30% af EBT. Dette gøres for at tage højde for udsving i skattesatsen nationalt og internationalt. Skattesatsen udvikling gennem budgetperioden, er vist i figur 20, hvor skattesatsen på 30% er lagt ind i budgetårene.

Budgetteret WCR

Der er flere faktorer der gør sig gældende, når den budgetterede udvikling i WCR skal beregnes. Disse er debitorer, kreditorer, lagre, periodeafgrænsningsposter og øvrig gæld, der ikke er rentebærende.

I analyseperioden budgetteres der med en stigning på 5,5% for debitorer og kreditorer i hvert af analyseperiodens år, dette vurderes at være retvisende på baggrund af den budgetterede stigning i omsætningens samt vare forbruget.

Dette er på baggrund af, at man må forvente at en stigende omsætning også vil betyde større tilgodehavender hos debitorer, og lige så ved kreditorerne, at når der omsættes mere, så skal der også produceres mere, hvilket medfører større indkøb ved kreditorerne.

Det næste punkt er lageret, og her budgetteres der med en stigning på 3%. Dette skyldes igen, den større omsætning som påvirker produktionen, som derfor også gør der skal være med på lager således der altid er råvarer til produktionen.

Der forventes ikke større ændring i periodeafgrænsningsposterne, hvorfor der her budgetteres med en stigning på 1% i perioden. Det sidste punkt er øvrig gæld, og her budgetteres der med en stigning på 3%, dette fordi der på grund af stigningen i omsætning er større end stigningen på omkostningerne, hvilket vil medføre større momsafregning, og derfor større gæld.

Nedenfor ses det i figur 21 at der samlet set vil være en stigning i WCR hvert år.

TDKK	Specifikation af WCR						
	2022/23 R	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28B	Terminalår
+ Debitor	355.541	375.096	395.726	417.491	440.453	464.678	490.235
- Kreditor	145.121	153.103	161.523	170.407	179.779	189.667	200.099
+ Lagre	205.368	211.529	217.875	224.411	231.143	238.078	245.220
+ Periodeafgrænsningsposter	6.572	6.638	6.704	6.771	6.839	6.907	6.976
- Øvrig gæld (ikke rentebærende)	122.641	126.320	130.110	134.013	138.034	142.175	146.440
WCR i alt	299.719	313.840	328.672	344.253	360.622	377.821	395.893

Figur 21 - Budgetteret WCR (selv udarbejdet)

Værdiansættelse grundlag

Det næste, der vil være fokus på i dette projekt, er den egentlige værdiansættelse af selskabet. Dette gøres for at belyse om den beregnede værdiansættelse ud fra dette projekt er tilsvarende den aktuelle værdiansættelse. Værdiansættelsen laves for at besvare projektets problemformulering, som lyder således; Hvad er den teoretiske værdiansættelse ud fra DCF-

modellen af Harboes Bryggeri A/S pr. 30.04.2024, samt hvilken betydning har det for værdiansættelsen taget Corporate Governance i betragtning?

Værdiansættelsen laves ud fra de tidligere analyser i projektet, den strategiske analyse, konkurrentanalysen, Corporate Governance-analysen, regnskabsanalysen samt de budgetterede regnskabstal. Budgetteringen i tidligere afsnit fungerer som overgangen mellem de tidligere teoretiske analyser og den kommende værdiansættelse af selskabet. Værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S vil tage udgangspunkt i DCF modellen, også kaldet Discounted Cash Flow modellen. Der findes dog andre typer af værdiansættelsesmodeller, blandt andet EVA-modellen, Dividendmodellen, Residualindkomstmodellen og Simple værdiansættelse. Da det er Discounted Cash Flow modellen, vi primært har haft fokus på under undervisningen, samt at dette er den mest brugte værdiansættelsesmetode, er det denne model vi har valgt at benytte til dette projekt. (Skat.dk)

Fastlæggelse af WACC

Det første punkt i vores værdiansættelse er WACC, hvilket er Harboes vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Det, vores WACC fastsætter, er, hvilket minimumsafkast der kræves af Harboes for at opfylde de forventninger som investorerne måtte have.

Til at lave beregningen af WACC, benytter vi nedenstående formel.

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

Følgende vises hvad de enkelte dele i formlen udgør:

- k_E : Omkostninger ved finansiering gennem egenkapital
- k_D : Omkostninger ved finansiering gennem fremmedkapital
- E : Egenkapitalfinansiering
- T_C : Den effektive skatteprocent
- D : Gældsfinansiering

For beregningen af WACC skal der fastsættes en række parametre til ovenfor viste formel, for at gøre beregningen så valid som muligt. De vil blive vist en for en nedenfor.

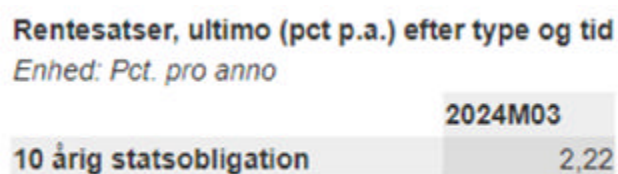
Beta værdi

Betaværdien er et udtryk for den kursfølsomhed, eller risiko der er forbundet med at investere i en aktie. Betaværdien er et udtryk der belyser om en aktie er mere eller mindre eller lige så

kursfølsom som markedet. Hvis Beta værdien overstiger 1, vil dette kunne oversættes til at aktien er mere kursfølsom end markedet. Hvis betaværdien derimod er mindre end 1, vil dette kunne oversættes til at beta værdien er mindre kursfølsom end markedet. Afslutningsvis, hvis betaværdien er lig med 1, er Beta værdien lige så kursfølsom som markedet. Jf. Bilag 1, ses det at Harboes Bryggeri A/S Beta værdi er lig med 0,59%. Denne Beta værdi er rimelig tilsvarende de to konkurrenter, selskabet tidligere i projektet er blevet sammenlignet med. Royal Unibrew har jf. bilag 2, en Beta værdi på 0,52% (Yahoo Finance, 2024) og Carlsberg har jf. bilag 3, en Beta værdi på 0,56%. (Yahoo Finance, 2024) Dette betyder at alle tre selskaber er mindre kursfølsomme end markedet. Da Beta værdien for Harboes Bryggeri A/S er tilsvarende de to konkurrenter på markedet, anses denne Beta værdi på 0,59% at være retvisende, og vil derfor blive brugt i den videre analyse af værdiansættelsen.

Den risikofri rente

Når der laves værdiansættelse ud fra Discounted Cash Flow modellen, benyttes der typisk en 10-årig dansk statsobligation til at fastsætte den risikofri rente. Denne rentesats benyttes ligeledes i dette projekt, da det er forventeligt at selskabet vil foretage deres risikofrie investeringer i det land, selskabet har hovedsæde, samt på et marked de kender godt. Dette vurderes at være det danske marked i dette tilfælde, hvorfor der er taget udgangspunkt i denne rentesats, i stedet for et gennemsnit af flere landes statsobligationer. Den risikofri rente er på baggrund af dette, fastsat til 2,22 jf. figur 22 fra Danmarks Statistik, marts 2024.



Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid	
Enhed: Pct. pro anno	
	2024M03
10 årig statsobligation	2,22

Figur 22 - 10-årig dansk statsobligation rentesats (Danmarksstatistik.dk)

Markedets risikofri præmie

Markedspræmien, som også er et udtryk for det afkast, man forventer ved en investering i aktiemarkedet i stedet for i statsobligationer. Markedsrisikopræmien er jf. SKAT fastsat til et niveau svarende til 4,5%. Fastsættelsen på 4,5% bunder i at markedets risikofri præmie i en årrække har lagt på et niveau mellem 4-5%, samt at skattestyrelsen anbefaler at selskaber benytter en sats på 4,5%. (Skat.dk)

Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav er et nøgletal, der beregnes på baggrund af Beta værdien, den risikofri rente og markedets risikofri præmie. Ejernes afkastkrav beregnes ved at gange Beta værdien med markedets risikofri præmie og afslutningsvis ligger den risikofri rente til. Ejernes afkastkrav bliver på baggrund af dette lig med;

$$0,59 * 4,5 + 2,22\% = 4,88\%$$

Effektiv skatteprocent

Vedrørende den effektive skatteprocent for Harboes, vil det oplagte være at fastsætte den til 22%, som er skattesatsen herhjemme i Danmark, men som beskrevet tidligere i budgetteringsafsnittet, befinder Harboes sig på mange forskellige salgsmarkeder rundt om i verden. Derfor fastsættes den effektive skatteprocent til 30%, som den også gjorde i budgetteringen, da vi vurderer dette til at være mest retvisende.

Gennemsnitlig gældsrente

For at beregne den gennemsnitlige gældsrente, tages der udgangspunkt i Harboes rentebærende gæld i Harboes seneste regnskab (Harboes årsrapport 2022/23 s. 78). Vi benytter her finansieringsomkostningerne i 2022/23, hvilket fremgår af resultatopgørelsen til analyseformål i regnskabsanalysen, som vi dividerer med Harboes gennemsnitlige rentebærende gæld for 2022/23.

Nettofinansieringsomkostninger: 6.058

Rentebærende gæld: $(198.500 + 82.900)/2 = 4,31\%$

Beregning: $6.058 / (198.500 + 82.900)/2 = 4,31\%$

Fastlæggelse af kapitalstrukturen

Det sidste punkt for at WACC kan beregnes, er beregning af KE og KD. KE og KD er omkostninger, som er finansieret gennem egenkapital og fremmedkapital, hvilket også kan kaldes selve kapitalstrukturen af egenkapital og gæld. Disse to beregnes ud fra vores managerial balance sheet i regnskabsanalysen, og ser således ud:

Kapitalstruktur egenkapital = $\text{Egenkapital} / \text{Balancesum} = 676.634 / 931.885 = 0,73 = 73\%$

Kapitalstruktur gæld = Gæld / Balancesum = 255.251 / 931.885 = 0,27 = 27%

Beregning af WACC

Alle delelementer af formelen for at kunne beregne WACC er nu beregnet, hvilket leder hen mod en faktisk beregning af WACC. Beregningen af WACC er lavet ud fra følgende formel;

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

WACC = 73% * 4,88% + 4,31% * (1 - 30%) * 27% = 4,38%

Frie Cash Flow

Det næste punkt der skal fokuseres på, inden vi kan fastslå en beregnet værdiansættelse af selskabet, er det frie Cash Flow. Det frie Cash Flow er et nøgletal der viser over for selskabet og dets interessenter, hvilket Cash Flow der genereres ud fra selskabets investerede kapital, uden at dette påvirkes af selskabets gældsstruktur.

Det frie Cash Flow beregnes ud fra følgende formel;

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

Med denne formel og de øvrige beregninger ovenfor, er det nu muligt at beregne det budgetterede frie Cash Flow for Harboes Bryggeri A/S i de kommende år. Beregningen af dette er vist nedenfor i figur 23.

TDDK	Det frie Cash Flow					
	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28B	Terminalår
EBIT	10.392	15.077	15.095	21.207	31.190	43.522
Skatteprocent	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
EBIT*(1-tax)	7.275	10.554	10.567	14.845	21.833	30.466
+ Afskrivninger	106.304	108.396	115.585	115.833	111.648	104.793
- Investeringer	85.892	120.248	156.323	117.242	87.931	65.949
- Ændring i WCR	14.121	14.832	15.581	16.369	17.199	18.072
Det frie Cash Flow	13.566	-16.131	-45.752	-2.933	28.351	51.238

Figur 23 - Budgetteret frie Cashs Flow (selv udarbejdet)

Som vist i figur 23 vil selskabet generere et positivt cash flow i 2 af de 5 budgetår samt i terminalperioden. Dette vil ligeledes sige at selskabet genererer et negativt cash flow i 3 af de 5 budgetår. De negative cash flow år skyldes i særdeleshed det øgede fokus på investeringer, disse er som nævnt tidligere budgetteret med en større stigning, da selskabet i deres årsrapport nævner, at det særligt er ved investeringer deres fokus ligger. Disse investeringer er bekostelige

i de første år, men på sigt, hvilket ses i terminalåret, vil disse kunne give et stort positivt cash flow for selskabet og dets interessenter.

For at kunne bruge det frie cash flow i DCF-modellen og derved komme frem til en værdiansættelse af selskabet, er det en nødvendighed at tilbagediskontere nutidsværdien af det frie cash flow for budgetperioden. Tilbagediskonteringen af nutidsværdien, vil blive gennemgået i det kommende afsnit.

Terminalværdien

Terminalperioden, som er, vist flere gange i de ovenstående budgetterede beregninger, er et udtryk for den fremtidige periode efter endt budgettering. Denne periode fortsætter i al uendelighed efter budgetperioden. Terminalåret er i forbindelse med dette projekt år 2028/29, hvorfor det vil være dette år vi benytter til at beregne terminalværdien. Terminalværdien er ligeledes de tidligere beregnede nøgletal essentiel at beregne for at kunne lave DCF-modellen. Terminalværdien beregnes ud fra følgende formel;

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

For at kunne benytte formlen ovenfor, skal vi bruge nogle af de tidligere beregnede værdier. Den første værdi der skal benyttes, er værdien for Cash flowets terminal år, denne værdi er beregnet i figur 23 til 51.238 t. DKK. Den næste værdi, der skal benyttes til udregningen, er WACC. Værdien af WACC er som tidligere beregnet 4,38%. Afslutningsvis, for at kunne beregne terminalværdien, skal vi benytte værdien af det, der i formlen vises som g. G er et udtryk for terminalvæksten, altså hvilket vækst forventes det at terminalværdien har i de kommende år efter budgetperioden.

En fastsættelse af terminalvæksten kan være svær at forudse, særligt for et selskab som Harboe, som tidligere har haft problemer internt og med deres interessenter. Terminalvæksten har vi valgt at fastsætte til 2%, da dette er et fornuftigt niveau efter en stor vækst i de budgetterede år. Den budgetterede vækst forventes ikke at holde samme niveau i al uendelighed, hvorfor der ved terminalvæksten er skruet ned for forventningerne. Ligeledes er der ved fastlæggelse af terminalvæksten taget højde for den fremtidige inflation, hvilket den Europæiske Centralbank har spået til 2% på mellemlang sigt. (Ecb.europa.eu)

Nu hvor alle tre værdier er fastlagt, er det nu muligt at beregne terminalvæksten, eller g som det vises i formlen ovenfor. Terminalvæksten beregnes som følgende;

$$\text{Terminalvækst (g)} = 51.238 / (4,38\% - 2\%) = 2.152.857$$

Det er den beregnede terminalvækst (g) på 2.152.857 t. DKK der skal tilbagediskonteres til nutidsværdi. Tilbagediskonteringen sker ved at gange den beregnede terminalværdi med $1 + \text{WACC}$ opløftet i antallet af budgetår. Formlen for denne beregning ser ud således;

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

$$2.152.857 * (1 + 4,38\%)^{-5} = 1.737.516$$

Ved at sætte de tidligere beregnede tal ind i formlen, beregnes nutidsværdien af terminalværdien op t.DKK 1.737.516.

Det næste skridt i udregningen vil være at tilbagediskontere det frie cash flow til nutidsværdien. Denne beregning sker ved brug af følgende formel;

$$\begin{aligned} NPV FCF &= (FCF_{2023/24} B / (1 + WACC)^1) = (FCF_{2024/25} B / (1 + WACC)^2) = \\ &= (FCF_{2025/26} B / (1 + WACC)^3) = (FCF_{2026/27} B / (1 + WACC)^4) = (FCF_{2027/28} B / \\ &= (1 + WACC)^5) \end{aligned}$$

Når vi sætter de beregnede tal ovenfor ind i den tidligere formel, vil beregningen af nutidsværdien for terminalværdien se ud således;

$$\begin{aligned} NPV FCF &= (13.566 / (1 + 4,38\%)^1) = (-16.131 / (1 + 4,38\%)^2) = \\ &= (-45.752 / (1 + 4,38\%)^3) = (-2.933 / (1 + 4,38\%)^4) = (28.351 / (1 + 4,38\%)^5) = -21.629 \end{aligned}$$

På baggrund af formlen ovenfor anslås det at nutidsværdien for terminalværdien er = - 21.629 t. DKK

DCF-modellen

Som nævnt flere gange tidligere, er den model der er valgt i dette projekt til værdiansættelse af selskabet DCF-modellen. Denne model er vist i figur 24 nedenfor, her ses den teoretiske beregning af værdiansættelsen, sammenholdt med den aktuelle kursværdi for aktierne i selskabet.

DCF-modellen						
TDKK	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28B	Terminalår
Omsætning - vækst	6,40%	5,81%	5,84%	4,87%	4,23%	3,83%
EBIT %	0,60%	0,83%	0,78%	1,05%	1,48%	1,99%
WCR	313.840	328.672	344.253	360.622	377.821	395.893
Delta WCR	14.121	14.832	15.581	16.369	17.199	18.072
Tax effect ratio	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Investeringer	85.892	120.248	156.323	117.242	87.931	65.949
Afskrivninger	106.304	108.396	115.585	115.833	111.648	104.793
Det frie Cash Flow						
TDKK	2023/24 B	2024/25 B	2025/26 B	2026/27 B	2027/28B	Terminalår
EBIT	10.392	15.077	15.095	21.207	31.190	43.522
EBIT* (1-tax)	7.275	10.554	10.567	14.845	21.833	30.466
+ Afskrivninger	106.304	108.396	115.585	115.833	111.648	104.793
- Investeringer	85.892	120.248	156.323	117.242	87.931	65.949
- Ændring i WCR	14.121	14.832	15.581	16.369	17.199	18.072
Det frie Cash Flow	13.566	-16.131	-45.752	-2.933	28.351	51.238
Terminalværdi	2.152.857					
NPV af det frie cash flow	-21.629					
NPV af terminalværdi	1.737.516					
NPV i alt (Enterprise value)	1.715.887					
+ Likvider	9.365					
- Gæld	255.251					
Værdi af egenkapital	1.470.001					
Egenkapital omregnet fra TDKK til DKK	1.470.001.000					
Antal aktier	4.222.658					
Værdi pr. aktie	348					
Aktuel kursværdi pr. 30.04.2023	74	jf. bilag 4				

Figur 24 - Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S ud fra DCF-modellen (selv udarbejdet)

DCF-modellen er bygget op på den måde, at modellen først belyser omsætningsvæksten, som tidligere er beregnet i projektet. Dernæst vises EBIT%, WCR, Delta WCR, Tax effect ratio, investeringerne og afskrivningerne, disse nøgletal er ligeledes beregnet i tidligere afsnit.

Dernæst belyses det frie cash flow, denne beregning er ligeledes nøgletallene ovenfor beskrevet med dybdegående afsnit.

Næste punkt i modellen er terminalværdien, nutidsværdien af det frie cash flow og nutidsværdien af terminalværdien, disse nøgletal er ligeledes beregnet og forklaret i tidligere afsnit. Nutidsværdien af det frie cash flow og nutidsværdien af terminalværdien giver sammenlagt en enterprise value på 1.715.887 t. DKK. Denne værdi bruges videre i modellen, tillagt likvider og fratrasket gæld til at beregne værdien af egenkapitalen. Værdien af egenkapitalen beregnes endvidere til den fulde værdi af egenkapitalen. Når værdien af egenkapitalen kendes, er det muligt at dividere denne ud med antallet af aktier, antallet af aktier nævnes i Harboes årsrapport for 2022/23. (Harboes Bryggeri A/S årsrapport 2022/23, s. 39)

Når disse værdier kendes, er det muligt at beregne den teoretiske værdi af aktien. Den teoretiske værdi af aktien er på baggrund af ovenstående beregninger 348 kr.

Den beregnede værdi af aktiekursen på 348 kr. er en væsentligt højere værdi end den aktuelle aktiekurs på 74 kr. (Børsen.dk)

Den store forskel mellem den teoretiske aktiekurs og den aktuelle aktiekurs, kan teoretisk forklares med at aktien er undervurderet, dog er dette uden at der tages højde for de øvrige påvirkninger den aktuelle aktiekurs påvirkes af. Den aktuelle aktiekurs er, som nævnt tidligere, i høj grad påvirket af mediernes omtale af selskabet, ledelsens postyr, interessenternes mistillid og selskabets forhold til corporate governance. Særligt Bernhard Grieses tidligere investeringer har givet selskabet et dårligt ry, hvilket har presset aktiekursen under det niveau den teoretisk bør ligge på. Denne påstand om dårlig ledelse underbygges ved den negative nutidsværdi i det frie cash flow. Denne værdi er et udtryk for, at der er forhold i selskabet, der bør tages et ekstra kig på. Dog som nævnt i tidligere afsnit, ser denne tendens ud til at vende i første kvartal af 2024, hvor aktiekursen for selskabet har fået et væsentligt ryk op i pris.

Kritik af modellen

Som tidligere nævnt er DCF-modellen den mest almindelige og mest anvendte model til at beregne den teoretiske værdiansættelse af Harboes. Dog betyder dette ikke, at der ikke er risiko forbundet ved anvendelsen af modellen, da man anvender en del forskellige parametre i modellen. De fleste parametre bliver fastsat på antagelser, hvilket er helt naturligt, i og med at det er en ekstern part, der laver værdiansættelsen. Lige så er der flere besværlige dele i DCF-modellen, som for eksempel kan være den generelle fremtidige vækst for virksomheden samt for markedet i helhed. Dette gør at der blot ved små fejl i vækstraterne, vil kunne medføre store ændringer i værdiansættelsen. Denne usikkerhed, der er ved DCF-modellen, vil vi desuden belyse i det kommende afsnit omkring følsomhedsanalyse.

Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen er lavet med det formål at belyse de usikkerheder der forekommer ved DCF-modellen. Følsomhedsanalysen er lavet med det formål at belyse ændringen i værdien af egenkapitalen, ved ændring i det frie cash flow og WACC. Der er taget udgangspunkt i disse to værdier, da der medfølger en risiko ved udregning af disse. Begge værdier er beregnet på baggrund af en del skøn og forventninger til fremtiden. Både det frie cash flow og WACC har en indflydelse på den beregnede værdiansættelse i DCF-modellen, hvorfor det er relevant at vise hvordan en udvikling i disse nøgletal, kan påvirke den teoretiske værdiansættelse af aktien. I DCF-modellen beregnet ovenfor er der taget udgangspunkt i det

beregnete cash flow som vist tidligere samt den beregnede WACC på 4,38% vist tidligere, resultatet af disse værdier er fremhævet med fed skrift i figur 25.

TDKK	Ændring i frit cash-flow (%)							
		2,00%	1,00%	0,50%	0,00%	-0,50%	-1,00%	-2,00%
WACC	3,38%	2.938.970	2.907.746	2.892.134	2.876.522	2.860.910	2.845.298	2.814.074
	4,38%	1.504.318	1.487.160	1.478.580	1.470.001	1.461.421	1.452.842	1.435.683
	5,38%	922.206	910.754	905.028	899.302	893.576	887.850	876.398
	6,38%	608.535	600.158	595.970	591.782	587.593	583.405	575.028
	7,38%	413.490	407.026	403.793	400.561	397.329	394.097	387.632

Figur 25 - Følsomhedsanalyse (selv udarbejdet)

I figur 25 vises udviklingen af egenkapitalens værdi, hvis der ændres på de førnævnte værdier. Det ses i figur 25, at hvis det frie cash flow stiger, og WACC forbliver på 4,38%, vil værdien af selskabets egenkapital forbedres. Ligeledes hvis det frie cash flow falder, men WACC forbliver det samme, så vil værdien af egenkapitalen falde.

Hvis der i stedet ikke er en udvikling i det frie cash flow, med WACC derimod stiger, vil vi se en negativ udvikling i vores værdi af egenkapitalen. Hvis vores frie cash flow stadig forbliver det samme, men WACC falder, vil vi se en væsentlig stigning i vores værdi af egenkapitalen.

Følsomhedsanalysen bidrager med en forståelse for, hvor følsom DCF-modellen er. Der skal ikke ske store ændringer i nøgleværdierne før vores værdi af egenkapitalen ændres væsentligt. Det kan derfor konkluderes at udarbejdelsen af DCF-modellen sker på baggrund af usikkerheder, hvilket gør at den teoretiske værdi beregnet for selskabet er usikker. Usikkerheden skyldes som nævnt, de antagelser og forventninger, der er beskrevet tidligere i opgaven.

Delkonklusion

I foregående afsnit er Harboes Bryggeri teoretiske værdiansættelse blevet beregnet, med udgangspunkt i DCF-modellen. Beregningen viste en teoretisk værdiansættelse på 348 kr. pr. aktie, hvilket er en væsentlig forskel i forhold til den aktuelle aktiekurs på 74 kr. pr. 30. april 2023. Der skal i sammenligningen mellem den teoretiske værdi og den aktuelle værdi tages højde for, at den teoretiske værdi er beregnet på baggrund af budgetter, der er dannet på baggrund af forudsætninger og forventninger. Der er derfor en vis usikkerhed i forhold til den beregnede værdi af aktien. Den teoretiske værdiansættelse indeholder som sagt en risiko for fejlvurderinger, da denne er fastsat af forventninger. Det er derfor ikke nødvendigvis denne

værdi, der er den retvisende for selskabet. Der er ligeledes flere faktorer der påvirker den aktuelle værdi på aktiemarkedet, blandt andet mediernes omtale af selskabet, ledelsens beslutninger og aktionærernes syn på selskabet. Som nævnt tidligere kan interessenternes syn på selskabet og deres tillid til ledelsen, spille en stor rolle i den aktuelle værdi af aktien i selskabet. Da aktionærerne i flere omgange har kritiseret ledelsen, og ledelsen flere gange har foretaget urentable investeringer, kan dette have en afgørende rolle for den undervurdering, den teoretiske værdiansættelse viser i afsnittet ovenfor.

Konklusion

Efter udarbejdelse af analyser og beregninger for Harboes Bryggeri A/S og bryggeribranchen, kan det konkluderes at bryggeribranchen er i vækst. Branchen er fra 2013 til 2022 vokset fra 143 bryggerier til 261 bryggerier. For at identificere hvordan Harboes Bryggeri A/S påvirkes i denne branche, har vi udarbejdet en strategisk analyse, hvor der ses nærmere på de interne og eksterne faktorer, der påvirker selskabet. På baggrund af den strategiske analyse kan det konkluderes, at Harboe påvirkes af forskellige eksterne forhold såsom prisstigninger på f.eks. råvarer, skatter og afgifter, politiske tiltag, lovgivninger samt ændrede tendenser hos forbrugerne, hvor der gennem de seneste år har været et øget fokus på sukkerfrie og alkoholfrie produkter. På baggrund af disse ændrede tendenser, samt at Harboes Bryggeri A/S ønsker at markedsudvikle sig og blive endnu større internationalt, har Harboes Bryggeri A/S et øget fokus på produktudvikling, samt optimering af deres teknologi samt produktionsanlæg for at efterleve ændringerne hos forbrugerne.

Taget disse faktorer i betragtning konkluderes det, at selskabet konstant skal holde øje med disse forhold, da de har en væsentlig betydning for selskabets drift og salg.

Ved at sammenligne Harboes selskabsstruktur med de to andre store aktører på markedet, Royal Unibrew og Carlsberg, kan det konkluderes at Harboes har en anden struktur end de to konkurrenter. Harboes er en familieejet virksomhed, hvilket er årsagen til at deres A-aktier ikke er frit omsættelige, det er udelukkende selskabets B-aktier, der må handles frit. Dette adskiller sig fra de to konkurrenter, da Carlsberg har alle deres aktier frit omsættelige, og Royal Unibrew, der ikke har opsplittet deres aktier i A-aktier og B-aktier. I de to konkurrenters selskabsstruktur er det ikke ejerne der enerådigt har den afgørende indflydelse, den er mere spredt i disse selskaber, hvorimod det i Harboes Bryggeri A/S er Harboe familien der sidder på aktiemajoriteten. Denne form for selskabsstruktur efterlever ikke alle anbefalingerne om Corporate Governance. Det er ligeledes grundet denne fordeling af aktier, at selskabet har mødt stor modstand og modtaget en del kritik fra de øvrige aktionærer, da de ikke føler at selskaber skaber værdi for mindretalsaktionærerne. Denne kritik fra aktionærerne er at se i selskabets aktiekurs udvikling gennem de seneste år, hvor aktiekursen ligger en del lavere end de to konkurrenter.

Regnskabsanalysen viste i analyseperioden over de seneste 5 år, at der har været en god omsætningsmæssig fremgang, men resultat efter skat viser fortsat underskud, dog med 2020/21 som undtagelse da der her var overskud. På trods af dette har Harboes Bryggeri A/S dog

formålet at mindske underskuddene i forhold til årene 2018/19 og 2019/20. I forhold til Harboes Bryggeri A/S' konkurrenter, er det ikke lykkedes at følge det samme væksthiveau, hvilket afspejler sig i de beregnede nøgletal. Her kan man blandt andet se, at ROE er gået fra at være -1,46% i 2018/19 til at være -1,33% i 2022/23, udviklingen er positiv, dog vurderes den ikke at ligge på et acceptabelt niveau, i forhold til investorernes krav. En af årsagerne til den lave ROE, er den ringe udvikling i EBIT%. EBIT% viser at Harboes Bryggeri A/S ikke har været dygtige nok til at tilpasse deres omkostninger til omsætningen. Sammenligner man Harboes omsætningsmæssige udvikling gennem de seneste 5 regnskabsår med de to store konkurrenter, ses det, at Harboe ikke har klaret sig lige så flot som Royal Unibrew, men dog bedre end Carlsberg når man udelukkende ser på omsætningen. Ses der derimod på EBIT%, så har Harboes klaret sig absolut dårligst af de tre aktører, hvilket underbygger konklusionen af at selskabet ikke formår at tilpasse deres omkostninger til udviklingen i omsætning.

For at beregne den teoretiske værdi af selskabets aktier, har det været nødvendigt at beregne budgetterede tal for selskabet. Grundlaget for disse budgetterede tal, kommer fra den førnævnte regnskabsanalyse samt den strategiske analyse. Den teoretiske værdiansættelse af selskabet er lavet ud fra DCF-modellen. I de budgetterede tal er der forventet en fremtidig vækst for selskabet, der er budgetteret med en vækst i selskabet, da de flere gange nævner investeringer og øget fokus på bestemte områder i deres seneste årsrapport, samt at markedet konkluderes at være i vækst. Resultatet af de budgetterede år i terminalåret giver et EAT på 23.442 TDKK.

På baggrund af de tidligere analyser samt de budgetterede nøgletal, viser DCF-modellen en teoretisk værdi af Harboe aktien på 348 kr. Denne værdi er væsentligt anderledes i forhold til den aktuelle aktiekurs, som pr. 30. april 2023 lå på 74 kr. På baggrund af dette kan det teoretisk konkluderes at Harboes aktiekurs er undervurderet på markedet. Dog er der forskellige usikkerheder i DCF-modellen, der gør at det ikke er muligt at tage hensyn til alle eksterne forhold i modellen. Denne forskel i den teoretiske kursværdi vs. den aktuelle kursværdi kan forklares ved aktionærernes mistillid til ledelsen og bestyrelsen, samt den kritik selskabet har oplevet de seneste år grundet Bernhard Griesse og ikke rentable investeringer.

Litteraturliste

Alkohol og samfund, <https://alkohologsamfund.dk/viden-om-alkohol/fakta-danskernes-alkoholforbrug> (besøgt d. 09. marts 2024)

Alkoholreklamenævnet d, <https://alkoholreklamenavnet.dk/retningslinjerne/retningslinjerne/> (besøgt d. 09. marts 2024)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/endnu-flere-bryggerier-i-danmark/>, 2023 (Besøgt d. 13. marts 2024)

Bryggeriforeningen.dk, <https://bryggeriforeningen.dk/drikkevarer/oel/lovgivning/markedsfoering/>, 2023 (Besøgt d. 13. marts 2024)

Børsen.dk, <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/harboe-faar-underskud-i-nyt-regnskab>, 2023 (Besøgt d. 19. marts 2024)

Børsen.dk, <https://borsen.dk/investor/aktie/S1154/HARB-B/HarboesBryggeriB>, 2024 (Besøgt d. 16. april 2024)

Carlsberg.dk, <https://www.carlsberggroup.com/media/62132/carlsberg-group-2023-annual-report.pdf> 2024, (Besøgt d. 2. april 2024)

CorporateGovernance.dk, <https://corporategovernance.dk/gældende-anbefalinger-god-selskabsledelse>, 2023 (Besøgt d. 01-16. april 2024)

CorporateGovernance.dk, <https://corporategovernance.dk/3-bestyrelsens-sammensætning-organisering-og-evaluering> , 2023 (Besøgt d. 01-16. april 2024)

Danmarks Statistik, <https://www.dst.dk/da/Statistik/nyheder-analyser-publ/nyt/NytHtml?cid=46520> (Besøgt d. 09. april 2024) ,

Danmarks Statistik, <https://m.statbank.dk/Data?lang=da>, 2024 (Besøgt d. 19. april 2024)

Darmer, Per & Jordansen, Birgit & Madsen, Astrup Madsen, Paradigmer i Praksis, Videnskabsteori og metode i ledelses- og organisationsstudier 2. Udgave, Djøf Forlag 2020.

Den Store Danske, https://denstoredanske.lex.dk/verdensproduktion_og_forbrug_af_%C3%B8l, 2024 (Besøgt d. 31. marts 2024)

Den Europæiske Centralbank.dk, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.da.html, 2024 (Besøgt d. 20. april 2024)

Dinero.dk, <https://dinero.dk/ordbog/soliditetsgrad/> (Besøgt d. 6. april 2024)

Euroinvestor.dk, <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/dansk-bryggeriaktie-stiger-solidt>, 2024 (Besøgt d. 16. april 2024)

Euroinvestor.dk, <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-pengestroem-og-frie-pengestroem>, 2023 (Besøgt d. 12. april 2024)

FDM.dk, <https://fdm.dk/nyheder/bilist/2020-03-coronavirus-giver-lavere-braendstofpriser> (Besøgt d. 4. april 2024)

Finans.dk,
<https://finans.dk/erhverv/ECE11172382/harboes-topchef-og-frue-overdrager-kontrollerende-aktier-til-arvinger/>, 2019 (Besøgt 10. april 2024)

Fødevarewatch, <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article16141309.ece>, 2023 (Besøgt d. 10. marts 2024)

Harboe årsrapport 2022/23, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/78755b67-e293-45ee-8221-7ead1b2646ca> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe årsrapport 2021/22, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/d883297b-3e41-4097-acf4-7387ce0f2076> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe årsrapport 2020/21, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/1ce27979-5338-435e-b741-42e62cd79b3e> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe årsrapport 2019/20, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/62d0d5d3-a74b-40ca-9eca-ba657d06fdd7> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe årsrapport 2018/19, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/47647f00-4b7f-4b95-ae97-f6d0808e48d5> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe årsrapport 2017/18, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/192d4e14-c638-4780-892f-8779c697c56f> (Besøgt løbende i FEB24-MAJ24)

Harboe.com, http://investor.harboes.com/system/files-encrypted/nasdaq_kms/assets/2020/06/24/12-08-13/CorporateGovernance_2019-2020.pdf, (Besøgt d. 02. april 2024)

Harboe.com, <https://harboe.com/rejsen-videre-ud-i-verden/>, (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <https://harboe.com/de-foerste-100-aar/> , (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <https://harboe.com/kvalitet-og-sikkerhed/>, (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <https://harboe.com/esg/>, (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <https://harboe.com/markeder/>, (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <http://investor.harboes.com/da/articles-association-harboes-bryggeri>, (Besøgt d. 16. marts 2024)

Harboe.com, <https://harboes.gcs-web.com/static-files/78755b67-e293-45ee-8221-7ead1b2646ca>, (Besøgt d. 1. april 2024)

Harboes.com, http://investor.harboes.com/system/files-encrypted/nasdaq_kms/assets/2020/06/24/12-08-13/CorporateGovernance_2019-2020.pdf (Besøgt d. 30. marts 2024)

Hawawini, G. & Vaillet, C., Finance for Executives managing for value Creation 7. version 2023, Cengage, United Kingdom

Jyllandsposten.dk, <https://jyllands-posten.dk/ECE12419293/storinvestor-dropper-harboes-bryggeri/>, 2020 (Besøgt d. 29. marts 2024)

Markedsføring.dk, <https://markedsforing.dk/artikler/nyheder/harboe-sodavand-faar-nyt-look-inspireret-af-fortiden/>, 2022 (Besøgt d. 23. marts 2024)

Skat.dk, <https://skat.dk/erhverv/afgifter-paa-varer-og-ydelser-punktafgifter/afgifter-paa-spiritus-vin-og-oel>, 2024 (Besøgt d. 15. marts 2024)

Skat.dk, <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813219> , 2024 (Besøgt d. 22. april 2024)

Skat.dk, <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206> , 2024 (Besøgt d. 22. april 2024)

Sjællandskenyheder.dk, <https://www.sn.dk/slagelse-kommune/bernd-fejrer-50-aar-paa-harboe/>, 2023 (Besøgt d. 14. marts 2024)

Sydinvest.dk, <https://www.sydinvest.dk/nyheder/harboes-bryggeri-betalte-millioner-for-topchefs-brugte-pr>, 2024 (Besøgt d. 28. marts 2024)

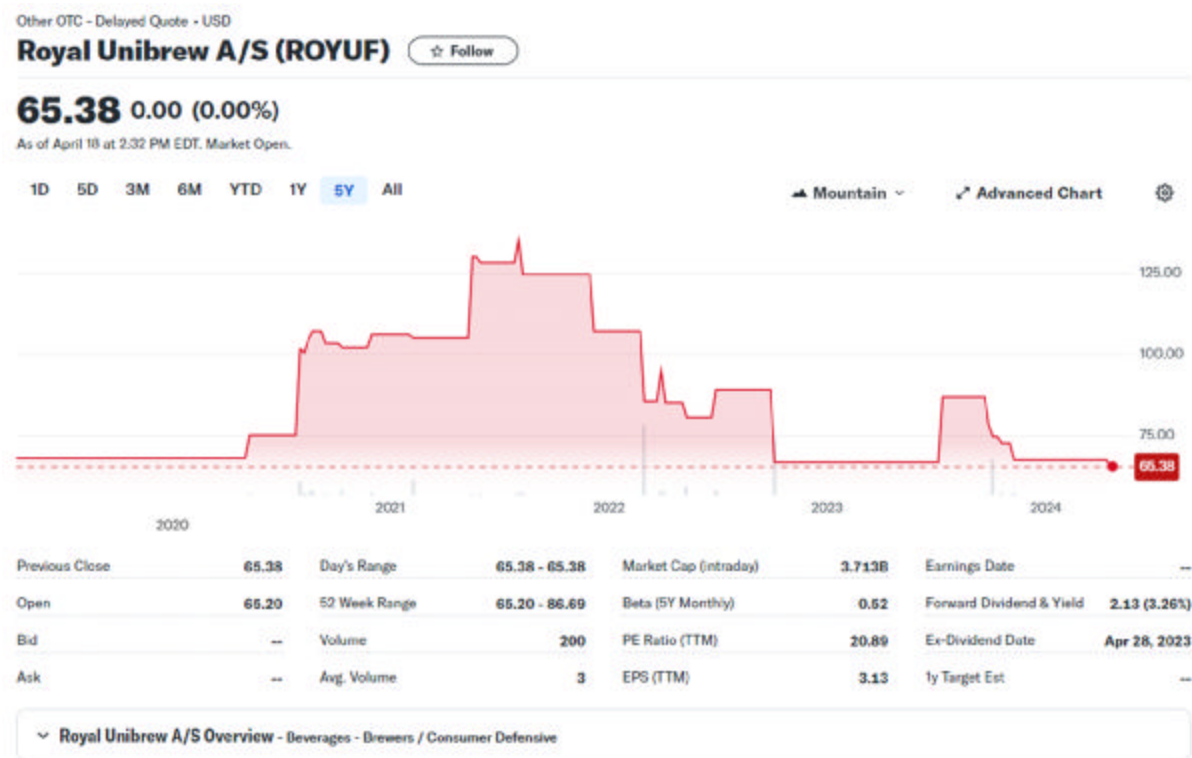
Yahoo Finance, <https://finance.yahoo.com/quote/HARB-B.CO/>, 2024 (Besøgt d. 23. april 2024)

Bilag

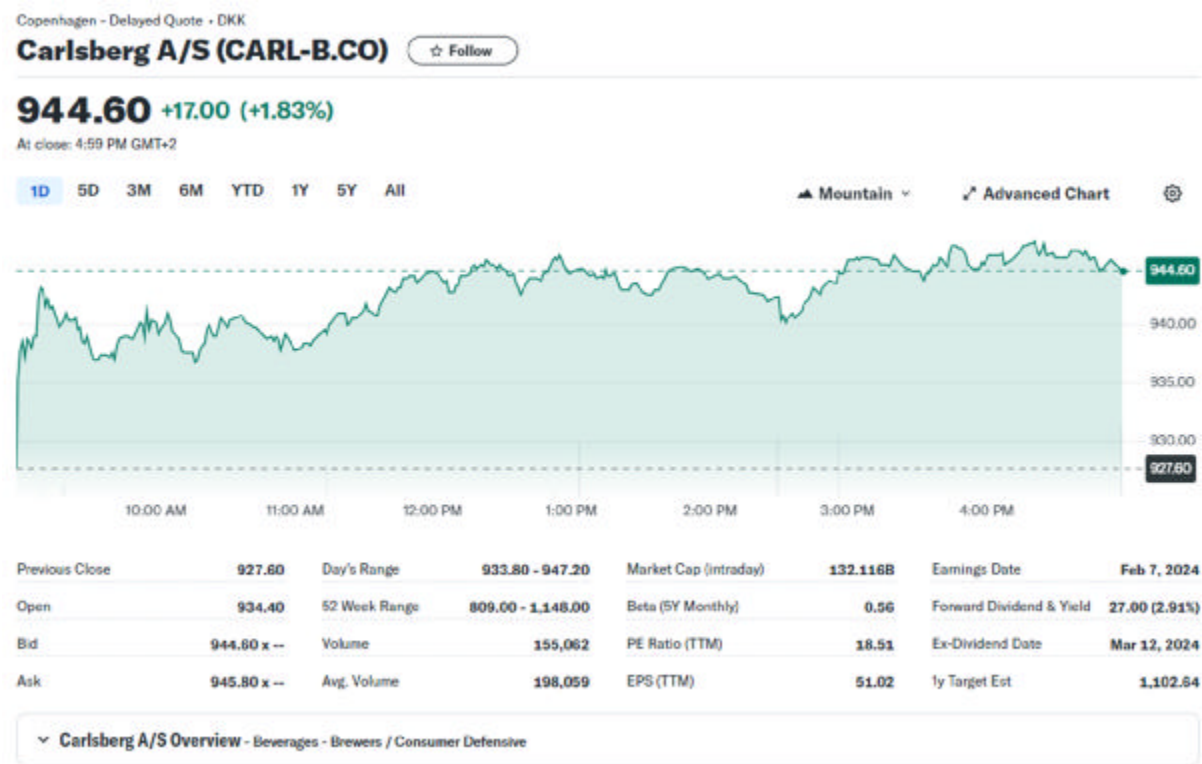
Bilag 1 - Harboes Bryggeri A/S Beta værdi



Bilag 2 - Royal Unibrew Beta værdi



Bilag 3 - Carlsberg Beta værdi



Bilag 4 – Kursværdi pr. 28. april 2023

