

VÆRDIANSÆTTELSE AF HARBOES BRYGGERI A/S



*Afgangsprojekt HD. 2. del
Regnskab og økonomistyring*



UDARBEJDET AF

Astrid Maria Holm Weesgaard
og Patrick Dam



VEJLEDER

Morten Holm Enggaard



DATO

12. maj 2026



AALBORG UNIVERSITET

Gruppe 31
Hold: HDR (Aalborg)

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	3
Problemformulering	4
Afgrænsning.....	4
Teori og Metode.....	5
2. Strategisk analyse	6
Værdikædeanalyse	6
VRIO-analyse	9
Porters Five Forces	12
PESTEL-analyse	14
3. Regnskabsanalyse	22
Regnskabsmæssig kvalitet	22
Reformulering af finansielle opgørelser	23
Reformulering af balancen.....	23
Reformulering af resultatopgørelse.....	25
Rentabilitetsanalyse	30
Vækstanalyse	33
4. Budgettering	34
5. Estimering af WACC (Weighted Average Capital Cost)	40
6. Værdiansættelse - DCF - modellen	45
7. Følsomhedsanalyse	46
8. Konklusion	48
Litteraturliste	50
Bilag	56

ABSTRACT

This report aims to prepare a valuation of Harboes Bryggeri A/S by applying a combined strategic and financial analysis. The analysis is based on the company's historical development, current market position, and expectations for the future. This is used to determine whether the stock was correctly priced as of August 28, 2025.

A strategic analysis has been conducted using the following models: value chain analysis, VRIO analysis, Porter's Five Forces, and PESTEL analysis, which assess internal and external factors. This results in a SWOT analysis.

A financial analysis has also been carried out, including a reformulation of the income statement and the balance sheet. This has been conducted over a five-year period. Subsequently, a financial statement analysis has been prepared, where key financial ratios are examined and discussed.

Based on the strategic and financial analyses, a five-year budget for Harboes Bryggeri A/S has been prepared, which is used for the valuation through the application of the DCF model. Finally, a sensitivity analysis of the DCF model is conducted, assessing the degree of certainty or uncertainty associated with the calculated valuation.

1. Indledning

Opgaven har til formål at foretage en værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S, som er en gammel dansk producent af øl og læskedrikke. Virksomheden blev grundlagt i 1883 af brødrene Jørgen og Adolph Harboe. ("Med hjertet og hjernen hver dag siden 1883", 2026)

Valget af Harboes Bryggeri A/S til dette projekt skyldes flere motiver. Det første er, at Harboes Bryggeri A/S er en gammel dansk virksomhed, med en lang historie, samt en stærk position på markedet. Endvidere er forbrugernes præferencer og værdier begyndt at ændre sig, hvor flere begynder at drikke alkoholfri øl, hvilket er en udvikling, som også påvirker Harboes Bryggeri A/S. Derudover investerer Harboes Bryggeri A/S meget i deres anlæg for at være så effektive som muligt og følge udviklingen i markedet.

Harboes Bryggeri A/S er også spændende at arbejde med i en værdiansættelse, da det er børsnoteret, men samtidig har haft et svingende årsresultat og en række strategiske udfordringer. I dette projekt bliver der beregnet, hvilken værdi Harboes Bryggeri A/S kan estimeres til, med udgangspunkt i Harboes Bryggeri A/S' strategiske og økonomiske situation, samt forventningerne til de kommende år.

Problemformulering

Hvordan kan en kombineret strategisk og regnskabsmæssig analyse danne grundlag for en værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S, og i hvilken grad afspejler den beregnede værdi, om selskabets aktie var under-, over- eller korrekt prissat pr. 28.08.2025?

Problemstilling:

Hvilke interne og eksterne forhold har væsentlig betydning for Harboes Bryggeri A/S' strategiske position, konkurrenceevne og fremtidige vækstmuligheder i den danske og internationale drikkevarebranche?

Hvordan afspejler Harboes Bryggeri A/S' historiske regnskaber selskabets indtjeningsevne, risiko og kapitalstruktur, og hvilke nøgletal er centrale for vurderingen af virksomhedens fremtidige værdiskabelse?

Hvilke centrale forudsætninger ligger til grund for værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S, og hvordan kan en realistisk WACC pr. 28.08.2025 beregnes med udgangspunkt i selskabets risiko, kapitalstruktur og brancheforhold? Er aktieværdien under-, over- eller korrekt vurderet pr. 28.08.2025.

Afgrænsning

I denne opgave afgrænses analysen til de forhold, der vurderes mest relevante for vurderingen af Harboes Bryggeri A/S' økonomiske udvikling og værdi. Da virksomheden er børsnoteret og løbende offentliggør ny information, medtages alene informationer, der er tilgængelige frem til offentliggørelsen af den nyeste årsrapport.

Regnskabsanalysen baseres på årsrapporterne for perioden 2020/21–2024/25. En femårig analyseperiode som typisk rummer både normale udsving og eventuelle påvirkninger fra ændringer i den generelle samfundsøkonomi, såsom inflation, renteutvikling, konjunkturbevægelser samt kriser, herunder krigen i Ukraine. Dermed giver perioden et mere retvisende billede af virksomhedens underliggende performance. Samtidig understøttes valget af vurderingsmodellen i Bilag 1, hvor kombinationen af lav branchevækst og kortsigtede konkurrencefordele peger på en femårig analyse- og budgethorisont som der se på i den strategiske analyse.

Den strategiske analyse afgrænses til Harboes Bryggeri A/S' primære forretningsområde, beverages, som udgør 88,7 % af nettoomsætningen (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Ingredients-

segmentet inddrages derfor ikke særskilt, da det kun udgør en mindre del af virksomhedens aktiviteter og derfor vurderes at have begrænset betydning for den samlede værdiansættelse. Reformuleringen omfatter resultatopgørelse og balance, da disse danner grundlag for beregning af frie pengestrømme. Pengestrømsopgørelsen reformuleres ikke separat, da de nødvendige oplysninger kan udledes af de øvrige reformuleringer. I værdiansættelsen anvendes DCF-modellen som primær metode, da den vurderes bedst egnet til at estimere virksomhedens fundamentale værdi på baggrund af forventede fremtidige pengestrømme. Der afgrænses derfor fra relative værdiansættelsesmodeller som primær metode.

Teori og Metode

I denne opgave anvendes en deduktiv tilgang, hvor eksisterende teorier og modeller danner grundlag for analysen af Harboes Bryggeri A/S. Formålet er at anvende anerkendte analyseværktøjer til at vurdere virksomhedens økonomiske og strategiske forhold med henblik på værdiansættelse. Som overordnet metodisk ramme tages der udgangspunkt i fremgangsmåden fra Ole Sørensens bog om regnskabsanalyse og værdiansættelse fra 2022, hvilket bidrager til en struktureret tilgang og sikrer en rød tråd gennem opgaven fra analyse til værdiansættelse.

Til analysen anvendes både kvantitative og kvalitative data. De kvantitative data omfatter primært regnskabstal fra Harboes Bryggeri A/S' årsrapporter som danner grundlag for regnskabsanalysen og budgetteringen. Årsrapporterne er lavet efter regnskabsstandarder for børsnoterede virksomheder, som giver dataene stor troværdighed. De kvalitative data omfatter blandt andet information om markedet, brancheforhold, forbrugeradfærd, strategi og konkurrencesituation, som anvendes i den strategiske analyse. Disse data stammer fra årsrapporter, relevant litteratur, artikler, statistikker, teoretiske modeller og begreber fra HD-studiet samt øvrige sekundære kilder, som danner grundlag for både den strategiske analyse, regnskabsanalysen og de efterfølgende vurderinger i værdiansættelsen.

Den strategiske analyse opdeles i en ekstern og en intern analyse. Den eksterne analyse gennemføres ved anvendelse af PESTEL-modellen og Porters Five Forces, som anvendes til at identificere de makroøkonomiske forhold samt konkurrencesituationen i branchen. Den interne analyse tager udgangspunkt i Porters værdikæde og VRIO-modellen, der anvendes til at vurdere virksomhedens ressourcer, kompetencer og værdiskabelse. Afslutningsvis sammenfattes analyserne i en SWOT-analyse, som identificerer virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i Harboes Bryggeri A/S' årsrapporter for de seneste fem regnskabsår. I analysen foretages reformulering af resultatopgørelse og balance med henblik på at adskille drifts- og finansielle aktiviteter. Herefter anvendes DuPont-modellen til at analysere virksomhedens rentabilitet gennem en opdeling i overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Derudover inddrages relevante nøgletal og udviklingstendenser for at vurdere virksomhedens økonomiske performance, herunder en analyse af væksten i omsætning og indtjening.

Værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S foretages ved brug af DCF-modellen, som er en absolut værdiansættelsesmodel baseret på virksomhedens egne fremtidige frie pengestrømme. Modellen er velegnet, fordi den giver et teoretisk estimat af den reelle værdi og samtidig gør det muligt at indarbejde risiko gennem WACC, der beregnes ud fra blandt andet beta, den risikofrie rente og markedsrisikopræmien. Da der arbejdes med frie pengestrømme i virksomheden, anvendes den indirekte beregning af aktieværdien, hvor virksomhedsværdien reduceres med netto finansielle forpligtelser for at opnå værdien af egenkapitalen. For at vurdere robustheden af værdiansættelsen gennemføres en følsomhedsanalyse, som viser, hvor påvirkelig resultatet er over for ændringer i de centrale forudsætninger.

2. Strategisk analyse

I forbindelse med værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S er der udarbejdet en strategisk analyse, som danner grundlag for budgettering og værdiansættelse. Formålet er at identificere virksomhedens værdiskabende aktiviteter samt eksterne muligheder og trusler, der påvirker den fremtidige indtjening.

Analysen består af en ekstern del med PESTEL og Porters Five Forces samt en intern del med værdikædeanalyse og VRIO, der tilsammen belyser Harboes Bryggeri A/S' konkurrenceposition og udviklingsmuligheder.

Værdikædeanalyse

I analysen tages der udgangspunkt i Porters værdikæde. Den har til formål at identificere, hvordan Harboes Bryggeri A/S skaber værdi via sine aktiviteter.

Værdikædeanalysen er opdelt i henholdsvis primære aktiviteter og støtteaktiviteter i forhold til at vurdere virksomhedens konkurrenceposition og værdiskabelse. (Sørensen, 2022 kap. 3)

Primære aktiviteter

Indgående logistik: Den primære indgående logistik, Harboes Bryggeri A/S omfatter, er indkøb og håndtering af råvarer såsom humle, sukker, emballage osv. (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Harboes Bryggeri A/S arbejder med store indkøbsvolumen, hvilket kan muliggøre stor-driftsfordele. Endvidere har de for nylig åbnet en ny lagerbygning, som giver dem mulighed for at købe mere ind ad gangen, og mulighed for at følge med efterspørgslen (Christensen, 2026). Endvidere er Harboes Bryggeri A/S blevet påvirket af prisudsving på råvarer, energi og transport igennem årene. Dette skyldes primært krig i verden, som har været inde og påvirke Harboes Bryggeri A/S' omkostninger negativt, da råvarerne er blevet dyrere (Kongsgaard, 2022).

Produktion: Harboes Bryggeri A/S' produktion består primært af øl og læskedrikke, endvidere maltbaserede ingredienser. (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Produktionen er primært automatiseret, hvilket bidrager til at formindske virksomhedens enhedsomkostninger. Produktionen er en stor del af Harboes Bryggeri A/S. Virksomheden fungerer ikke, hvis produktionen ikke fungerer, da dette betyder, at de ikke har nogen varer at sælge.

Udgående logistik: Harboes Bryggeri A/S distribuerer deres produkter til hele verden. Dette sker via detailkæder og distributører. De distribuerer deres produkter primært til Danmark og Tyskland, hvilket udgør ca. 50% af den samlede distribution. (Harboes Bryggeri A/S, 2025) Dette er derfor kun B2B, som Harboes Bryggeri A/S sælger igennem.

Marketing og salg: Harboes Bryggeri A/S markerer sig primært med en lavprisprofil, hvor der også bliver produceret private labelprodukter (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Derudover markerer Harboes Bryggeri A/S sig gennem tv-reklamer, radio, samt reklamer på forskellige sociale medier. Her prøver de at påvirke deres kunder, til at købe deres produkter. Dog ikke til at købe deres drikke direkte igennem dem, men i nærmeste detailbutikker. De har primært forsøgt at være i fokus hos kunden, hvor de har investeret flere midler i reklamefilm på tv'et og indslag i radioen. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Service efter salg: Harboes Bryggeri A/S har kun B2B-kunder, og i dette tilfælde omfatter kvalitetssikring og leveringssikkerhed. De vil gøre det så professionelt som muligt, med god levering, samt at det, de modtager, svarer til det aftalte (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Støtteaktiviteter

Indkøb: Harboes Bryggeri A/S' indkøb udgør en central støtteaktivitet i værdikæden, da virksomhedens omkostningsstruktur i høj grad afhænger af effektive indkøbsprocesser. Indkøbet

omfatter primært råvarer. De opererer med store indkøbsvolumen, hvilket kan give dem en fordel i forhold til stordrift, og dermed lavere enhedsomkostninger.

Harboes Bryggeri A/S er afhængig af den globale leverandørkæde, hvilket betyder, at Harboes Bryggeri A/S er eksponeret for eksterne faktorer, hvilket også kunne ses på regnskabet, da krigen i Ukraine brød ud. Man kan derfor tale for, at Harboes Bryggeri A/S har en svaghed i forhold til faktorer såsom transportomkostninger, geopolitisk usikkerhed og valutakursudsving (Kongsgaard, 2022) Harboes Bryggeri A/S har derfor fokus på en effektiv forsyningsstyring og strategisk leverandørvalg, for at sikre stabil drift.

Teknologisk: Ser man på den teknologiske udvikling i forhold til produktet, så kan dette indebære udvikling, men også forbedring af eksisterende produkter, derudover evt. nye varianter, som imødekommer ændringer i forbrugernes præferencer. I Harboes Bryggeri A/S' tilfælde er det udvikling af nye produkter, men også tilpasning til forbrugernes tendenser. De arbejder altså aktivt med produktudvikling og innovation.

I den teknologiske udvikling i forhold til processer, prøver Harboes Bryggeri A/S konstant at optimere processerne, samt at leve op til deres klimamål og være så bæredygtige som muligt. Endvidere har de i 2023 investeret i ny teknologi, for at sikre høj kvalitet samt en mere effektiv og fleksibel produktion. Harboes Bryggeri A/S har generelt fokus på effektivisering af produktion og forsyningskæder. De investerer løbende i teknologi og udvikling af produkter. (Harboes Bryggeri A/S, 2023, 2025)

Ledelse: Harboes Bryggeri A/S har medarbejdere på tværs af produktion, teknik og administration. Da Harboes Bryggeri A/S er en produktionsvirksomhed, kommer de produktionsrelaterede kompetencer særligt i spil, da dette spiller en central rolle i værdiskabelsen, da Harboes Bryggeri A/S selv udvikler, producerer og optimerer produktionen. Endvidere er det vigtigt for virksomheden, at der er høj kvalitet og løbende udvikling, som bliver understøttet af medarbejdernes indsats og kompetencer. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Virksomhedens infrastruktur: Harboes Bryggeri A/S' infrastruktur er i høj grad præget af en centraliseret ledelsesstruktur, med et stærkt fokus på økonomisk styring og omkostningskontrol. Harboes Bryggeri A/S har en centraliseret ledelsesstruktur, da virksomheden stadig er familieejet. Afslutningsvis viser årsrapporterne, at de strategiske beslutninger træffes centralt af topledelsen. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

De har derfor stort fokus på deres økonomi og deres enhedsomkostninger. Ledelsen spiller en central rolle i at fastlægge strategiske mål og sikre, at organisationens aktiviteter er tilpasset disse.

Delkonklusion af værdikædeanalysen

Værdikædeanalysen viser, at Harboes Bryggeri A/S skaber værdi gennem en effektiv og omkostningsfokuseret drift på tværs af primære aktiviteter og støtteaktiviteter. Produktionen og indkøb fremstår som en central styrke, hvor automatisering, stordriftsfordele og løbende investering i teknologi, samt lager, som kan give dem en fordel og dermed bidrage til lave enhedsomkostninger og understøtter Harboes Bryggeri A/S' lavprisstrategi.

Harboes Bryggeri A/S har fokus på deres indgående logistik, hvor de har fokus på større indkøbsvolumen og lagerkapacitet, som giver dem fleksibilitet i forhold til efterspørgsel og svingende råvarepriser. Harboes Bryggeri A/S og bryggeribranchen generelt er sårbar over for eksterne faktorer såsom råvarepriser, transportomkostninger og geopolitisk usikkerhed. Dette udgør en væsentlig udfordring for Harboes Bryggeri A/S, særligt i forhold til ambitionen om at være omkostningsleder.

Harboes Bryggeri A/S har en stærk position gennem et veletableret B2B-netværk, hvor det meste bliver solgt i Danmark og Tyskland. Harboes Bryggeri A/S er kendt i markedet med positionen som lavprisaktør, hvor det i en tid med krig og en stram økonomi er særligt godt for Harboes Bryggeri A/S.

I forhold til støtteaktiviteterne har de en afgørende rolle i at følge den teknologiske udvikling, samt optimere effektiviteten og sikre stærk omkostningskontrol. Endvidere skal Harboes Bryggeri A/S fortsætte med at være innovative og tilpasse sig ændringer i forbrugernes værdier og præferencer.

Samlet set indikerer analysen, at Harboes Bryggeri A/S har en konkurrencemæssig fordel i kraft af sin effektive værdikæde og omkostningsfokus. De står dog overfor udfordringer fra eksterne risici, samt er afhængige af de globale leverandører, hvilket stiller krav om løbende optimering og tilpasning for at fastholde deres konkurrenceposition.

VRIO-analyse

VRIO-analysen anvendes til at vurdere, om Harboes Bryggeri A/S besidder ressourcer, der kan skabe konkurrencemæssige fordele. Analysen tager udgangspunkt i kriterierne: værdi, sjældenhed, imitation og organisering.

Omkostningseffektiv produktion: Harboes Bryggeri A/S opererer i et lav- og mellem-prissegment, hvor en omkostningseffektiv produktionsstruktur er afgørende for konkurrenceevnen. Effektiv produktion, automatiserede processer og fokus på lave enhedsomkostninger skaber derfor væsentlig værdi for virksomheden. Samtidig er disse tiltag ikke unikke, da konkurrenter

i branchen anvender og kan anvende lignende produktionsoptimeringer, og teknologiske løsninger er bredt tilgængelige. Dette reducerer graden af både sjældenhed og imitationbarrierer (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

I en branche præget af stigende råvare-, energi- og transportomkostninger er effektiv forsyningsstyring afgørende. Harboes Bryggeri A/S arbejder aktivt med strategisk leverandørvalg og optimering af indkøb, hvilket bidrager til en mere stabil drift. Derudover muliggør investeringer i lagerkapacitet større indkøbsvolumen og dermed stordriftsfordele (Christensen, 2026) (GlobeNewswire News Room, 2025)

Virksomheden er organisatorisk indrettet til at udnytte disse styrker gennem et klart fokus på omkostningsstyring og operationel effektivitet. Denne ressource stiller Harboes Bryggeri A/S lige med andre konkurrenter, men det er en værdifuld ressource.

Stærk position i discount-/lavprissegmentet: Harboes Bryggeri A/S opererer i lavprissegmentet, hvor en del af produkterne er placeret i prissartsegmentet, som udgør de billigste produkter på hylden. Harboes Bryggeri A/S har opbygget en stærk position i discountsegmentet, hvor pris er den primære konkurrenceparameter. Denne position skaber væsentlig værdi, da virksomheden er i stand til at tiltrække prisfølsomme forbrugere og detailkæder, særligt i perioder med økonomisk usikkerhed og faldende købekraft. Samtidig giver positionen adgang til store volumen, hvilket er afgørende for at opnå stordriftsfordele og fastholde en konkurrencedygtig omkostningsstruktur (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

Positionen kan i nogen grad anses som sjælden, da det kræver en effektiv værdikæde og stram omkostningsstyring at operere profitabelt i lavprissegmentet. Det er ikke alle producenter, der formår at balancere lave priser med acceptabel indtjening (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

Derimod er positionen ikke varigt beskyttet mod imitation, da større og kapitalstærke konkurrenter potentielt kan vælge at bevæge sig ind i samme segment og udnytte deres eksisterende skala og distributionsnetværk. Harboes Bryggeri A/S er organiseret til at understøtte denne position, hvilket kan betegnes som en midlertidig konkurrencefordel.

International marked: Harboes Bryggeri A/S har en betydelig international tilstedeværelse med en stor andel af omsætningen uden for Danmark. Dette skaber værdi gennem adgang til flere markeder og diversificering af indtægter. De har et stort fokus på private labels for netop at kunne brede sig ud til flere kunder. (Poul Scheuer, 2026)

International distribution er dog ikke sjælden i bryggeribranchen, og større aktører har ofte en større fordel og et stærkere distributionsnetværk. Det er ikke en ressource, som er svær at efterligne, og de har en tydelig konkurrent i Carlsberg. Dog er det en væsentlig ressource, som

Harboes Bryggeri A/S udnytter og ønsker at udnytte mere, og er en ressource som skaber værdi for virksomheden.

Produktportefølje: Harboes Bryggeri A/S har formået at udnytte den stigende efterspørgsel efter alkoholfri og sukkerreducerede produkter, hvilket skaber både værdi og nye vækstmuligheder. Særligt lanceringen af Harboes Bryggeri A/S's Pilsner 0,0 % har vist sig succesfuld og understøtter virksomhedens evne til hurtigt at tilpasse sig ændrede forbrugerpræferencer. Ifølge årsrapporten blev produktet på kort tid blandt de mest solgte alkoholfri øl i discountsegmentet i Danmark, og salget af alkoholfri øl er steget markant (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Denne udvikling afspejler en bredere samfundstendens, hvor forbrugere i stigende grad efterspørger sundere alternativer og produkter med lavere alkoholindhold, samtidig med at fokus på livsstil og ansvarligt forbrug øges. Harboes Bryggeri A/S, brede produktportefølje, der spænder over øl, læskedrikke og alkoholfri varianter, giver virksomheden fleksibilitet til at imødekomme disse skift i efterspørgslen.

Selvom alkoholfri produkter er et vækstområde, er det ikke en unik ressource for Harboes Bryggeri A/S, da konkurrenter relativt let kan udvikle lignende produkter. Branchen er generelt præget af lav differentiering, og større aktører har tilsvarende muligheder for at skalere deres sortiment.

Dog styrkes Harboes Bryggeri A/S' position af et veletableret brand og en solid markedsposition som en af de større aktører i Danmark, hvilket giver adgang til distributionskanaler (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

Harboes Bryggeri A/S er organisatorisk indrettet til at udnytte og understøtte løbende produktudvikling og tilpasning gennem investeringer i innovation og markedsorienteret udvikling. Dette kan dermed betragtes som en midlertidig konkurrencefordel for virksomheden.

Delkonklusion af VRIO-analysen

VRIO-analysen som er summeret i bilag 2 viser, at Harboes Bryggeri A/S primært besidder ressourcer, der skaber værdi, men som i begrænset omfang er sjældne og vanskelige at imitere. Særligt virksomhedens omkostningseffektive produktion og stærke position i lavprissegmentet understøtter konkurrenceevnen og muliggør en stabil drift baseret på volumen og lave enhedsomkostninger. Positionen i discountsegmentet samt en bred og tilpasningsdygtig produktportefølje, herunder alkoholfri produkter, vurderes at give midlertidige konkurrencefordele, idet de både skaber værdi og i nogen grad differentierer virksomheden. Disse fordele er dog ikke varige, da de kan imiteres af konkurrenter over tid. Den internationale tilstedeværelse bidrager

til værdiskabelse gennem markedsdiversificering, men udgør ikke en unik styrke i branchen, hvor større aktører besidder stærkere distributionsnetværk.

Samlet set indikerer analysen, at Harboes Bryggeri A/S' konkurrenceevne i høj grad er baseret på operationel effektivitet og evnen til at tilpasse sig markedstendenser frem for unikke, varige konkurrencemæssige fordele. Dette peger på en forretningsmodel, der er robust på kort sigt, men som er sårbar over for konkurrencepres på længere sigt.

Porters Five Forces

Ved at opnå en bedre forståelse af Harboes Bryggeri A/S' konkurrencesituation, anvendes Porters Fives Forces, som giver et struktureret overblik over de eksterne faktorer i branchen, der har en betydning for Harboes bryggeri A/S's muligheder for at skabe værdi, samt opnå konkurrencemæssige fordele. Der vil blive taget udgangspunkt i fem konkurrencekræfter.

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder: Harboes Bryggeri A/S agerer på to markeder. Det primære marked, man kender dem på, er bryggeribranchen med øl og læskedrikke. Et andet marked, de også begår sig på er maltekstrakt, som bl.a. bliver brugt til at producere chokolade. Dette marked er Harboes Bryggeri A/S førende inden for og har produceret det i mere end 60 år (Harboes Bryggeri A/S, 2026). Dog har de primært deres salg i drikkevarebranchen, hvilket der primært fokuseres på.

Harboes Bryggeri A/S konkurrerer både med globale bryggerier, men også med mindre specialbryggerier. Harboes Bryggeri A/S er en stor aktør på det danske marked, i forhold til lavprissegmentet. Der er generelt store aktører, som har betydelige marketingbudgetter og stærke distributionsnetværk, hvilket giver hård konkurrence i branchen. En af markedslederne er Carlsberg. Deres markedsandel på læskedrikke er på ca. 50%, hvor deres øl er på ca. 55-60% (Carlsberg, 2026)

For Harboes Bryggeri A/S er produktdifferentiering begrænset i lavprissegmentet, hvor de primært opererer. Dette giver intensiv priskonkurrence. Endvidere drikker færre danskere alkohol, og dermed bliver alkoholfri øl mere populær. Det generelle marked er blevet bekendt med dette, hvilket også har flyttet bryggeriernes fokus på alkoholfrie øl (Bryggeriforeningen, 2024). Ser man på markedet i Europa, som primært er det Harboes Bryggeri A/S sælger på, så er væksten lav, hvilket skaber yderligere konkurrence i markedet. Desuden har virksomheden ryddet op i gamle aftaler, som ikke har været særligt profitable.

Trusler fra nye indtrængere: Der er stordrifts- og erfaringsfordele i markedet. Dette skyldes, at der allerede er store aktører i markedet, som er velkendte og har været i markedet i mange

år. For eksempel har Carlsberg en markedsandel på 50-60 % i øl og sodavand. (Carlsberg, 2026) Endvidere har de været veletableret i mange år og har stor forståelse for markedet.

Muligheden for, at nye kan komme ind på markedet, kræver store investeringer, da større aktører nemt kan presse mindre bryggerier med prisen. De nye aktører kan dermed kun konkurrere via differentiering frem for pris, hvilket kan begrænse deres direkte konkurrence (Sørensen, 2022, kap 3).

Leverandørernes forhandlingsstyrke: Harboes Bryggeri A/S køber råvarer som f.eks. humle, og kvalitet og hvordan det produceres, har stor betydning nu når Harboes Bryggeri A/S fokuserer meget på klimaet, så de køber ikke af alle leverandører verden over. Generelt er der mange aktører globalt, hvilket reducerer leverandørernes forhandlingsstyrke. Endvidere kan leverandørerne ikke differentiere sig fra hinanden, på nær deres bæredygtighed (Harboes Bryggeri A/S, 2022). Globalt set er der også udfordringer som har stor betydning og kan påvirke Harboes Bryggeri A/S. Dette sker i forhold til krig eller transportkriser, hvor det er sværere at få råvarer. Hele bryggeribranchen blev for eksempel påvirket, da krigen i Ukraine startede. Dette skyldes, at Ukraine var et af de største eksportlande i forhold til korn (Sørensen, 2022).

Afslutningsvis har Harboes Bryggeri A/S investeret i større lagre, som sikrer, at de kan købe større mængder råvarer, og sikre sig på den lange bane. Endvidere gør det også, at de typisk kan få mere i rabat, da de køber mere ad gangen.

Kundernes forhandlingsstyrke: Harboes Bryggeri A/S sælger kun til detailkæder eller andre produktionsvirksomheder, i forhold til maltekstrakt.

De sælger dermed til større virksomheder, hvilket giver høj forhandlingsstyrke til kunderne. Endvidere opererer Harboes Bryggeri A/S i lavprissegmentet, dog er mærket kendt, hvilket hjælper Harboes Bryggeri A/S langt hen ad vejen. De større butikker ser derfor det som en god mulighed for at have deres øl på hylderne. Dette skyldes, at der er en vis loyalitet i markedet, da folk har forskellige holdninger om, hvilken øl man bedst kan lide, samt hvilket mærke. Derudover er Harboes Bryggeri A/S et velkendt bryggeri, samt en aktør af en vis størrelse, som gør, at de er godt placeret i markedet. De er dog ikke på størrelse med for eksempel Carlsberg. Kundernes forhandlingsstyrke er som sagt primært detailkæder eller produktionsvirksomheder, hvilket gør, at de køber store mængder. Dette kan give problemer for Harboes Bryggeri A/S, da der typisk i disse brancher bliver givet rabatter ved større ordre. (Harboes Bryggeri A/S, 2026)

Trusler fra substituerende produkter: De substituerende produkter omfatter primært vin og spiritus. De substituerende produkter har dog en væsentlig prisforskel, da øl ikke koster lige så

meget som vin eller spiritus. Man kan købe billig spiritus, men spiritus vurderes i mindre grad at være et direkte substitut, da produktet typisk anvendes i andre forbrugssituationer end øl og læskedrikke. Da Harboes Bryggeri A/S arbejder primært inden for lavprissegmentet, kan de substituerende produkter ikke følge med i prisen.

Endvidere laver de også læskedrikke, hvor det drejer sig om sodavand, men også energidrikke. Her laver de sodavand og energidrikke til en lav pris, hvilket gør det svært for substituerende produkter at tage markedsandele. De substituerende produkter kan f.eks. være saftvand, kaffe eller en sodastream.

Delkonklusion på Porters Five Forces

Harboes Bryggeri A/S opererer i et marked som er udfordrende. Der er høj konkurrence, samt opererer Harboes Bryggeri A/S i lavprissegmentet, hvilket betyder, at de opererer med en effektiv og billig drift, samt stærke relationer til deres kunder, som er detailkæderne. Dette betyder, at det er en branche, hvor der er flere konkurrencemæssige kræfter, som presser virksomhedens indtjening. Den største udfordring er markedsandel, da Carlsberg næsten 60 % af markedsandelen, hvilket gør virksomheden til en dominerende aktør. Dog arbejder Carlsberg primært i middelsegmentet, hvilket hjælper Harboes Bryggeri A/S på lang sigt. Endvidere skal de være klar til at tilpasse deres varer, da der altid løbende er ændringer i forbrugernes præferencer, hvilket kan ses i salget af alkoholfri øl de sidste par år som ses i Bilag 4.

PESTEL-analyse

PESTEL-analysen anvendes til at identificere eksterne makroøkonomiske faktorer, der påvirker virksomhedens drift og strategiske muligheder. Nedenfor analyseres de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold med relevans for Harboes Bryggeri A/S.

Politiske forhold (Political): Harboes Bryggeri A/S opererer i en branche, der i høj grad er påvirket af politiske beslutninger, særligt inden for afgifter på alkohol og sukkerholdige drikkevarer. Ændringer i punktafgifter påvirker direkte virksomhedens omkostningsstruktur og salgspriser og kan dermed både have en positiv og negativ effekt på indtjeningen. I Danmark udgør afgiften 48,74 kr. pr. liter 100 % ren alkohol, hvilket er lavere end i 2019 som var 56,02 kr. , men fortsat væsentligt højere end EU's minimumssats på 1,87 euro ca. 13,97 kr. Dette

indikerer et relativt højt afgiftsniveau i Danmark sammenlignet med EU (Europa-Kommissionen, 2026; Chokoladeafgiftsloven Skatteministeriet, 2025; Øl- og vinafgiftsloven Skatteministeriet, 2025)

Harboes Bryggeri A/S opererer samtidig på et marked, hvor emballageafgifter samt stigende krav til bæredygtighed og grøn omstilling spiller en central rolle. Disse reguleringer kan påvirke både produktionsomkostninger og produktudvikling. I 2024 købte 54 % af danskerne en plastikflaske fra Harboes bryggeri A/S med sodavand eller Apollinaris, hvilket understreger virksomhedens eksponering over for ændringer i afgifter og miljøkrav (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 15).

Derudover påvirkes bryggeribranchen af regulering inden for markedsføring, aldersgrænser og salgstidspunkter for alkohol. Markedsføring er et centralt konkurrenceparameter, men er samtidig underlagt stramme reguleringer. Ifølge markedsføringsloven §11, stk. 2 må markedsføring af alkohol ikke rettes mod børn og unge under 18 år, ligesom der gælder begrænsninger for, hvordan alkohol må omtales og promoveres (Danske love, 2026). Disse restriktioner kan påvirke virksomhedernes muligheder for at differentiere og markedsføre deres produkter.

Harboes Bryggeri A/S er i høj grad påvirket af EU's lovgivning, da en væsentlig del af virksomhedens aktiviteter foregår uden for Danmark. I regnskabsåret 2024/25 udgjorde eksport og salg i Tyskland samlet ca. 70 % af nettoomsætningen, fordelt på 38 % i Tyskland og 32 % på øvrige eksportmarkeder, mens Danmark udgjorde 29 %. Dette understreger virksomhedens betydelige internationale eksponering (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 26)

EU-lovgivning spiller derfor en central rolle for Harboes Bryggeri A/S, særligt inden for områder som fødevarerikkerhed, mærkning, emballagekrav, eksport, miljøregulering samt punkt-afgifter. Harmonisering af regler på tværs af EU kan skabe mere ensartede markedsvilkår og reducere handelsbarrierer, hvilket kan være en fordel for Harboes Bryggeri A/S' eksportaktiviteter. Omvendt kan skærpede krav til eksempelvis bæredygtighed, emballage og produktindhold medføre øgede omkostninger og behov for tilpasning af produktionen (Honoré, 2026).

Samlet set betyder Harboes Bryggeri A/S' internationale tilstedeværelse, at virksomheden i høj grad er afhængig af udviklingen i EU's regulering, hvilket både kan skabe muligheder for vækst på nye markeder, men også indebærer regulatoriske risici, der kan påvirke virksomhedens fremtidige indtjening.

Økonomiske forhold (Economic): Harboes Bryggeri A/S påvirkes i høj grad af udviklingen i inputpriser, herunder råvarer, emballage, energi og fragt samt ændringer i afgifter. Det ses på bilag 3, at Danmark ligger højest på prisniveau for fødevarer, drikkevarer og tobak i 2024.

Stigende omkostninger kan have en direkte negativ effekt på indtjeningen, særligt i en branche med intens priskonkurrence, hvor det ikke altid er muligt at overføre omkostningsstigninger til salgspriserne. Dette har blandt andet haft en negativ påvirkning på indtjeningen i 2024/25 (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 28-29).

Samtidig er Harboes Bryggeri A/S' position i lav- og mellemprisegmentet centralt for virksomhedens konkurrenceevne, hvilket øger følsomheden over for omkostningsstigninger. Virksomheden forsøger at reducere denne risiko gennem længerevarende indkøbsaftaler og stærke leverandørrelationer, men er fortsat eksponeret over for udsving i råvare- og inputpriser (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 28-29, 2025 s. 37). Samlet set udgør udviklingen i inputomkostninger en væsentlig økonomisk risikofaktor, som kan påvirke Harboes Bryggeri A/S' indtjening og konkurrenceevne.

Harboes Bryggeri A/S har også en betydelig international tilstedeværelse, hvilket medfører eksponering over for valutakursudsving. Ændringer i valutakurser kan påvirke både omsætning og omkostninger og dermed skabe udsving i den samlede indtjening. For at reducere denne risiko tilstræber virksomheden i videst muligt omfang at gennemføre både salg og indkøb i euro, hvilket bidrager til at stabilisere pengestrømmene. Dog opererer Harboes Bryggeri A/S også på markeder, hvor euroen ikke er den primære valuta, hvilket indebærer et fortsat valutarisiko. I disse tilfælde kan udsving i lokale valutaer samt økonomiske forhold i de enkelte lande påvirke virksomhedens resultater. Samlet set udgør valutaforhold derfor en væsentlig økonomisk faktor, som kan have indflydelse på Harboes Bryggeri A/S' fremtidige indtjening (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 38).

Sociokulturelle forhold (Social): Forbrugernes præferencer bevæger sig i stigende grad mod sundere og mere bæredygtige produkter, herunder alkoholfri og sukkerreducerede drikkevarer. Denne udvikling påvirker både efterspørgslen og produktudviklingen i bryggeribranchen og stiller krav til løbende tilpasning af sortimentet (Searchmind ApS, 2025).

jf. bilag 4, så ses det tydeligt, at efterspørgslen på alkoholfri øl er stigende. Harboes Bryggeri A/S har formået at udnytte denne trend gennem lanceringen af Harboes Bryggeri A/S Pilsner 0,0 %, som hurtigt blev den mest solgte alkoholfrie øl i prisstartsegmentet i Danmark 2024. Samtidig er salget af alkoholfri øl tredoblet i volumen sammenlignet med samme periode året før, hvilket understreger den stigende efterspørgsel i markedet (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 28, 2025 s. 34)

Derudover understøttes udviklingen af politiske tiltag, herunder strammere regler for alkoholforbrug, såsom lavere promillegrænser for nye bilister (Rådet for Sikker Trafik, 2025). Disse

forhold kan yderligere fremme efterspørgslen efter alkoholfri alternativer, ligesom Sundhedsstyrelsen udsteder anbefalinger, når der ses et højt alkoholforbrug, især blandt unge (Alkohol & Samfund, 2025) (Sundhedsstyrelsen, 2022).

Samlet set udgør ændringer i forbrugeradfærd og livsstil en væsentlig drivkraft for Harboes Bryggeri A/S' fremtidige vækst, hvor særligt alkoholfri produkter fremstår som et centralt udviklingsområde.

Teknologiske forhold (Technological): Bryggeribranchen er i stigende grad præget af teknologisk udvikling, hvor digitalisering og automatisering bidrager til mere effektive produktionsprocesser. Selvom selve brygningen fortsat bygger på traditionelle principper, giver moderne teknologi mulighed for at optimere arbejdsgange, øge kapacitetsudnyttelsen og reducere enhedsomkostningerne.

For Harboes Bryggeri A/S er dette særligt relevant, da virksomheden opererer i et konkurrencepræget lav- og mellempriisegment, hvor effektiv omkostningsstyring er afgørende. Selvom råvarepriser i høj grad er eksternt bestemte, kan Harboes Bryggeri A/S påvirke sin indtjening gennem teknologiske investeringer, der forbedrer produktionseffektiviteten og reducerer resourceforbrug, herunder energi.

Implementering af nye teknologier kræver dog investeringer og kan medføre kortsigtede omkostninger, hvilket stiller krav til prioritering og langsigtet planlægning. Omvendt kan succesfuld optimering styrke både omkostningseffektiviteten og virksomhedens konkurrencedygtighed, samtidig med at et lavere energiforbrug understøtter den stigende efterspørgsel efter mere bæredygtig produktion. Harboes Bryggeri A/S forventer en EBITDA på 130 - 160 mio. kr. i 2025/2026, hvilket forudsætter, at de fortsætter med investeringer i produktion og supply chain med henblik på yderligere effektivisering og omkostningsbesparelser (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 9).

Harboes Bryggeri A/S arbejder målrettet med teknologiske løsninger som et centralt middel til at forbedre effektiviteten i produktionen og reducere omkostningerne. Dette omfatter blandt andet elektrificering af processer samt implementering af energieffektive teknologier, der kan optimere ressourceforbruget. De har nemlig i det nyeste regnskabsår igangsat en transitionsplan netop med dette formål, samt for at kunne leve op til de miljømæssige krav (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 79). Teknologi spiller samtidig en vigtig rolle i virksomhedens evne til løbende at tilpasse sig nye krav, hvor investeringer i produktionsudstyr og datadrevet styring understøtter en mere effektiv og fleksibel drift.

Teknologien udgør en central driver og har altid været et centralt fokus for Harboes Bryggeri A/S' evne til at forbedre effektiviteten og fastholde en konkurrencedygtig position i markedet. (Harboes Bryggeri A/S, 2025 s. 7)

Miljømæssige forhold (Environmental): Bryggeribranchen er under stigende pres for at reducere CO₂-udledning og vandforbrug. Bæredygtig produktion og emballage er derfor centrale fokusområder. Regulering og forbrugerkrav kan medføre øgede investeringer, men også skabe konkurrencefordele.

Harboes Bryggeri A/S har en klar strategisk ambition om at reducere sin miljøpåvirkning gennem en transitionsplan med fokus på CO₂-reduktion i hele værdikæden. Virksomheden arbejder blandt andet med vedvarende energi, energieffektivisering og samarbejde med leverandører om materialer med lav emission. Målet er at reducere udledninger væsentligt frem mod 2035 og opnå net zero i 2050. Disse tiltag afspejler både et stigende regulatorisk pres og en øget efterspørgsel efter bæredygtige produkter, men kræver samtidig betydelige investeringer og løbende tilpasning af forretningsmodellen. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Bæredygtighed spiller en større rolle for både myndigheder, investorer, samarbejdspartnere og forbrugere. Det er derfor afgørende, at Harboes Bryggeri A/S løbende tilpasser sig udviklingen og arbejder aktivt med innovative løsninger inden for ressourceeffektivitet og lever op til kravene om rapportering af, hvordan de overholder de miljøkrav, der stilles, herigennem ESG- og CSR rapportering som er lovpligtig for store børsnoteret virksomhed (KPMG, 2023; Erhvervsstyrelsen, 2025)

Lovgivningsmæssige forhold (Legal): De juridiske rammer udgør en væsentlig del af Harboes Bryggeri A/S' eksterne omgivelser og har stor indflydelse på virksomhedens strategiske beslutninger. Virksomheden skal navigere i et komplekst regelsæt, der både omfatter nationale og internationale bestemmelser. Særligt lovgivning inden for fødevarerikkerhed, mærkning og markedsføring – især af alkohol – har stor betydning, da overholdelse er afgørende for både at undgå sanktioner og bevare et troværdigt omdømme.

Derudover spiller regulering omkring afgifter og miljøhensyn en central rolle, da de direkte påvirker virksomhedens omkostninger og konkurrenceevne. Samtidig stilles der krav til interne forhold såsom korrekt økonomisk rapportering og administrative procedurer, hvilket kræver effektive interne systemer og kontrolmekanismer.

Da Harboes Bryggeri A/S opererer på flere internationale markeder, skal virksomheden også forholde sig til forskellige landes lovgivning i forbindelse med eksport, import og distribution.

Dette øger kompleksiteten og stiller krav om løbende tilpasning, så virksomheden kan sikre compliance og minimere risikoen for juridiske konsekvenser.

Delkonklusion af PESTEL

Samlet set viser PESTEL-analysen, at Harboes Bryggeri A/S opererer i et komplekst og dynamisk eksternt miljø, hvor flere faktorer har væsentlig indflydelse på virksomhedens drift og strategiske muligheder. Særligt politiske og lovgivningsmæssige forhold, herunder afgifter, regulering og internationale krav, skaber både begrænsninger og muligheder, mens økonomiske faktorer som stigende inputpriser og valutarisici presser indtjeningen.

Samtidig åbner sociale og kulturelle trends, især den stigende efterspørgsel efter alkoholfri og sundere produkter, nye vækstmuligheder for Harboes Bryggeri A/S. Teknologisk udvikling og øget fokus på bæredygtighed spiller også en central rolle, hvor investeringer i effektiv produktion og grøn omstilling både er nødvendige og kan styrke konkurrenceevnen på længere sigt. Overordnet set er Harboes Bryggeri A/S' succes afhængig af virksomhedens evne til løbende at tilpasse sig disse eksterne forhold, balancere omkostninger og udnytte markedsmuligheder, særligt i lyset af deres store internationale eksponering.

SWOT

SWOT-analysen har til formål at analysere den strategiske position for Harboes Bryggeri A/S. Dette gøres ved at identificere Harboes Bryggeri A/S' interne styrker og svagheder, men også de eksterne muligheder og trusler ud fra de foregående analyser. I figur 1 ses de vigtigste analysepunkter:

Interne forhold	
Styrker	Svagheder
<ul style="list-style-type: none"> - Omkostningseffektiv produktion og drift - Stærk position i discount- og private label-segmentet - Bred produktportefølje og tilpasningsevne - International tilstedeværelse og flere indtægtskilder 	<ul style="list-style-type: none"> - Begrænset brandstyrke sammenlignet med større konkurrenter - Høj følsomhed over for omkostningsstigninger - Afhængighed af B2B detailkæder
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> - Vækst i alkoholfri og sundere produkter - Fortsat vækst i discount- og private label-segmentet - Effektivisering og teknologiske investeringer 	<ul style="list-style-type: none"> - Intens konkurrence og prispress i branchen - Stigende inputomkostninger - Ændrede forbrugerpræferencer - Regulering og bæredygtighedskrav

Figur 1 - SWOT (egen virkning)

Styrker: Harboes Bryggeri A/S er et veletableret brand, som har været på markedet i mange år, og virksomheden har en stærk position i detailhandelen, hvor produkterne findes i de fleste større kæder. Dette bidrager til et stabilt salg og større ordre.

Derudover opererer Harboes Bryggeri A/S i lavprissegmentet og inden for private label, hvilket betyder at virksomheden har fokus på omkostningseffektiv produktion og drift. Dette understøttes af virksomhedens effektive værdikæde og distributionsrelationer, som nævnes i afsnit om Harboes Bryggeri A/S' værdikæde (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Udover dette er at de udvider med større lagerbygninger, hvor det er muligt at købe råvarer i store mængder og dermed mulighed for at købe dem til en billigere pris (Christensen, 2026).

Harboes Bryggeri A/S har samtidigt også aktiviteter uden for Danmark, særligt i Tyskland og på øvrige eksportmarkeder, hvilket giver dem flere indtægtskilder og reducerer afhængigheden af et marked. (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Endvidere sælger Harboes Bryggeri A/S også maltekstrakt, hvilket giver dem adgang til et supplerende marked, hvor de samtidig er førende i Europa, hvilket giver dem en markedsfordel.

Som der også nævnes i VRIO-analysen er en af Harboes Bryggeri A/S' kernekompetencer, at de har en bred produktportefølje, der spænder over øl, læskedrikke og alkoholfri varianter, som giver virksomheden fleksibilitet til at imødekomme skiftende efterspørgsel i samfundet.

Svagheder: Harboes Bryggeri A/S er et gammelt bryggeri, som er kendt i hele Danmark, men selvom det er tilfældet, så er brandet ikke lige så stærkt som de største konkurrenter, herunder Carlsberg (Carlsberg, 2026). Det begrænser virksomhedens differentieringsmuligheder og gør det endnu mere nødvendigt at konkurrere på prisen samt at udnytte andre markeder herunder private label, men også deres salg af maltekstrakt.

Endvidere gør Harboes Bryggeri A/S' placering i lavprissegmentet virksomheden særlig sårbar over for stigende råvare-, energi- og transportomkostninger, hvilket kan påvirke indtjeningen negativt (Harboes Bryggeri A/S, 2023). I og med at Harboes Bryggeri A/S kun sælger til detailkæder, er virksomheden meget afhængig af B2B-salg, som nævnes i afsnittet om deres værdikæden.

Muligheder: Harboes Bryggeri A/S har mulighed for at skabe vækst gennem videreudvikling af deres produktportefølje, særligt inden for alkoholfrie produkter. Der har igennem de seneste år været en stigende efterspørgsel efter sundere alternativer, hvilket giver Harboes Bryggeri A/S mulighed for at styrke deres position i et voksende segment. Den gennemsnitlige dansker drikker også mindre og har derfor brug for alternativer (Kragelund, 2025). Endvidere kan Harboes Bryggeri A/S udnytte muligheder på nye markeder eller styrke deres position på eksisterende eksportmarkeder, særlig hvor efterspørgslen efter prisvenlige produkter er høj.

Derudover har de mange specialøl, hvilket de eventuelt skal prøve at reklamere mere med og fremhæve deres sortiment. Her har de nemlig øl i lidt forskellige prisklasser, hvor det ikke kun

er lavprissegmentet. Harboes Bryggeri A/S er dog generelt kendt for at være det billige på hylderne, men der er muligheder her for yderligere produktudvikling og segment udvidelse.

Trusler: Harboes Bryggeri A/S står over for hård konkurrence fra både danske og internationale bryggerier. Branchen er præget af høj konkurrence og hvor store aktører har bedre muligheder for at tage større markedsandele, da de har større marketingbudgetter og mere omfattende distributionsnetværk (Carlsberg, 2026) (Bryggeriforeningen, 2023, 2023).

Samtidig udgør stigende råvare-, energi- og transportomkostninger en væsentlig trussel, da Harboes Bryggeri A/S opererer i et prisfølsomt lavprissegment med begrænset mulighed for at overføre omkostningsstigninger til kunderne. Derudover kan globale kriser yderligere presse virksomheden (Harboes Bryggeri A/S, 2023).

Ændrede forbrugerpræferencer, herunder et fald i alkoholforbrug og øget fokus på sundhed, reducerer efterspørgslen efter traditionelle ølprodukter og stiller krav om løbende produktudvikling. Samtidig medfører øget regulering og skærpede bæredygtighedskrav højere omkostninger og behov for investeringer i produktion og værdikæde, som nævnes i PESTEL-analysen.

Delkonklusion SWOT

Analysen viser, at Harboes Bryggeri A/S har en solid markedsposition, understøttet af et vel-etableret brand, stærke distributionskanaler samt en effektiv omkostningsfokuseret forretningsmodel.

Virksomhedens styrke ligger især i dens evne til at operere effektivt i lavprissegmentet samt at have en bred produktportefølje og bred markedstilstedeværelse.

Samtidig er Harboes Bryggeri A/S udfordret af et mindre stærkt brand end de største konkurrenter og en høj følsomhed over for stigende inputomkostninger. Dette skyldes især virksomhedens placering i lavprissegmentet, hvor mulighederne for at overføre omkostningsstigninger til kunderne er begrænset. Harboes Bryggeri A/S forsøger dog at tage forholdsregler i forhold til at have store lagerbygninger, hvor det er muligt at købe råvarer i store mængder og dermed mulighed for at købe dem til en billigere pris.

Forbrugerne har ændret sine vaner i løbet af de seneste par år, hvor de er begyndt at tænke mere på sundhed og dermed er den anden mest solgte øl, alkoholfri. Ændrede forbrugerpræferencer, særligt inden for alkoholfri produkter og sundere alternativer, skaber dermed nye vækstmuligheder, men kræver løbende produktudvikling og investeringer. Omvendt udgør intens konkurrence, ændrede forbrugerpræferencer og fortsatte omkostningsstigninger væsentlige trusler mod den fremtidige indtjening. Samlet set viser analysen, at Harboes Bryggeri A/S' fremtidige

konkurrenceevne afhænger af en effektiv kombination af omkostningsledelse og øget produkt-differentiering, hvor virksomheden løbende tilpasser sit sortiment til ændrede forbrugerpræferencer og værdier.

3. Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen vil der blive foretaget en analyse af Harboes Bryggeri A/S' profitabilitets nøgletal, baseret på regnskabsperioden 2020/21 til 2024/25. Harboes Bryggeri A/S har et forskudt regnskabsår, der betyder, at analysen går fra perioden d. 1. maj 2020 til d. 30. april 2025. Der er blevet anvendt de offentliggjorte regnskaber ved Erhvervsstyrelsen, hvor der er blevet udarbejdet en reformulering af henholdsvis resultatopgørelsen og balancen. Endvidere er der udarbejdet en reformulering af balancen for 2019/20, da nøgletallene i regnskabsanalysen er beregnet ved brug af gennemsnitsmetoden. Selve analysen er blevet udarbejdet med udgangspunkt i metoden i bogen Regnskabsanalyse & værdiansættelse 7. udgave fra 2020 (Sørensen, 2022). Analysen danner sammen med den strategiske analyse det nødvendige fundament for udarbejdelsen af budgettet for den fremtidige drift, som efterfølgende anvendes i værdiansættelsen.

Regnskabsmæssig kvalitet

Regnskabskvalitet handler om, hvorvidt virksomhedens finansielle rapportering giver et retvisende, gennemsigtigt og sammenligneligt billede af den økonomiske situation. IFRS standarderne, som Harboes Bryggeri A/S rapporterer efter, er udviklet for netop at sikre høj kvalitet i finansiell rapportering gennem principper om gennemsigtighed, konsistens og sammenlignelighed. IFRS er et globalt regelsæt udarbejdet af IASB og anvendes af virksomheder i EU herunder danske virksomheder som Harboes Bryggeri A/S (Harboes Bryggeri A/S, 2025). Der har ikke været væsentlige ændringer i anvendt regnskabspraksis. Endvidere er alle revisionspåtegninger i de 5 år blanke. Her konkluderer revisoren, at årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens regnskab, og at der er ingen forbehold eller supplerende oplysninger, samt ingen going concern usikkerhed. Regnskabskvaliteten er dermed høj, og stabil. Der har været en konsistent anvendt regnskabspraksis og en blank revisionspåtegning (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

Reformulering af finansielle opgørelser

Reformuleringen af Harboes Bryggeri A/S' finansielle opgørelser har til formål at skabe et mere retvisende billede af virksomhedens underliggende drift ved tydeligt at adskille drifts- og

finansieringsaktiviteter. Nogle af posterne i regnskabet kan ikke måles præcist og afhænger derfor af ledelsens vurderinger, hvilket gør det nødvendigt at analysere dem nærmere i reformuleringen. Ved at identificere og korrigere for usædvanlige forhold, engangsposter og dirty-surplus elementer opnås en konsistent clean-surplus opgørelse, som danner grundlaget for beregningen af NOPAT, ROIC og den efterfølgende værdiansættelse.

Reformulering af balancen

Ved en reformulering af koncernregnskabet er der identificeret visse regnskabsposter, som indbærer en vis grad af subjektiv vurdering. Dette kan enten skyldes utilstrækkelig information, ved de enkelte poster eller særlige forhold, som er relateret til deres klassifikation. Der gennemgås derfor nedenfor udvalgte kritiske punkter ved regnskabskvaliteten. Udvælgelsen er foretaget med fokus på væsentlighed, samt posternes betydning for nøgletal og den samlede regnskabsanalyse. Der er givet en redegørelse for de usikkerheder, som de enkelte poster medfører, samt hvilken indvirkning det har på analysen. Afslutningsvis henvises der yderligere til de reformulerede regnskabsdata i figur 2.

I årsregnskabet for 2024/2025 udgør selskabets likvide beholdninger t. DKK 30.441, hvor hovedparten vurderes at være overskydende likviditet. En andel heraf er dog disponeret til driftsformål med henblik på at understøtte den daglige drift og sikre betalingsevnen.

Da der ikke foreligger konkrete oplysninger fra ledelsen om størrelsen af den nødvendige driftslikviditet, er denne fastsat skønsmæssigt til 1% af nettoomsætningen. Dette er i overensstemmelse med gængs praksis i reformulering, der typisk ligger mellem 0,5 - 2 % (Sørensen, 2022 Kap. 8). Som følge heraf er der foretaget en justering i forbindelse med reformuleringen af balancen, hvor en del af de likvide beholdninger er omklassificeret til driftslikviditet. Det vurderes, at det fastsatte niveau er passende, idet selskabets pengestrømme fremstår relativt stabilt normalt vis og dermed ikke normalt er præget af betydelige udsving. Harboes Bryggeri A/S har i 2023 dog taget et større lån, som har påvirket deres likviditet negativt (Sørensen, 2022 Kap. 8).

Selskabet råder over investeringsejendomme, som i årsrapporten for 2024/2025 er værdiansat til t. DKK 22.089. Disse ejendomme anvendes ikke længere i virksomheden drift (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Indtægterne fra udlejning af ejendomme indregnes i resultatopgørelsen under andre driftsindtægter, og de tilknyttede omkostninger indregnes som andre driftsomkostninger. På baggrund

af denne regnskabsmæssige behandling vurderes aktiviteterne relateret til investeringsejendomme som en integreret del af den ordinære drift. Som følge heraf er investeringsejendommene i forbindelse med reformuleringen klassificeret som driftsaktiver.

I regnskabsåret 2024/2025 udgør posten “Anden gæld og andre forpligtelser” samlet t. DKK 115.928. Denne post er sammensat af seks underliggende poster, hvor “Anden kortfristet gæld” repræsenterer cirka 54% af den samlede værdi. Denne delpost er ikke nærmere specificeret i årsrapporten, hvilket medfører en vis usikkerhed i forhold til dens karakter og klassifikation. Manglen på yderligere opdeling vanskeliggør en entydig vurdering af, hvorvidt posten skal henføres til driftsrelaterede eller ikke-driftsrelaterede forpligtelser. På baggrund af den begrænsede informationsgrad er det imidlertid lagt til grund, at posten overvejende vedrører den ordinære drift. Denne antagelse er foretaget i overensstemmelse med gængs praksis i reformulering af balancen (Sørensen, 2022 Kap. 8).

Posten “Andre kapitalandele og værdipapir” er i årsregnskabet omfattende både børsnoterede og unoterede investeringer. Af noterne fremgår det, at en del af beholdningen består af unoterede værdipapirer, som selskabet anser for at være relateret til dets branche.

Disse unoterede investeringer vurderes at have en strategisk karakter og er derfor behandlet som driftsaktiver i forbindelse med regnskabsanalysen. Den samlede værdi af disse udgør t.DKK 1.538. De resterende værdipapirer, som ikke vurderes at have en direkte driftsmæssig tilknytning, er derimod klassificeret som finansielle aktiver. Dette er dog kun gældende for 2020/2021 og 2021/2022. På baggrund af de foretagne justeringer og omklassifikationer fremkommer den reformulerede balance som vist nedenfor i figur 2:

Reformulering af balancen					
T. dkk	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Driftsaktiver					
Immaterielle aktiver	13.421	6.218	4.202	3.982	3.783
Materielle aktiver	667.947	613.578	589.011	636.873	739.302
Investerings ejendomme	19.701	31.460	28.050	25.257	22.089
Andre kapitalandele og værdipapirer, brancherelaterede investeringer	4.745	1.433	1.538	1.538	1.538
Varbeholdninger	144.726	164.926	205.368	194.416	199.459
Tilgodehavender	264.396	271.883	355.541	418.227	419.674
Periodeafgrænsningsposter	8.351	6.504	6.572	4.573	4.757
Driftslikviditet	13.282	14.194	16.211	18.171	18.226
	1.136.569	1.110.196	1.206.493	1.303.037	1.408.828
Driftsforpligtelser					
Udskudte skatteforpligtelser, lang	44.629	46.453	43.380	42.656	47.729
Udskudte indregning af indtægter, lang	20.850	17.372	14.784	12.926	11.171
Leverandører af varer og tjenesteydelser, kort	117.908	158.597	145.121	244.505	254.769
Anden gæld og andre forpligtelser, kort	122.044	107.808	109.402	110.011	115.928
Udskudt indregning af indtægter, kort	3.443	2.869	2.426	2.121	1.833
	308.874	333.099	315.113	412.219	431.430
Netto driftsaktiver (NDA)	827.695	777.097	891.380	890.818	977.398
Finansielle aktiver					
Andre kapitalandele og værdipapirer, børsnoterede	1.140	930	0	0	0
Andre kapitalandele og værdipapirer, unoterede	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	3.360	31.896	-6.846	14.961	12.215
Deposita, lejemål	0	0	0	0	0
Aktiver bestemt for salg	0	0	0	2.428	0
Finansielle forpligtelser					
Gæld til kreditinstitutter, lang	0	0	0	54.757	67.153
Gæld til realkreditinstitutter, lang	86.301	70.318	54.175	36.441	20.023
Indregnede leasingforpligtelser, lang	39.907	33.029	35.342	33.435	31.999
Bankgæld og gæld til realkreditinstitutter, kort	16.199	15.990	107.570	39.210	90.153
Indregnede leasingforpligtelser, kort	9.996	9.683	10.813	10.886	12.135
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	0	0	0	1.912	0
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	147.903	96.194	214.746	159.252	209.248
Egenkapital					
Aktivekapital	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Andre reserver	-1.275	-225	-180	-9	224
Overført totalindkomst	621.067	621.128	616.814	659.575	695.926
Minoritetsinteresser	-14	-40	-40	0	0
Udbetalt udbytte	0	0	0	12.000	12.000
Egenkapital i alt	679.778	680.863	676.594	731.566	768.150

Figur 2 - Reformulering af balancen (egen tilvirkning)

Reformulering af resultatopgørelse

I forlængelse af reformuleringen af balancen skal resultatopgørelsen også reformuleres og reformuleringen ses i bilag 5. Formålet med reformuleringen af resultatopgørelsen er at adskille virksomhedens driftsaktiviteter fra finansieringsaktiviteter med henblik på at skabe et retvisende grundlag for analyse af indtjeningssevne og værdiskabelse. Reformuleringen opdeles i driftsmæssige og finansielle poster. Reformuleringen af Harboes Bryggeri A/S har til formål at identificere virksomhedens underliggende, tilbagevendende indtægter og omkostninger, således at den fremtidige rentabilitet kan estimeres mere præcist. Det vil sige, at usædvanlige poster og dirty-surplus poster skal identificeres og fjernes, og derved opnås en fuldstændig resultatopgørelse kaldet "clean-surplus" (Sørensen, 2022 Kap. 8)

Harboes Bryggeri A/S har en del regnskabsposter som man skal være særlig opmærksom på i forbindelse med reformuleringen, og disse poster gennemgås nedenfor.

Finansielle indtægter og omkostninger: Finansielle indtægter indeholder renter af bankindestående og renter af andre kapitalandele og værdipapirer. Udbytte fra andre kapitalandele og værdipapirer og gevinst ved salg af andre kapitalandele og værdipapirer, samt renter af andre kapitalandele og værdipapirer klassificeres under andet driftsoverskud, da størstedelen af kapitalandelene er klassificeret under driftsaktiver (jf. reformuleret balance) og antages at vedrøre investeringer.

Finansielle omkostninger i den reformulerede resultatopgørelse, består primært af renter på prioritetsgæld, bankgæld samt leasingforpligtelser. Disse forpligtelser er i den reformulerede balance klassificeret som finansielle forpligtelser og afspejler selskabets finansiering gennem fremmedkapital. De tilhørende rentekomkostninger henføres derfor til finansieringsaktiviteten. Herudover indgår valutakurstab samt tab ved salg af andre værdipapirer og kapitalandele i de finansielle omkostninger. Valutakurstab relaterer sig til virksomhedens finansielle dispositioner og kapitalforvaltning og klassificeres ligeledes som finansieringsaktivitet. Men tab ved salg af andre værdipapirer og kapitalandele klassificeres som driftsaktiviteten som en usædvanlig post.

Samlet set afspejler de finansielle omkostninger således omkostningerne ved selskabets kapitalstruktur og er uafhængige af den underliggende driftsaktivitet. Dette understøttes af den reformulerede balance, hvor den rentebærende gæld indgår under netto finansielle forpligtelser (NFF).

Usædvanlige driftsposter og finansielle poster: Det officielle årsregnskab indeholder en række engangsomkostninger, som anses for at være usædvanlige og ikke gennemgående år efter år. Disse omkostninger benævnes engangsomkostninger og vedrører nedskrivninger og tab/gevinst på anlægsaktiver. Nedskrivninger på immaterielle- og materielle anlægsaktiver, debitorer og andre kapitalandele baseres på anlægsnoterne 9, 8, 11, 14, 18, 17 samt ledelsesberetningen, og afsnittet "Finansiell redegørelse" i årsrapporterne.

Da kapitalandelene er klassificeret som driftsaktiver i balancen, behandles tilhørende udbytter og gevinster som driftsmæssige. Disse vurderes dog som usædvanlige, da de ikke er en del af den løbende drift (Sørensen, 2022, Kap 8)

I forlængelse af afviklingen af koncernens aktiviteter i Estland i 2020/2021 har koncernen i regnskabsåret 2021/2022 gennemført det endelige salg af den faste ejendom i det estiske daterselskab. Transaktionen har medført en fortjeneste på 4,7 mio. kr. (Harboes Bryggeri A/S, 2021 s. 16)

Resultatpåvirkningen relaterer sig til den afsluttende fase af afviklingen af aktiviteterne i Estland og udspringer af salg af aktiver som led i en strategisk beslutning om at træde ud af markedet. Posten vurderes derfor ikke at være en del af den løbende drift, men derimod en konsekvens af en ikke-tilbagevendende begivenhed. På den baggrund klassificeres resultatpåvirkningen som en usædvanlig driftspost i den reformulerede resultatopgørelse.

I forbindelse med reformuleringen af resultatopgørelsen er der foretaget en vurdering af en række poster med henblik på at identificere eventuelle usædvanlige eller ikke-tilbagevendende forhold. For regnskabsåret 2022/2023 er der særligt set på reguleringer og salg under andre kapitalandele og værdipapirer (Harboes Bryggeri A/S, 2023 s. 69). Disse poster kan potentielt indeholde værdireguleringer eller realiserede gevinster/tab, som kunne klassificeres som usædvanlige. Det er dog vurderet, at disse poster er en del af virksomhedens løbende finansielle aktiviteter og dermed ikke udgør egentlige engangsposter.

Tilsvarende er noten vedrørende tilgodehavender gennemgået, uden at der er identificeret forhold, som afviger fra normal drift. Oplysningen i noten om personaleomkostninger med forfald mellem 2 og 5 år vurderes ligeledes at være en del af virksomhedens almindelige driftsstruktur og ikke et udtryk for usædvanlige forhold. (Harboes Bryggeri A/S, 2023 s. 71, 2023 s. 76)

Koncernens kontraktlige forpligtelser på 70,6 mio. kr. kan indikere fremtidige bindinger, men da disse ikke påvirker resultatopgørelsen direkte i perioden, er de ikke behandlet som usædvanlige poster (Harboes Bryggeri A/S, 2023 s. 81). Endvidere er stigningen i administrationsomkostninger på 5 mio. kr. som følge af strategiske tiltag vurderet at være en del af den løbende udvikling og skalering af organisationen og dermed ikke en engangspost. (Harboes Bryggeri A/S, 2023 s.18)

For regnskabsåret 2021/2022 er der ligeledes foretaget en vurdering af noten vedrørende personaleomkostninger, hvor ændringer i personaleomkostninger ikke vurderes at være af engangskaraktter.

I den finansielle redegørelse for 2021/2022 nævnes der ændrede EU-regler. Stigningen i salgs- og distributionsomkostninger og øgede markedsførings- og organisationsomkostninger. Her vurderes effekten af ændrede EU-regler på supply chain financing samt den forventede likvi-

ditetspåvirkning, at være strukturel snarere end midlertidig. Stigningen i salgs- og distributionsomkostninger, herunder højere fragtrater og øget eksportaktivitet, vurderes ligeledes at være drevet af markedsforhold og vækst i forretningen. Tilsvarende anses øgede markedsførings- og organisationsomkostninger som investeringer i fremtidig indtjening og dermed en del af den normale drift. (Harboes Bryggeri A/S, 2022 s. 18-20)

For regnskabsåret 2020/2021 er noten vedrørende ophørende aktiviteter gennemgået med henblik på at vurdere, om disse udgør engangsposter. Ophør af aktiviteter kan isoleret set indikere et ikke-tilbagevendende forhold, men det er vurderet, at der i dette tilfælde er tale om aktiviteter relateret til investeringsejendomme. Disse vurderes at indgå som en del af virksomhedens løbende porteføljestyring og kapitalallokering, hvor køb og salg af aktiver kan forekomme med jævne mellemrum. De relaterede omkostningsreduktioner i salgs- og distributionsomkostninger anses således som en del af den løbende tilpasning af virksomhedens omkostningsstruktur og ikke som et isoleret engangstilfælde. (Harboes Bryggeri A/S, 2021 s. 54)

Samlet set er det vurderet, at de gennemgåede forhold enten er en del af virksomhedens normale drift eller relaterer sig til løbende strategiske og markeds-mæssige tilpasninger. På den baggrund er posterne ikke klassificeret som usædvanlige eller engangsposter i den reformulerede resultatopgørelse.

Driftsmæssige og finansielle dirty surplus-poster: I forbindelse med reformuleringen af resultatopgørelsen identificeres poster, der påvirker egenkapitalen direkte uden at indgå i den ordinære resultatopgørelse, jf. princippet om dirty surplus (Sørensen, 2022 kap. 8). Disse poster fremgår af totalindkomstopgørelsen som “anden totalindkomst”.

I Harboes Bryggeri A/S’ regnskab består anden totalindkomst af valutakursregulering vedrørende udenlandske datterselskaber. Denne post udgør henholdsvis 233 t.kr. i 2024/25 , 171 t.kr. i 2023/24, 536 t.kr. i 2022/2023, 207 t.kr. i 2021/2022 og -1227 t.kr. i 2020/2021. (Harboes Bryggeri A/S, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025).

Valutakursreguleringen opstår som følge af omregning af udenlandske enheders regnskaber til danske kroner og er dermed relateret til virksomhedens driftsaktiviteter i udlandet. Posten vurderes derfor som driftsmæssig, selvom den ikke indgår i resultatopgørelsen.

Disse klassificeres som driftsmæssige dirty surplus-poster og indarbejdes i den reformulerede resultatopgørelse for at sikre et retvisende billede af virksomhedens samlede driftsposter (Sørensen, 2022, Kap. 8). Disse beløb tillægges det reformulerede driftsresultat, da de repræsenterer værdireguleringer knyttet til virksomhedens operationelle aktiviteter, som ellers ikke ville fremgå af resultatopgørelsen.

Det bemærkes, at anden totalindkomst i flere regnskabsår indeholder både driftsmæssige og finansielle komponenter. Særligt dagsværdiregulering af værdipapirer klassificeres som finansiel og bør derfor ikke indgå i driftsresultatet.

Således foretages en opdeling af dirty surplus-poster, hvor valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder behandles som driftsmæssig, mens værdireguleringer af værdipapirer klassificeres som finansielle. Denne post udgør henholdsvis 670 t.kr. i 2022/2023, 797 t.kr. i 2021/2022 og 2342 t.kr. i 2020/2021. Manglende opdeling vil medføre en fejltagtig opgørelse af virksomhedens driftsperformance og dermed påvirke beregningen af NOPAT og efterfølgende værdiansættelse.

Skatteallokering og beregning af NOPAT: Ved reformuleringen af resultatopgørelsen foretages en opdeling af den samlede skat, således at skatten fordeles mellem drift og finansiering. Formålet er at isolere den skat, der vedrører driftsaktiviteterne, så der kan beregnes et retvisende mål for den operationelle indtjening i form af NOPAT.

Udgangspunktet er den rapporterede skat af årets resultat, som efterfølgende justeres for skattefordelen ved de finansielle omkostninger. Denne skattefordel tillægges, da finansielle poster ikke indgår i driftsresultatet. Derved fremkommer skatten af driftsoverskuddet. (Sørensen, 2022 Kap. 8)

For at opnå en mere præcis allokering korrigeres der yderligere for skat relateret til usædvanlige driftsposter samt andet driftsoverskud. Disse poster isoleres, da de ikke anses som en del af den underliggende, normale drift. Efter disse korrektioner fremkommer skatten af EBIT, som udgør den skat, der knytter sig til den ordinære drift. På baggrund af de foretagne justeringer kan NOPAT beregnes som EBIT fratrukket skat af EBIT:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} - \text{skat på EBIT} \text{ (Sørensen, 2022 Kap. 8)}$$

De beregnede værdier, som ses i bilag 6 viser, at skatten af EBIT varierer betydeligt over perioden. I 2020/2021 er skatten på -1.331 t.kr., hvilket stemmer med at der var underskud.

I de første år er skattebelastningen lav her -1.331 t.kr. i 2020/2021 og i 2021/22 og 2022/23 er på 599 t.kr. og 2.322 t.kr og er to år hvor de skal betale skat, hvor de i de andre år skal have penge retur, da de har haft underskud. Her ses det at i 2024/25 er skatten -11.011 t.kr. og i 2023/24 er den -15.612 t.kr., hvilket blandt andet kan skyldes variationer i virksomhedens driftsresultat, tidligere underskud der modregnes, eller andre skattemæssige reguleringer. Denne udvikling påvirker direkte NOPAT. Samlet set sikrer skatteallokeringen, at NOPAT

alene afspejler den indtjening, der genereres fra driften efter skat, uden påvirkning fra finansielle forhold og engangsposter. Dette giver et mere retvisende grundlag for den videre rentabilitetsanalyse, herunder beregning af ROIC.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i DuPont-pyramiden, se bilag 7. Analysen baseres desuden på egenkapitalens forrentning (ROE), som dekomponeres i afkastet på driftsaktiviteter (ROIC) samt effekten af finansiell gearing. ROIC kan yderligere opdeles i overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Denne opdeling gør det muligt at analysere, om udviklingen i ROE skyldes ændringer i indtjening, effektivitet eller finansiering. Først analyseres driftsaktiviteten, som en del af ROE og derefter finansieringsaktiviteten, som består af finansiell gearing, renten og spread. En samlet oversigt af nøgletallene ses i bilag 8.

Driftsaktiviteten

Egenkapitalforrentning (ROE): Egenkapitalforrentningen (ROE) viser den samlede forrentning af ejernes investerede kapital og udgør det overordnede nøgletal i DuPont-modellen. I perioden 2020/21–2022/23 er ROE meget lav og endda negativ i 2022/23, hvilket indikerer en utilfredsstillende samlet rentabilitet. I 2023/24 sker der imidlertid en markant forbedring til 7,80 %, hvorefter ROE falder moderat til 6,01 % i 2024/25. Udviklingen i ROE afspejler primært ændringer i driftsrentabiliteten samt i mindre grad effekten af finansiell gearing.

Afkast på driftsaktiviteter (ROIC): ROIC måler afkastet af virksomhedens driftsaktiver og er en central værdidriver for ROE. I de første år er ROIC omkring nul eller negativ, hvilket viser, at driften ikke skaber værdi. I 2023/24 stiger ROIC markant til 16,49 %, hvilket indikerer en væsentlig forbedring i driftsindtjeningen. Dette indikere meget godt at Harboes Bryggeri A/S i året 2023/24 og har stort fokus på etablerer nye produkter og hvor deres 0,0% pilsner blev den mest solgte alkoholfrie øl i prisstartersegmentet i Danmark og hvor der også samtidig er en stigende efterspørgsel på eksportmarkederne (Harboes Bryggeri A/S, 2025). I 2024/25 falder ROIC til 11,07 %, men ligger fortsat på et relativt højt niveau sammenlignet med tidligere år.

Overskudsgrad (OG): Overskudsgraden viser virksomhedens evne til at generere overskud pr. omsætningskrone. I perioden frem til 2022/23 er overskudsgraden negativ, hvilket indikerer svag indtjening fra driften. I 2023/24 forbedres overskudsgraden markant til 4,04 %, hvilket er

den primære forklaring på stigningen i ROIC. I 2024/25 falder overskudsgraden til 2,97 %, hvilket bidrager til det efterfølgende fald i ROE.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH): Aktivernes omsætningshastighed måler, hvor effektivt virksomheden anvender sine aktiver til at generere omsætning. AOH er relativt stabilt i hele perioden med en svag stigning frem mod 2023/24, hvor den topper ved 2,04. I 2024/25 falder det en smule til 1,86. Dette indikerer, at effektiviteten i anvendelse af aktiverne generelt er stabil og kun i begrænset omfang driver udviklingen i rentabiliteten sammenlignet med overskudsgraden. Harboes Bryggeri A/S ligger generelt højt, hvilket indikerer, at de har en effektiv kapitalanvendelse.

Afkastningsgrad: Afkastningsgraden følger udviklingen i driftsrentabiliteten og er negativ i de første år. I 2023/24 stiger den markant til 8,25 %, hvilket understøtter den generelle forbedring i virksomhedens performance. I 2024/25 falder den til 5,54 %, men er fortsat positiv, hvilket indikerer, at de stadig tjener på deres aktiver.

EBITDA-margin: EBITDA-marginen viser indtjeningen før af- og nedskrivninger i forhold til omsætningen. Den falder fra 7,36 % i 2020/21 til 4,84 % i 2022/23, hvilket indikerer faldende indtjening. I 2023/24 forbedres marginen til 8,29 %, hvorefter den igen falder til 7,07 % i 2024/25. Udviklingen afspejler en midlertidig forbedring i den operationelle indtjening.

EBIT-margin: EBIT-marginen følger samme udvikling som overskudsgraden og er negativ i de første år, hvilket indikerer, at virksomhedens omkostninger har været højere end den indtjening, der er skabt gennem den ordinære drift. I 2023/24 bliver den positiv og udgør 4,04 %, hvilket indikerer forbedret driftsindtjening efter afskrivninger. I 2024/25 falder EBIT-marginen til 2,97 %, hvilket tyder på et fornyet pres på omkostningerne eller en lavere indtjeningsevne. Marginen forbliver dog positiv, hvilket fortsat indikerer, at virksomheden skaber overskud på den ordinære drift efter afskrivninger.

NOPAT-marginen: NOPAT-marginen viser den operationelle indtjening efter skat. Den er negativ i perioden frem til 2022/23, hvilket understøtter billedet af en svag driftsperformance. I 2023/24 stiger den til 3,18 % og falder derefter til 2,36 % i 2024/25. Udviklingen følger dermed samme tendens som de øvrige indtjeningsmål.

Finansieringsaktiviteten

Finansiell gearing (FGEAR): Den finansielle gearing viser forholdet mellem fremmedkapital og egenkapital og dermed graden af finansiell risiko. I hele perioden er gearingen relativt lav og stabil, hvilket indikerer en begrænset anvendelse af fremmedfinansiering. Dette medfører,

at ændringer i egenkapitalforrentningen i overvejende grad kan henføres til udviklingen i driftsrentabiliteten frem for finansieringsstrukturen. Harboes Bryggeri A/S har lavere risiko, færre renteomkostninger og er mindre sårbare i forhold til kapitalstrukturen.

Renteniveau (r): Renten angiver virksomhedens gennemsnitlige finansieringsomkostninger. Renten ligger stabilt omkring 4–5 % i hele perioden, hvilket indikerer relativt konstante finansieringsvilkår. Da renten ikke varierer væsentligt, er det heller ikke denne faktor, der driver de store ændringer i rentabiliteten.

Spread: Spreadet udtrykker forskellen mellem ROIC og lånerenten og er afgørende for effekten af finansiel gearing. I perioden frem til 2022/23 er spreadet negativt, hvilket betyder, at virksomheden ikke tjener nok på driften til at dække sine finansieringsomkostninger. Dette medfører en negativ gearing effekt og presser ROE ned. I 2023/24 bliver spreadet positivt og er på 11,52 %, hvilket betyder, at gearingen nu bidrager positivt til ROE. I 2024/25 forbliver spreadet positivt, men på et lavere niveau.

MIA: MIA er en korrektion for minoritetsaktionærernes andel og fortæller, hvilken indflydelse minoritetsaktionærerne har på ROE. Er MIA lig 1,00, betyder det, at minoritetsaktionærerne opnår samme ROE som de ordinære aktionærer. Er MIA større end 1,00, indikerer det, at de ordinære aktionærer opnår en større forrentning på deres kapital end minoritetsaktionærerne (Sørensen, 2022 kap.10). Ser man på udviklingen af MIA, så ligger den meget tæt på 1 i hele analyseperioden, hvilket indikerer, at der ikke er væsentlige forskelle i afkastet mellem minoritetsaktionærer og ordinære aktionærer. I de første år er MIA marginalt under 1, hvilket indikerer en mindre fordel til minoritetsaktionærerne, men forskellen vurderes som ubetydelig. Minoritetsinteressernes har ikke haft en væsentlig indflydelse på egenkapitalforrentningen.

Samlet set viser rentabilitetsanalysen, at virksomhedens rentabilitet i høj grad er drevet af udviklingen i driftsindtjeningen, særligt overskudsgraden. De første år er præget af svag eller negativ indtjening, hvilket resulterer i en lav ROE og et negativt spread, hvor finansiel gearing påvirker afkastet negativt. I 2023/24 sker der en markant forbedring i rentabiliteten, primært som følge af en forbedret overskudsgrad og dermed et højere afkast på driftsaktiviteter (ROIC). Samtidig bliver spreadet positivt, hvilket medfører, at den finansielle gearing begynder at bidrage positivt til ROE.

Udviklingen i overskudsgraden kan endvidere kobles til EBITDA- og EBIT-marginerne, som viser, at forbedringen i driftsrentabiliteten i 2023/24 er drevet af en styrket underliggende indtjening, mens faldet i 2024/25 indikerer et fornyet pres på omkostningsniveauet.

I 2024/25 ses en mindre tilbagegang i flere nøgletal, men rentabiliteten forbliver på et højere niveau end i de tidligere år. Overordnet indikerer analysen, at virksomhedens evne til at skabe indtjening fra driften er den væsentligste drivkraft bag udviklingen i ROE, mens den finansielle gearing spiller en mere sekundær rolle.

Vækstanalyse

Der er foretaget en vækstanalyse som ses i bilag 9, som viser en udvikling i virksomhedens performance over perioden 2021 til 2025. Her bliver generelt de driftsrelaterede nøgletal forbedret, hvor de finansielle forhold udvikler sig negativt.

Der startes med at beregne core ROIC salg. Den går fra et negativt niveau i 2021/22 til et positivt niveau i de sidste år. Dette indikerer, at virksomheden i stigende grad formår at skabe afkast på den investerede kapital i driften. Udviklingen viser en forbedret operationel effektivitet og værdiskabelse. Når man analyserer Core ROIC andet DO er det en meget svag og volatil udvikling. Udviklingen starter med et væsentligt fald, der ender i en negativ procent. Det ender dog med at blive forbedret de sidste par år, men niveauet er fortsat lavt. Dette vurderes at indikere, at ikke alle driftsområder bidrager lige positivt til værdiskabelsen.

I forhold til Core R, ligger den på et stabilt niveau omkring 3-4%, dog med et fald i det seneste år. Dette betyder at virksomheden har været gode til at forhandle en fair rente, men oplever et begyndende pres på resultatet. Afslutningsvis viser de finansielle nøgletal imidlertid en mere bekymrende tendens. UP/NDA udvikler sig negativt gennem perioden, hvilket indikerer en svækkelse i forholdet mellem resultat og afskrivninger. Endvidere er der en markant udvikling i UFP/NFF, der falder kraftigt og ender på et betydeligt negativt niveau. Dette tyder på stigende finansielle omkostninger eller en forværret kapitalstruktur.

Delkonklusion regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen viser samlet set, at Harboes Bryggeri A/S har gennemgået en markant udvikling i analyseperioden fra 2020/21 til 2024/25. De første regnskabsår er præget af svag eller negativ rentabilitet, hvor både ROE, ROIC og overskudsgraden ligger på et lavt niveau. Dette indikerer, at virksomheden i perioden havde udfordringer med at skabe tilfredsstillende indtjening fra driften.

Fra 2023/24 ses der dog en tydelig forbedring i den operationelle performance. Særligt stigningen i ROIC, EBITDA-margin og EBIT-margin viser, at Harboe i højere grad formår at skabe

værdi gennem den underliggende drift. Udviklingen understøttes af en forbedret overskudsgrad, mens aktivernes omsætningshastighed forbliver relativt stabil gennem hele perioden. Dette indikerer, at forbedringen primært skyldes øget indtjeningsevne.

Reformuleringen af resultatopgørelsen og balancen har samtidig tydeliggjort forskellen mellem driftsmæssige og finansielle aktiviteter samt sikret, at usædvanlige poster og dirty-surplus elementer er behandlet korrekt. Dermed opnås et mere retvisende grundlag for beregning af NOPAT og vurdering af virksomhedens reelle driftsindtjening.

Finansieringsmæssigt fremstår Harboe relativt stabil med en moderat gearing og et stabilt renteniveau. I de første år er spreadet negativt, hvilket betyder, at driften ikke skaber tilstrækkeligt afkast til at dække finansieringsomkostningerne. I 2023/24 og 2024/25 bliver spreadet derimod positivt, hvilket medfører, at gearingen bidrager positivt til egenkapitalforrentningen. Samlet viser analysen, at Harboes Bryggeri A/S fortsat befinder sig i en genopretningsfase, hvor rentabiliteten er forbedret markant i de seneste år, men hvor indtjeningen stadig er følsom over for ændringer i omkostningsniveau og markedsforhold.

4. Budgettering

Ved udarbejdelse af en værdiansættelse skal der udarbejdes et budget for Harboes Bryggeri A/S. Her er det nødvendigt at udarbejde et budget for resultat og balance. Budgettet vil danne grundlag for beregningen af Harboes Bryggeri A/S' fremtidige frie cash flow, hvilket skal bruges i DCF-modellen, som anvendes til værdiansættelsen. Budgettet er blevet udarbejdet i en 5-årig periode. Dette er gjort på baggrund af branchen, hvor følgende overvejelser er gjort. Vækstudsigterne for branchen er lave, hvilket taler for, at budgettet skal være i færre år. Virksomhedsspecifikke konkurrencemæssige fordele, vurderes også at være begrænsede på kort sigt, da store bryggerier hurtigt kan komme ind og tage markedsandel. Derfor vurderes det, at en længere periode på f.eks. 10 år, vil sandsynligvis medføre en højere grad af usikkerhed, samt større udsving i budgettet. Dette vil derfor forringe pålideligheden af budgettallene, samt grundlaget for værdiansættelsen. Budgetperioden for Harboes Bryggeri A/S fastsættes derfor til 2025/2026 til 2029/2030. Forudsætningerne for budgettet, udarbejdes på baggrund af konklusion i den strategiske analyse og regnskabsanalyse. Afrundingsvis inddrages Harboes Bryggeri A/S egne forventninger til fremtiden, som et væsentligt grundlag for de budgetterede tal.

Budgettering for resultatopgørelsen

Omsætning

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Salgsvækstrate	2%	3%	5%	3%	2%	3%

Figur 3 - Salgsvækst (egen tilvirkning)

Omsætningen har i regnskabsanalysen haft en betydelig stigning, hvor den er gået fra en omsætning på 1,3 mia. kr. til 1,8 mia. kr. Den er dermed steget med 37% i perioden fra 2020/2021 til 2024/2025. I regnskabet 2025, forventer virksomheden en EBITDA på mellem 130 - 160 mio. kr. og et resultat før skat på 30 - 60 mio. kr. Selve branchen vurderes at være meget moden nu, og det forventes derfor ikke den vildeste stigning som hidtil. (Harboes Bryggeri A/S, 2025) På baggrund af den historiske omsætning vurderes det, at der i budgetperioden er en stigning med 15 % på 5 år og derudover en terminalværdi på 3%. Dette vil give en stigning på ca. 300 mio. kr. til 2029/2030. Dette skyldes, at de både stopper nogle gamle aftaler i forhold til private label, da de ikke giver det overskud, som Harboes Bryggeri A/S forventede. Dog vil de også investere i markedsføring og komme ind på nye markeder. De vil investere i salgsfremmende aktiviteter og markedsføring, samt styrke eget brand i Danmark gennem innovation og øget distribution. De vil altså fastsat intensiv konkurrence og presse på salgspriserne. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Når de gamle aftaler stopper på private label, grundet lav indtjening, vil dette påvirke omsætningen negativ. Dog vil investering i salgsfremmende aktiviteter og markedsføring påvirke det positivt, samt søgning af nye markeder og kunder. Det er derfor vurderet, at omsætningen vil stige gennemsnitligt med 2,9% i perioden 2025/2026 til 2029/2030.

Terminalværdien fastsættes på baggrund af, at den forventede stigning for alkoholiske drinks er på 2,73% på verdensplan, hvor det for sodavand har en forventede vækst på 4,75% på verdensplan. Da Harboes Bryggeri A/S både producerer sodavand og øl, er den forventede vækst sat til at være 3%, da dette giver den mest retvisende vækst i fremtiden. ("Beer - world wide", 2026) ("Soft drinks - Worldwide", 2026)

EBIT-margin

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
EBIT-margin	3%	4%	4%	4,0%	3,5%	3,5%

Figur 4 - EBIT-margin (egen tilvirkning)

Harboes Bryggeri A/S' omkostninger påvirkes hurtigt af globale politiske aktiviteter, såsom krig. Dette skyldes, at virksomheden anvender primært vand, malt, humle og gær i ølproduktionen, og vand, kuldioxid, sødemidler og smagsstoffer i sodavandsproduktionen. Dette er råvarer, som typisk bliver dyrere ved usikkerhed i verden, samt bruger det meget strøm på at producere dette. Harboes Bryggeri A/S forventer at investere i produktionen og supply chain med henblik på yderligere effektivisering og omkostningsbesparelser. EBIT-margin har svinget mellem -0,4 % og 4,0% i perioden fra 2020/2021 til 2024/2025. Dette skyldes, at de har inve-

steret i en ny lagerbygning, samt krige og høje elpriser og råvarepriser. På baggrund af ovenstående information, er det vurderet, at EBIT-margin vil gennemsnitlig være på 3,6% i perioden 2025/2026 til 2029/2030, da det forventes at der løbende vil blive investeret i effektivisering. Terminalværdien er fastsat til 3,5%, da det forventes at være EBIT-margin langt ud i fremtiden.

Effektiv skattesats

Selskabsskatteprocenten i Danmark udgør 22% (Skattestyrelsen, 2026). Det budgetteres dermed ikke ændring i selskabsskattesatsen. Som det er fremlagt i Note 11 i regnskabet for 2025, har den effektive skatteprocent været på 20,2%. Dog skyldes den en påvirkning af ændringer fra tidligere år. Derfor tages der udgangspunkt i 22%. (Harboes Bryggeri A/S, 2025)

Andet driftsoverskud i pct. af salg

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Andet driftsoverskud i pct. af salg	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%

Figur 5 - Andet driftsoverskud i pct. af salg (egen tilvirkning)

Andet driftsoverskud består primært af lejeindtægter. I perioden 2020/2021 til 2024/2025 har den været på mellem -0,20% til 0,59% af omsætningen. De store udsving i procentpoint skyldes primært, at de solgte materielle anlægsaktiver i 2021. Dermed vurderes det, at fremtidigt vil det primært være lejeindtægter, som fremgår af andet driftsoverskud. Det vurderes derfor, at der ikke vil være en væsentlig ændring. Den stiger dermed løbende med omkostningerne, hvilket vurderes passende grundet indeksering.

Rente

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Rente	6%	5,80%	5,50%	5,30%	5,00%	5,00%

Figur 6 - Rente (egen tilvirkning)

Renten for Harboes Bryggeri A/S var i 2024/2025 på ca. 5%. På baggrund af, hvordan verdenssituationen er, vurderes det, at renten vil stige og efterfølgende løbende falder. Hvorved at den gennemsnitlige rente vil være på 5,52% i perioden 2025/2026 til 2029/2030. (Sune Malthe-Thagaard, 2026)

Samlet budgettering af resultatopgørelse

Ud fra ovenstående gennemgang af vores vurderinger, er der udarbejdet en budgetteret resultatopgørelse for perioden 2025/2026 til 2029/2030, af de forudsætninger, som er angivet ovenfor. Der er i budget 2025 budgetteret med et nettooverskud på 31,6 mio. kr., hvilket stemmer overens med ledelsens forventninger, idet de jf. årsrapporten 2025, forventer at realisere et resultat før skat på mellem 30 - 60 mio. kr. (Harboes Bryggeri A/S, 2025).

Resultatopgørelse t.dkk	2024/2025	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Nettoomsætning	1.822.588	1.859.040	1.914.811	2.000.977	2.061.007	2.102.227	2.165.294
Driftsomkostninger		-1.803.269	-1.847.793	-1.920.938	-1.978.566	-2.028.649	-2.089.508
EBIT		55.771	67.018	80.039	82.440	73.578	75.785
Skat på EBIT		-12.270	-14.744	-17.609	-18.137	-16.187	-16.673
NOPAT		43.502	52.274	62.430	64.303	57.391	59.113
Andet driftsoverskud, efter skat		930	957	1.000	1.031	1.051	1.083
Samlet driftsoverskud (DO)		44.431	53.232	63.431	65.334	58.442	60.195
Netto finansielle omkostninger (NFO)		-12.830	-12.054	-11.589	-10.622	-10.828	-11.153
Nettooverskud (NO)		31.601	41.177	51.842	54.712	47.614	49.042

Figur 7 - Samlet budgetteret resultatopgørelse (egen tilvirkning)

Det budgetterede nettooverskud svinger mellem 31,6 mio. kr. til 54,7 mio. kr. i budgetperioden 2025/2026 til 2029/2030. Dermed vurderes det, at der vil være overskud i alle årene for Harboes Bryggeri A/S. Dette skyldes, at virksomhedens EBIT-margin stiger, men falder så igen i 2029/2030. Endvidere stiger omsætningen løbende, da Harboes Bryggeri A/S har formået at sælge mere, selvom perioden har været imod dem, i forhold til forbrugernes ændrede vaner. Grundet driftsomkostninger er højere i 2029/2030, skyldes også, at omverden har en stor indvirkning på råvarer, hvilket kan påvirke Harboes Bryggeri A/S. Grunden til at driftsomkostningerne ikke er større, skyldes at Harboes Bryggeri A/S hele tiden arbejder med at være effektive, samt at deres supply chain er så optimal som muligt.

Budgettering balance

Der er udarbejdet et budget for balancen for perioden 2025/2026 til 2029/2030, som danner grundlag for balancen.

Anlægs kapital i pct. af salg

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Anlægs kapital i pct. af salg	40%	39%	38%	37%	38%	38%

Figur 8 - Anlægs kapital i pct. af salg (egen tilvirkning)

Som det fremgår i den strategiske analyse, regnskabsanalysen og reformuleringen af balancen, har de investeret meget i anlæg, men det har også været svingende. De har for nylig bygget en ny lagerbygning. Den har i perioden 2020/2021 til 2024/2025 svinget mellem 35% af omsætningen og 48,21% af omsætningen. Det forventes dog, at det fra nu af vil løbende investere i anlæg, men med et gradvist fald, da de for nyligt har investeret store beløb. Det vurderes derfor i budgetperioden, at anlægs kapital i pct. af salg vil gennemsnitlig være ca. 38% i perioden 2025/2026 til 2029/2030, hvor der er et løbende fald. Den svagt faldende tendens indikerer, at virksomheden fortsat foretager betydelige investeringer, men i et mere stabiliseret og modent niveau i forhold til tidligere perioder. Beløbet stiger dog løbende i takt med, at omsætningen stiger. Derfor ender anlægs kapitalen at være højere end, hvad den var i 2024/2025. Terminalværdien er på ca. 38% på anlægs kapital i pct. af salg. Dette vurderes vil være den langsigtede værdi langt ud i fremtiden.

Netto arbejdskapital i pct. af salg

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Netto arbejdskapital i pct. af salg	14,00%	15,00%	16,00%	15,00%	15,50%	15,50%

Figur 9 - Netto arbejdskapital i pct. af salg (egen tilvirkning)

Harboes Bryggeri A/S forsøger at komme på nye markeder, samt stoppe dårlige aftaler i private labels. I vores strategiske analyse, vurderer vi, at køber har en god forhandlingsstyrke, da de primært sælger til detailforretninger, hvor de køber større ind ad gangen. I den anledning er de også nødt til, at gøre klar til, hvis en ny stor detailforretning indgiver en ordre, at de kan sende varen med det samme. Dermed vil varelageret blive større og netto arbejdskapital i pct. af salg blive større. Endvidere vil tilgodehavender nok også blive større, da detailforretningerne typisk vil forhandle meget om kredit på dette. Dette taler også ind i, at netto arbejdskapital i pct. af salg vil blive forhøjet. I perioden fra 2020/2021 til 2024/2025 var netto arbejdskapital i pct. af salg mellem 13% til 20%. Af den grund vurderes det, at den vil være mellem 14% til 16% i budgetperioden 2025/2026 til 2029/2030, altså et gennemsnit på ca. 15%. Det vil dog løbende stige beløbsmæssigt, grundet omsætningen stiger.

NFF/NDA

Value driver	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
NFF/NDA	0,213	0,201	0,195	0,187	0,194	0,194

Figur 10 - NFF/NDA (egen tilvirkning)

NFF/NDA har i regnskabsperioden 2020/2021 til 2024/2025 være på mellem 0,18 og 0,24. I 2024/2025 var den på 0,21. Det vurderes på baggrund af vores strategiske analyse og regnskabsanalysen, at NFF/NDA vil gå fra 0,213 i 2025/2026 til 0,194 i 2029/2030. Dette giver en gennemsnitlig værdi på 0,198. Baggrunden på ovenstående tal skyldes, at de gerne vil stå stærkt økonomisk, men investere løbende, men igennem deres egenkapital og internt genererede pengestrømme, frem for ekstern gældsfinansiering. Dette skyldes situationen i verden, hvor der er en given usikkerhed, med stigende priser, samt krig. Dette giver derfor mening for dem, at få afbetalt gæld og stå stærkere økonomisk.

Samlet budgettering af balancen

Ud fra ovenstående gennemgang af vores vurderinger, er der udarbejdet en budgetteret balancen for perioden 2025/2026 til 2029/2030, af de forudsætninger, som er angivet ovenfor. Dette afspejler de forventede udviklinger i virksomhedens investeringer og den finansielle strategi.

Balance, t.dkk	2024/2025	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Anlægskapital	707.812	743.616	746.776	760.371	762.573	790.437	814.150
Netto arbejdskapital	269.586	260.266	287.222	320.156	309.151	325.845	335.621
Netto driftsaktiver (NDA)	977.398	1.003.881	1.033.998	1.080.528	1.071.724	1.116.282	1.149.771
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	209.248	213.827	207.834	210.703	200.412	216.559	223.056
Egenkapital	768.150	790.055	826.164	869.825	871.311	899.724	926.715

Figur 11 - Samlet budgettering af balancen (egen tilvirkning)

Det budgetterede anlægskapital viser en stigning fra 707.812 t.kr. i 2025/2026 til 790.437 t.kr. i 2029/2030. Udviklingen viser, at Harboes Bryggeri A/S fortsat foretager investeringer i anlægsaktiver, men i et mere stabiliseret niveau end førhen, hvor der har været større enkeltstående investeringer som opførelse af lagerbygninger. Anlægskapital i procent af omsætningen forventes at falde fra 40% til 37,6%, men beløbsmæssigt vil det blive større, grundet omsætningen bliver forhøjet.

Netto arbejdskapitalen forventes ligeledes at stige i budgetperioden. Her vil den gå fra 260.266 t.kr. i 2025/2026 til 325.845 t.kr. i 2029/2030. Udviklingen hænger sammen med virksomhedens strategiske fokus på vækst og indtræden på nye markeder. For at imødekomme større ordrer fra detailkunder forventes det et større varelager, samt stigende tilgodehavender, grundet detail kunderne typisk vil have længere kredit.

NFF/NDA udvikling er faldende i budgetperioden. Den stiger dog i perioden 2025/2026 til 2029/2030, hvilket medfører, at der er en stigning i netto finansielle forpligtelser fra 209.248 t.kr. til 216.559 t.kr. Dette afspejler dog stadig en strategisk prioritering om at reducere gældsfinansiering og i højere grad finansiere investeringer gennem egenkapital og internt genererede pengestrømme, da NFF/NDA bliver mindre. Udviklingen styrker sin finansielle robusthed i en usikker omverden præget af stigende omkostninger og geopolitisk uro.

Egenkapital forventes at stige, da Harboes Bryggeri A/S budgetteres med positive resultater i hele perioden, vil overskuddet bidrage til en løbende opbygning af egenkapitalen. Samtidig reduceres afhængigheden af fremmedkapital, hvilket styrker deres soliditet og giver en mere robust kapital. Denne stigende egenkapital er dermed til at finansiere væksten i den investerede kapital, uden at gældsandelen øges tilsvarende.

Budgettering af pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse, t.dkk	2025/2026	2026/2027	2027/2028	2028/2029	2029/2030	2030/2031 (Terminalværdi)
Driftsoverskud i alt	44.431	53.232	63.431	65.334	58.442	60.195
Ændring i NDA	-26.484	-30.116	-46.530	8.804	-44.559	-33.488
FCF	17.947	23.115	16.901	74.138	13.883	26.707

Figur 12 - Budgettering af pengestrømsopgørelsen (egen tilvirkning)

Ud fra ovenstående forudsætninger er der udarbejdet en budgetteret pengestrømsopgørelse for perioden 2025/2026 til 2029/2030, som afspejler Harboes Bryggeri A/S' forventede evne til at generere likviditet fra driften.

Det budgetterede driftsoverskud viser en generelt stigende udvikling fra 44.431 t.kr. i 2025/2026 til 58.442 t.kr. i 2029/2030. Udviklingen følger den forventede indtjening fra resultatopgørelsen, hvor der er en stigende omsætning og forbedret EBIT-margin.

Ændringen i netto driftsaktiver varierer i budgetperioden og afspejler, at Harboes Bryggeri A/S investerer i anlægsaktiver, samt en højere netto arbejdskapital. I 2025/2026 er der en ændring i NDA på -26.484 t.kr., og den højeste ændring i NDA var i 2027/2028, hvor ændringen udgjorde -46.530 t.kr. Dette indikerer, at Harboes Bryggeri A/S løbende investerer.

Som følge af ovenstående udvikling svinger de frie pengestrømme i perioden. De frie pengestrømme stiger fra 17.947 t.kr. i 2025/2026, til det højeste i 2028/2029 på 74.138 t.kr. De er dermed meget svingende, hvilket skyldes primært, at Harboes Bryggeri A/S løbende investerer i aktiver.

5. Estimering af WACC (Weighted Average Capital Cost)

Regnskabsanalysen er baseret på historiske årsrapporter og afspejler dermed tidligere beslutninger og opnåede resultater. Værdiansættelsen med DCF-modellen tager derimod udgangspunkt i forventninger til den fremtidige udvikling med udgangspunkt i budgetteringen. Grundlaget for værdiansættelsen tager udgangspunkt i Harboes Bryggeri A/S kapitalomkostninger, opgjort som virksomhedens WACC (Weighted Average Cost of Capital). WACC udtrykker det afkast, virksomheden som minimum skal generere for at opfylde afkastkravene fra både investorer og långivere. Med andre ord fungerer WACC som et samlet mål for, hvad det koster virksomheden at finansiere sine aktiviteter. Beregningen af WACC er vist i nedenstående formel (Sørensen, 2022, Kap 2):

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 42)

wacc = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
 V_0^E = markedsværdi af egenkapital
 V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser
 V_0^{EV} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)
 r_e = ejernes afkastkrav (CAPM)
 r_g = lånerente efter skat

Ejernes afkastkrav – CAPM: Ejerne af en virksomhed stiller deres kapital til rådighed og forventer et afkast, som afspejler den risiko, de påtager sig. Dette afkast kaldes ejernes afkastkrav. Til udregningen af ejernes afkastkrav anvendes CAPM-modellen som står for Capital Asset Pricing model som beskriver sammenhængen mellem det forventede afkast, her ejernes afkastkrav, og markedsrisikoen. Formlen ses nedenfor (Sørensen, 2022, Kap 2):

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 38-39)

r_e = ejernes afkastkrav
 r_f = risikofri rente
 β = Beta (systematisk risiko)
 $E(r_m)$ = forventede afkast ved investering i markedsporteføljen
 $[E(r_m) - r_f]$ = markedets ricikopræmien

Grundtanken er, at investorerne som minimum vil kræve et afkast svarende til en risikofri investering som fx statsobligationer. Udover det forventes der også et ekstra afkast som kompensation for at tage risikoen ved at investere i den pågældende aktie, i dette tilfælde investerer i

Harboes Bryggeri A/S. Man kan på den måde sige, at det samlede afkast består af to dele: den risikofrie rente og et risikotillæg.

Risikotillægget afhænger af to ting. Det ene er hvor risikofyldt virksomheden som der investeres i, er i forhold til markedet og hvor stor en merbetaling investorerne generelt kræver, hvis de skal investere i en risikofyldt aktie mod sikre aktiver. Denne sammenhæng udtrykkes ved beta, som måler den systematiske risiko. Beta udtrykker følsomheden over for udsving i det samlede aktiemarked. Det er kun den systematiske risiko som er relevant i modellen, da den usystematiske risiko kan elimineres ved spredning af aktier i porteføljen.

Risikofrie rente: Det er den rente som investorer kan forvente at få på en investering, der betragtes som helt uden risiko for tab. I praksis anbefales det at anvende den effektive rente for en 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente. Ved værdiansættelse af et dansk selskab eller en dansk aktivitet, så vælges det at det er den danske 10-årige statsobligation som anvendes. Renteprocenten er derfor sat til 1,84% på baggrund af Danmarks statistik 2025/2026 jf. bilag 10.

Beta: Beta beskriver, hvor følsom en akties kurs er over for bevægelser i markedet, og dermed hvor stor en del af virksomhedens risiko der ikke kan diversificeres væk. Der findes flere måder at beregne eller estimere beta på, og de forskellige metoder kan give betydeligt forskellige resultater. Da beta indgår som en central komponent i beregningen af ejernes afkastkravet, er det vigtigt at vælge et estimat, der er så pålideligt som muligt. I denne analyse vurderes Harboes Bryggeri A/S' beta derfor ikke ud fra én enkelt kilde, men ved at sammenholde flere forskellige beregninger og referencepunkter for at opnå et mere robust og velunderbygget estimat.

Yahoo Finance beregner beta som en 5-årig levered beta baseret på månedlige afkast. Metoden bygger på en lineær regression mellem aktiens månedlige afkast og S&P 500's månedlige afkast over de seneste 60 måneder. Resultatet er et mål for aktiens systematiske risiko i forhold til markedet. For store og likvide aktier giver denne metode typisk et stabilt og pålideligt estimat (Yahoo Finance, 2026). For Harboes Bryggeri A/S er situationen imidlertid en anden, da aktien er relativt illikvid og kun handles i begrænsede mængder. Den lave handelsaktivitet medfører, at prisdannelsen ikke nødvendigvis afspejler de reelle markedsbevægelser, hvilket gør beta-estimatet fra Yahoo Finance statistisk usikkert.

For at opnå et mere robust og markedsrelevant estimat anvendes derfor beta-værdier fra sammenlignelige og langt mere likvide bryggerivirksomheder, herunder Carlsberg og Royal

Unibrew. Disse virksomheder opererer i samme branche, påvirkes af tilsvarende markedsforhold og har en væsentligt højere handelsvolumen, hvilket giver et mere stabilt og repræsentativt beta-grundlag. Betaværdierne fra disse selskaber anvendes derfor som referencepunkt i fastsættelsen af Harboes Bryggeri A/S' beta. Det er vigtigt at nævne, at der ikke kan laves en direkte sammenligning, men at de bruges som referenceramme. Beta for Carlsberg er på 0,65 og for Royal Unibrew er den 0,52 se bilag 11 og bilag 12.

I arbejdet med at estimere en passende beta for Harboes Bryggeri A/S er der først gennemført en peer-analyse baseret på Carlsberg og Royal Unibrew. De ovenstående leverede betaer er blevet unleveret for at isolere den operationelle risiko, hvilket resulterede i asset-betaer på 0,23 og 0,31 (Carlsberg Group, 2025; Royal Unibrew, 2025). Disse blev efterfølgende releveret med Harboes Bryggeri A/S' kapitalstruktur og gav et interval for Harboes Bryggeri A/S leverede beta på ca. 0,32–0,74 og dette gøres efter Ole Sørensen fremgangsmåde (Sørensen, 2022 Kap. 2). For at supplere peer-analysen og sikre en bredere teoretisk forankring inddrages Aswath Damodarans branchedata, hvor drikkevareindustrien udviser en gennemsnitlig unlevered beta på 0,63 jf. bilag 13, hvilket understøtter, at bryggerier generelt har en relativt lav markedsfølsomhed (Aswath Damodaran, 2026). Det er velkendt, at bryggerier ofte har lave betaer, da efterspørgslen efter øl og drikkevarer er stabil — folk drikker uanset konjunkturerne, hvilket reducerer den gentagende risiko. En central del af analysen er forskellen mellem levered og unlevered beta: hvor levered beta afspejler både forretningsmæssig og finansiell risiko, renser unlevered beta for kapitalstrukturens effekt og viser den underliggende operationelle risiko i branchen. Når både peer-resultaterne og Aswath Damodarans brancheestimer sammenholdes, peger de samlet på et moderat risikoniveau for Harboes Bryggeri A/S. Derfor fremstår en beta omkring 0,6 som et realistisk og velunderbygget estimat til brug i CAPM-beregningen.

Markedsrisikopræmien: Markedsrisikopræmien udtrykker det forventede merafkast, investorer kræver for at investere i aktier frem for en risikofri alternativ investering. Der findes flere metoder til at estimere markedsrisikopræmien, herunder historiske afkast, survey-baserede opgørelser og implicitte markedsbaserede modeller.

I denne opgave fokuseres der primært på den implicitte markedsrisikopræmie, da denne metode er fremadskuende og baseret på aktuelle markedskurser samt forventninger til fremtidige cash-flows. Aswath Damodaran anvender den implicitte markedsbaserede metode, hvor markedsrisikopræmien beregnes ud fra forventede udbytter, aktietilbagekøb og en risikofri rente. Hans opgørelse for 2025 var, at for Danmark så var markedsrisikopræmien på 4,27% jf. Bilag 14,

hvilket afspejler det forventede merafkast i et økonomisk stabilt land som Danmark (Danmarks statistik, 2026). Skattestyrelsen anbefaler en markedsrisikopræmie på 6,0 % for 2025 baseret på implicitte markedsrisikopræmie. Estimatet er baseret på en bred population af børsnoterede virksomheder og afspejler både danske og internationale markedsforhold og tager udgangspunkt i aktiekurser, offentliggjorte regnskaber og analytikernes forventninger til fremtidige frie cash flows. Estimatet vurderes for at være robust og anvendeligt i en dansk kontekst (Skattestyrelsen, 2026). En tredje tilgang findes hos professor Pablo Fernandez, som årligt gennemfører en international Survey blandt finansielle praktikere og akademikere. I 2025 viser undersøgelsen en gennemsnitlig markedsrisikopræmie på 5,1 %, hvilket repræsenterer et forventningsbaseret estimat, der afspejler, hvad analytikere faktisk anvender i praksis. Denne metode er subjektiv, men giver et værdifuldt indblik i investorernes vurderinger (Pablo Fernandez, Diego García and Lucia F. Acin, 2025)

De tre kilder repræsenterer således et interval fra 4,27 % til 6,0 %, hvor forskellene primært skyldes metodiske tilgange. Da Harboes Bryggeri A/S er en illikvid aktie og en virksomheden, som opererer i et modent og relativt stabilt marked med begrænset landerisiko men i en konkurrencepræget branche så, vurderes markedsrisikopræmien i den midterste del af intervallet at være mest passende. Ud fra ovenstående vælges dermed en markedsrisikopræmie på 5,0 %, da dette afspejler på en god måde markedets forventninger (Børsen Investor, 2026; Cofaces, 2026; Danmarks Statistik, 2026). Ud fra ovenstående kan ejernes afkastkrav beregnes:

$$r_e = 1,84 + (0,6 * 5\%) = 4,84\%$$

Ejernes afkastkrav for Harboes Bryggeri A/S er 4,84% og vil blive taget med i beregningen af WACC.

Fastlæggelse af kapitalstrukturen: Kapitalstrukturen er fordelingen af virksomhedens egenkapital og gæld. I beregningen af WACC er det vigtigt at kunne estimere en langsigtet forventeligt kapitalstruktur, som skal anvendes i beregningen af WACC.

Den historiske kapitalstruktur viser virksomhedens faktiske finansiering i de enkelte år, men den kan være påvirket af midlertidige forhold og afspejler derfor ikke nødvendigvis en langsigtet steady-state struktur. Ifølge teorien skal WACC baseres på en fremadrettet, stabil og realistisk kapitalstruktur, som afspejler virksomhedens langsigtede forventede risiko, som er forbundet med fordelingen af egenkapital og gæld. (Sørensen, 2022, kap.2)

På denne baggrund estimeres den fremtidige kapitalstruktur til 77 % egenkapital og 23 % gæld som ses i bilag 15. Estimatet baseres på virksomhedens historiske finansieringsmønster, hvor

NFF/EV over perioden 2020/21–2024/25 har ligget stabilt mellem 17 % og 33 % jf. bilag 15. Dette indikerer, at Harboes Bryggeri A/S anvender en moderat gældsandel, som er konsistent med branchens karakteristika, hvilket stemmer meget godt overens med Aswath Damodaran som udtaler sig om gennemsnitlige kapitalstrukturer i forskellige brancher, her Beverage (Alcoholic), hvor den gennemsnitlige gældsandel er på 30% og når den er på 30% så skal den gennemsnitlige egenkapital være på 70% for at man får den samlede værdi i virksomheden (Aswath Damodaran, 2026). Derfor vurderes en kapitalstruktur på 77/23 til at være den mest realistiske og teoretisk korrekte antagelse for beregning af WACC.

Lånerente: WACC tager højde for både egenkapitalens og gældens afkastkrav. Første del af beretningen omhandler ejernes afkastkrav, som allerede er gennemgået. I dette afsnit fokuseres der på långivernes afkastkrav, som udgør den anden komponent i WACC. Ideelt set bør dette afspejle den rente, virksomheden kan optage lån til i dag, men da sådanne oplysninger ikke er tilgængelige, estimeres lånerenten ved hjælp af en teoretisk model baseret på følgende formel (Sørensen, 2022 kap. 2).

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 43)

r_g = lånerenten
 r_f = risikofri rente
 r_s = selskabsspecifikt risikotillæg
 t_s = selskabsskatteprocent

Ud fra ovenstående så er det kun det selskabsspecifikke risikotillæg som mangler for at lånerenten kan beregnes. For at kunne finde det selskabsspecifikke risikotillæg, hvilket er meget svært da det kræver en kreditrating som ikke er tilgængelig på Harboes Bryggeri A/S pga størrelsen så derfor anvendes Aswath Damodaran tabel som ses i bilag 16. Det er en tabel som netop kan bruges til at estimere selskabsspecifikke risikotillæg ved at beregne Harboes Bryggeri A/S's interest coverage ratio (Allianz, 2026). Tabellen viser sammenhængen mellem mindre virksomheders interest coverage-ratio og en dertil beregnet syntetisk kreditrating. Harboes Bryggeri A/S interest coverage ratio beregnes til ca. 5,7 jf. bilag 17, hvilket ifølge Damodarans klassifikation svarer til en kreditvurdering omkring A- og et kreditspænd på ca. 1,25 %. Det vurderes dog, at denne klassifikation undervurderer den reelle risiko, da Harboes Bryggeri A/S opererer i et konkurrencepræget og prisfølsomt marked, samtidig med at aktien er relativt illikvid. På den baggrund vurderes det, at det selskabsspecifikke risikotillæg skal ligge på 2%, da dette vurderes mere retvisende. Lånerenten beregnes derfor til 2%.

Beregning af WACC: På baggrund af de ovenstående beregninger og de estimerede inputparametre kan WACC for Harboes Bryggeri A/S nu fastlægges til brug i værdiansættelsen. Den

anvendte formel er gengivet nedenfor med de relevante værdier indsat, og den endelige WACC-estimering er herefter beregnet.

$$wacc = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g \qquad wacc = 0,77 * 4,84\% + 0,23 * 2\% = 4,19$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 42)

Harboes Bryggeri A/S beregnet WACC er 4,19% som skal bruges som diskonteringsrente i DCF-modellen som der anvendes i værdiansættelsen.

6. Værdiansættelse - DCF - modellen

Til værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S er det valgt at anvende DCF-modellen. DCF-modellen tager udgangspunkt i virksomhedens fremtidige frie pengestrømme. DCF-modellen er fremadrettet og giver dermed et teoretisk estimat af virksomhedens reelle værdi. Endvidere er den uafhængig af sammenlignelige virksomheder og gør det dermed muligt at inddrage risiko igennem diskonteringsrenten, hvilket er blevet beregnet tidligere i opgaven. Formlen som anvendes i DCF- modellen ses nedenfor og hvor formlen er inddelt i to led første led viser beregningen af værdien af FCF i budgettet perioden som så lægges sammen med 2. led som er beregningen af værdien af FCF af terminalåret, det er den indirekte (Sørensen, 2022 kap. 2).

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1+wacc)^t} + \frac{FCF}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 34)

Ved anvendelse af DCF-modellen bliver der beregnet en virksomhedsværdi på 1.109.166 t.kr. Der bliver efterfølgende fratrukket netto finansielle forpligtelser på 209.248 t.kr, da det er den indirekte beregning af aktieværdien. Dette giver hermed en værdi af egenkapitalen på 899.918 t.kr. Da Harboes Bryggeri A/S ingen minoritetsinteresser har, bliver værdien af ordinær egenkapital på 899.918 t.kr. Der er henholdsvis udstedt 6.000.000 aktier i henholdsvis A og B aktier. På den baggrund er værdien pr. aktie før tidsjustering på 149,99 kr. Eftersom at det er aktieværdien d. 28.08.2025 hvor regnskabet bliver offentliggjort og hvor man ud fra regnskabet kan vælge at investere i Harboes Bryggeri A/S, så skal der laves en fremskrivning fra d. 30.04.2025 til den 28.08.2025. Formlen for fremskrivningen er:

$$Aktiekurs = (1 + (r_e * n))$$

Kilde: Egen gengivelse af formel Sørensen (2022, s. 341)

Kursen den 30.04.2025 er 149,99 kr. og ejerne afkastkrav er 4,84% (re) og n er 130 dage svarende til andelen af året mellem sidste balancedag og dagen for værdiansættelsen (Sørensen,

2022). Efter fremskrivningen ender værdien pr. aktie på 152,57 kr. som er værdiansættelsen på Harboes Bryggeri A/S d. 28.08.2025.

7. Følsomhedsanalyse

Da terminalværdien udgør størstedelen af den samlede værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S, er værdiansættelsen er det værd at se på følsomhed over for ændringer i de anvendte forudsætninger. De mest centrale parametre er den estimerede WACC samt den langsigtede vækstrate, da selv mindre ændringer i disse har stor betydning for den beregnede virksomhedsværdi. WACC er baseret på flere estimerede input, herunder beta-værdi, markedsrisikopræmie og kapitalstruktur. Disse parametre er forbundet med usikkerhed, da de bygger på markedsdata og subjektive vurderinger. Der er derfor gennemført en følsomhedsanalyse, hvor beta og markedsrisikopræmien reguleres for at analysere effekten på WACC og den afledte terminalværdi.

		WACC ved regulering af BETA og markedsrisikopræmie				
		Markedsrisikopræmie				
		4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
Beta	0,58	3,66%	3,89%	4,11%	4,33%	4,56%
	0,59	3,69%	3,92%	4,15%	4,38%	4,60%
	0,6	3,72%	3,96%	4,19%	4,42%	4,65%
	0,61	3,76%	3,99%	4,23%	4,46%	4,70%
	0,62	3,79%	4,03%	4,26%	4,50%	4,74%

Figur 13 – WACC ved regulering af BETA og markedsrisikopræmie

		Terminalværdi ved regulering af BETA og MRP (3% vækst)					
		Markedsrisikopræmie					
		t.kr.	4,00%	4,50%	5,00%	5,50%	6,00%
Beta	0,58	0,58	2.156.126	1.613.021	1.288.469	1.072.645	918.750
	0,59	0,59	2.060.437	1.552.345	1.245.270	1.039.618	892.264
	0,6	0,6	1.972.879	1.496.069	1.204.873	1.008.565	867.263
	0,61	0,61	1.892.460	1.443.731	1.167.015	979.312	843.624
	0,62	0,62	1.818.341	1.394.930	1.131.463	951.709	821.240

Figur 14 – Terminalværdi ved regulering af BETA og MRP (3% vækst)

Som det fremgår i figur 13, påvirkes den estimerede WACC direkte af ændringer i både beta-værdien og markedsrisikopræmien. Analysen viser, at selv mindre ændringer i disse parametre medfører udsving i afkastkravet. Dette er væsentligt, da WACC anvendes som diskonteringsfaktor i DCF-modellen, og ændringer heri derfor får betydning for den beregnede virksomhedsværdi og terminalværdi. Tabellen illustrerer dermed, hvor følsom værdiansættelsen er over for ændringer i de anvendte markedsforudsætninger. Figuren 14, viser, hvordan ændringer i beta og markedsrisikopræmien påvirker terminalværdien. Selv mindre ændringer i WACC medfører betydelige udsving i terminalværdien, hvilket understreger, hvor følsom værdiansættelsen i DCF-modellen er over for ændringer i afkastkravet. Figur 15 viser følsomheden mellem WACC og den langsigtede vækstrate. Analysen viser markante udsving i terminalværdien, hvilket understreger, at selv små ændringer i vækst forudsætningen har stor betydning for den samlede værdiansættelse.

		Terminalværdi ved regulering af vækst og WACC					
		WACC					
		t.kr.	3,99%	4,09%	4,19%	4,29%	4,39%
Vækst	2,50%	2,50%	955.035	894.970	842.013	794.973	752.911
	2,75%	2,75%	1.150.381	1.064.532	990.606	926.281	869.800
	3,00%	3,00%	1.444.387	1.311.874	1.204.873	1.108.483	1.028.736
	3,25%	3,25%	1.937.046	1.706.445	1.524.908	1.378.282	1.257.380
	3,50%	3,50%	2.932.417	2.435.397	2.082.441	1.818.841	1.614.477

Figur 15 – Terminalværdi ved regulering af vækst og WACC

		Kursværdi pr. 30. april 2025 ved regulering af vækst og WACC					
		WACC					
		kr.	3,99%	4,09%	4,19%	4,29%	4,39%
Vækst	2,50%	2,50%	117,43	109,20	101,94	95,49	89,73
	2,75%	2,75%	144,20	132,44	122,30	113,49	105,75
	3,00%	3,00%	184,50	166,34	149,99	138,46	127,53
	3,25%	3,25%	252,02	220,41	195,53	175,44	158,87
	3,50%	3,50%	388,44	320,32	271,94	235,82	207,81

Figur 16 – Kursværdi pr. 30. april 2025 af vækst og WACC

Ovenstående figur 16 viser, hvor stor en påvirkning det har på selve kursværdien pr. 30. april 2025. Dette giver en endnu tydeligere illustration på, hvor stor betydning den valgte vækstrate har for aktiekursen.

Den gennemførte følsomhedsanalyse viser, at værdiansættelsen i høj grad påvirkes af de anvendte forudsætninger og estimater. Da centrale parametre som WACC og vækstrate bygger på skøn, er der en naturlig usikkerhed forbundet med beregningen af både terminalværdi og den samlede virksomhedsværdi.

Delkonklusion af værdiansættelsen

Værdiansættelsen viser, at Harboes aktieværdi på 152,57 kr. bygger på en række antagelser, som har stor betydning for resultatet. Terminalværdien fylder så meget, fordi den repræsenterer værdien af alle fremtidige år efter budgetperioden, og derfor påvirker selv små ændringer i WACC eller væksten den samlede værdiansættelse markant. Det samme gælder ændringer i beta og markedsrisikopræmien, som direkte påvirker WACC og dermed terminalværdien. Følsomhedsanalyserne viser tydeligt, at værdiansættelsen kan svinge betydeligt, hvis de centrale forudsætninger ændres. Derfor skal den beregnede aktiekurs ses som et kvalificeret estimat frem for en præcis værdi, da modellen er meget følsom over for de skøn, der ligger til grund for beregningen.

8. Konklusion

Opgavens formål var at undersøge, hvordan en kombineret strategisk analyse og regnskabsanalyse kunne danne grundlag for en værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S, samt vurdere om selskabets aktie var under-, over- eller korrekt prissat pr. 28.08.2025. For at besvare problemformuleringen blev der udarbejdet en strategisk analyse, regnskabsanalyse, budgettering samt en værdiansættelse ved anvendelse af DCF-modellen.

Den strategiske analyse havde til formål at identificere de interne og eksterne forhold, som har betydning for Harboes Bryggeri A/S' konkurrenceevne og fremtidige vækstmuligheder. Analysen viste, at virksomheden opererer i en moden og konkurrencepræget branche med højt pris-pres og stigende råvare- og energiomkostninger. Samtidig besidder Harboes Bryggeri A/S flere styrker i form af effektiv drift, omkostningsfokus og en stærk position i lavprissegmentet samt en bred produktportefølje inden for både øl og læskedrikke. VRIO- og SWOT-analyserne viste dog også, at virksomhedens konkurrencemæssige fordele i høj grad er midlertidige, da de kan imiteres af konkurrenter over tid.

Derudover vurderes udviklingen inden for alkoholfri produkter og læskedrikke at skabe nye vækstmuligheder, i takt med at forbrugernes præferencer bevæger sig mod sundere alternativer. Det konkluderes derfor, at virksomhedens fremtidige succes i høj grad afhænger af dens evne til fortsat at effektivisere driften og tilpasse sig ændringer i markedet og forbrugernes præferencer.

Regnskabsanalysen havde til formål at undersøge, hvordan Harboes Bryggeri A/S' historiske regnskaber afspejler selskabets indtjeningsevne, risiko og kapitalstruktur. Analysen viste, at virksomheden i begyndelsen af analyseperioden havde en svag rentabilitet med lave og til tider negative nøgletal, herunder ROIC, ROE og overskudsgrad. I de seneste år ses der dog en markant forbedring i flere centrale nøgletal såsom ROIC, EBITDA-margin og EBIT-margin. Dette indikerer, at Harboes Bryggeri A/S har forbedret sin operationelle drift og i stigende grad formår at skabe værdi gennem kerneforretningen. Samtidig viser analysen, at virksomheden har en relativt stabil kapitalstruktur og begrænset finansiell gearing, hvilket reducerer den finansielle risiko. Reformuleringen af regnskaberne har desuden bidraget til et mere retvisende grundlag for vurderingen af virksomhedens reelle driftsindtjening og værdiskabelse.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen blev der udarbejdet et budget og fastsat centrale forudsætninger for værdiansættelsen, herunder WACC og terminalvækst. Budgettet bygger på forventninger om moderat vækst, fortsatte investeringer i produktion og supply chain samt gradvise forbedringer i indtjeningen. Derudover blev centrale forudsætninger som WACC, beta, markedsrisikopræmie og terminalvækst fastlagt med udgangspunkt i virksomhedens risiko, kapitalstruktur og brancheforhold.

Ved anvendelse af DCF-modellen blev den fundamentale værdi beregnet til 152,57 kr. pr. aktie pr. 28.08.2025. Da den faktiske børskurs på samme tidspunkt var 135,00 kr. pr. aktie, vurderes aktien at være undervurderet af markedet. Dette indikerer, at markedet muligvis ikke fuldt ud har indregnet virksomhedens forventede fremtidige indtjening og værdiskabelse.

Følsomhedsanalysen viser dog samtidig, at værdiansættelsen er meget følsom over for ændringer i centrale forudsætninger som WACC og terminalvækst. Selv mindre ændringer i disse parametre medfører betydelige udsving i den beregnede aktieværdi. Det konkluderes derfor, at værdiansættelsen er forbundet med en naturlig usikkerhed, og at den estimerede aktiekurs bør betragtes som et kvalificeret estimat baseret på de anvendte forudsætninger og forventninger til Harboes Bryggeri A/S' fremtidige udvikling.

Litteraturliste

4.1.2.2. *Risikofri rente - info.skat.dk* (2026). Tilgængelig hos:

<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813218> (Set: 14. april 2026).

Alkohol & Samfund (2025) *Fakta: Så meget alkohol drikker danskerne | Alkohol & Samfund*.

Tilgængelig hos: <https://alkohologsamfund.dk/viden-om-alkohol/fakta-danskernes-alkohol-forbrug> (Set: 1. april 2026).

Allianz (2026) *Interest Coverage Ratio: Definition, Formula & Importance, Allianz Trade Corporate*. Tilgængelig hos: https://www.allianz-trade.com/en_US/insights/interest-coverage-ratio.html (Set: 22. april 2026).

Aswath Damodaran (2026a) *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Tilgængelig hos: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data-file/ctryprem.html?utm_source=copilot.com (Set: 15. april 2026).

Aswath Damodaran (2026b) *Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran*. Tilgængelig hos: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Set: 20. april 2026).

Aswath Damodaran (2026c) “Debt Fundamentals by Sector”.

Aswath Damodaran (2026d) “Total Betas by Sector (for computing private company costs of equity) - US”. Tilgængelig hos: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (Set: 20. april 2026).

“Beer - world wide” (2026). Tilgængelig hos: https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/beer/worldwide?srsId=AfmBOoo7glO5CiX5XZ_KDfXYgrKzDUS2C1A-4wU_Q3T7huxzDxdPOZvc (Set: 22. april 2026).

Bryggeriforeningen (2023a) “Antallet af europæiske bryggerier”, *Antallet af aktive bryggerier i europæiske lande*, 18 september. Tilgængelig hos: <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/bryggerierieuropa/> (Set: 6. april 2026).

Bryggeriforeningen (2023b) “Eksportandel af national ølproduktion i Europa”, *Eksportandel af national ølproduktion i Europa*, 18 september. Tilgængelig hos: <https://bryggeriforeningen.dk/tal/oel/eksportoelprodieuropa/> (Set: 6. april 2026).

Bryggeriforeningen (2024) *Alkoholfri øl fortsætter sin sejrsgang*. Tilgængelig hos: <https://bryggeriforeningen.dk/alkoholfri-oel-fortsætter-sin-sejrsgang/> (Set: 1. april 2026).

Børsen Investor (2026) *Aktier: Harboes Bryggeri B A/S · 112,00 (-1,75 %) - Børsen Investor, Børsen Investor - Dit dybdegående aktieunivers*. Tilgængelig hos: <https://www.borsen.dk/investor/aktie/s1154/harboes-bryggeri-b-as/> (Set: 18. april 2026).

Carlsberg (2026) "Carlsberg Group in Denmark". Tilgængelig hos: <https://www.carlsberg-group.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/global-presence/denmark/> (Set: 1. april 2026).

Carlsberg Group (2025) "Annual Report 2025".

Chokoladeafgiftsloven Skatteministeriet (2025) Skatteministeriet | skm.dk. Skatteministeriet | skm.dk. Tilgængelig hos: <https://skm.dk/tal-og-metode/satser/satser-og-beloebsgraenser-i-lovgivningen/chokoladeafgiftsloven> (Set: 31. marts 2026).

Christensen, S.C. (2026) "Harboes bryggeri udvider lagerkapaciteten for at følge med efterspørgslen", 21 januar. Tilgængelig hos: https://www.food-supply.dk/article/view/1206791/harboes_bryggeri_udvider_lagerkapaciteten_for_at_folge_med_eftersporgslen.

Cofaces (2026) *Visualiser landerisiko i hele verden med Coface-kortet, Coface*. Tilgængelig hos: <https://www.coface.dk/nyheder-oekonomi-og-analyser/risiko-dashboard/kort-over-risiko-vurdering-af-lande> (Set: 18. april 2026).

Coop-chef: "Afskaf emballageafgiften – har stort set identisk formål som det udvidede producentansvar" (2026) *Dansk Erhverv*. Tilgængelig hos: <https://www.danskerhverv.dk/kampagner/mindre-bovl-mere-vaekst/coop-chef-afskaf-emballageafgiften--formalet-er-stort-set-identisk-med-det-udvidede-producentansvar/> (Set: 1. april 2026).

Danmarks Statistik (2026) *Et overblik over dansk økonomi*. Tilgængelig hos: <https://www.dst.dk/da/Statistik/temaer/overblik-dansk-oekonomi> (Set: 18. april 2026).

Danske love (2026) *Markedsføringsloven, Danske Love*. Tilgængelig hos: <https://danske-love.dk/markedsfoeringsloven> (Set: 1. april 2026).

Erhvervsstyrelsen (2025) *CSRD – Lovkrav til virksomheders bæredygtighedsrapportering, Virksomhedsguiden*. Tilgængelig hos: <https://virksomhedsguiden.dk/content/temaer/invester-i-baeredygtighed/ydelser/csr-d-lovkrav-til-virksomheders-baeredygtighedsrapportering/62c314cd-4e5f-422c-9f55-6f43873fd25e/> (Set: 2. april 2026).

Europa-Kommissionen (2026) *Punktafgifter, afgifter* | *Access2Markets*. Tilgængelig hos: https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/da/content/punktafgifter-afgifter#toc_3 (Set: 1. april 2026).

EU's klimamål (2019) *Folketingets EU-Oplysning*. Tilgængelig hos: <https://www.eu.dk/da/temaer/klima-og-groen-omstilling/eus-klimamaal> (Set: 2. april 2026).

Flertal af unge: Vi oplever mindre, når vi drikker for meget (2026). Tilgængelig hos: <https://www.cancer.dk/nyheder-og-fortaellinger/2023/flertal-af-unge-vi-oplever-mindre-naar-vi-drikker-for-meget/> (Set: 1. april 2026).

GlobeNewswire News Room (2025) *Årsrapport for Harboes Bryggeri A/S – 2024/25, Årsrapport for Harboes Bryggeri A/S – 2024/25*. Tilgængelig hos: <https://www.globenewswire.com/news-release/2025/06/26/3105963/0/da/%C3%85rsrapport-for-Harboes-Bryggeri-A-S-2024-25.html> (Set: 9. april 2026).

Harboes Bryggeri A/S (2022b) *Politik for bæredygtighed*. Tilgængelig hos: <https://harboes.gcs-web.com/static-files/1820efb2-fe19-4ed4-b4b8-0ab81a93ee2b>.

Harboes Bryggeri A/S (2021) “Årsrapport 2020/2021”.

Harboes Bryggeri A/S (2022a) “Årsrapport 2021/2022”.

Harboes Bryggeri A/S (2023) “Årsrapport 2022/2023”.

Harboes Bryggeri A/S (2024) “Årsrapport 2023/2024”.

Harboes Bryggeri A/S (2025) “Årsrapport 2024/2025”.

Harboes Bryggeri A/S (2026a) “Global tilstedeværelse”. Tilgængelig hos: <https://harboe.com/markeder/#:~:text=Harboe%20markedsf%C3%B8rer%20%C3%B8l%20i%20C3%A6ske%2D%20og,med%20store%20kunder%20i%20detailhandlen>.

Harboes Bryggeri A/S (2026b) *Ingredienser, Fra mæskning til maltekstrakt*. Tilgængelig hos: <https://harboe.com/ingredienser/> (Set: 2. april 2026).

Honoré, L.I. (2026) “EU-krav bliver dyrt for forbrugerne og lukker bryggerier – uden miljøgevinst”, *Bryggeriforeningen*, 19 marts. Tilgængelig hos: <https://bryggeriforeningen.dk/eu-krav-bliver-dyrt-for-forbrugerne-og-lukker-bryggerier-uden-miljoegevinst/> (Set: 1. april 2026).

Johansen, M. (2024) “Metoder til værdiansættelse af virksomheder”, *OneMoneyWay*, 8 oktober. Tilgængelig hos: <https://onemoneyway.com/da/blog/metoder-til-vaerdiansaettelse-af-virksomheder/> (Set: 9. april 2026).

Kongsgaard, H. (2022) “Harboe varsler prisstigninger efter år med marginalt overksud”, 20 juni. Tilgængelig hos: https://www.food-supply.dk/article/view/855930/harboe_varsler_pristigninger_efter_ar_med_marginalt_overskud.

KPMG (2023) *Vær forberedt på den næste bølge af ESG-rapportering, Vær forberedt på den næste bølge af ESG-rapportering*. Tilgængelig hos: <https://kpmg.com/dk/da/esg/vaer-forberedt-pa-den-naeste-bolge-af-esg-rapportering.html> (Set: 2. april 2026).

Kragelund, D. (2025) “Alkoholfri øl vinder frem og er snart den næstemest solgte øltype i verden”, 30 maj. Tilgængelig hos: <https://www.dr.dk/nyheder/indland/alkoholfri-oel-vinder-frem-og-er-snart-den-naestmest-solgte-oeltype-i-verden>.

“Med hjertet og hjernen hver dag siden 1883” (2026). Tilgængelig hos: <https://harboe.com/vores-historie/#:~:text=Br%C3%B8drene%20J%C3%B8rgen%20og%20Adolph%20Harboe,skridt%20p%C3%A5%20en%20lang%20rejse>.

Pablo Fernandez, Diego García and Lucia F. Acin (2025) “Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 54 countries in 2025”. 15.04.2026.

Poul Scheuer (2026) *Harboes Bryggeri, Danmarks nationalleksikon*. Tilgængelig hos: https://lex.dk/Harboes_Bryggeri (Set: 9. april 2026).

Projekt overlevelse (2026) *Google Docs*. Tilgængelig hos: https://docs.google.com/document/d/1s9bMcuv4CQs5s34ws8UuTHGOOuW25cAbvXPqt6jQsfU/edit?tab=t.nxg-magthg3pe&usp=embed_facebook (Set: 31. marts 2026).

Royal Unibrew (2025) “Annual Report 2025”.

Rådet for Sikker Trafik (2025) *Snart træder lavere promillegrænse for nye bilister i kraft | Rådet for Sikker Trafik, Snart træder lavere promillegrænse for nye bilister i kraft*. Tilgængelig hos: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/14454884/snart-traeder-lavere-promillegrænse-for-nye-bilister-i-kraft?publisherId=13562436&lang=da> (Set: 31. marts 2026).

Searchmind ApS (2025) *Tre vigtige forbrugertrends, som din virksomhed skal kende til, Searchmind ApS*. Tilgængelig hos: <https://searchmind.dk/on-our-minds/tre-forbrugertrends-som-din-virksomhed-skal-holde-oeje-med/> (Set: 1. april 2026).

Skattestyrelsen (2026) *C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav - info.skat.dk*. Tilgængelig hos: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882> (Set: 15. april 2026).

Skattestyrelsen (2026) "Selskabsskat for ApS og A/S". Tilgængelig hos: <https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/> (Set: 16. april 2026).

"Soft drinks - Worldwide" (2026). Tilgængelig hos: <https://www.statista.com/outlook/cmo/non-alcoholic-drinks/soft-drinks/worldwide?srsIid=AfmBOoq4XIn2CIcm6-S0rf46gpDKxq-SZ6ddswR1opUIBcJNLNucxi2B> (Set: 22. april 2026).

Stadsrevisionen, P.O., Senior revisor & Emilie S, Revisor (2024) "Hvad er IFRS? | Lær om IFRS' definition og anvendelse her!", *Stadsrevisionen*, 1 august. Tilgængelig hos: <https://stadsrevisionen.dk/blog/ifrs/> (Set: 27. februar 2026).

Sundhedsstyrelsen (2022) *Unge alkoholforbrug, Unge alkoholforbrug*. Tilgængelig hos: <https://www.sst.dk/vidensbase/forebyggelse/alkohol/fakta-om-alkohol/unges-alkoholforbrug> (Set: 1. april 2026).

Sune Malthe-Thagaard (2026) "Renteudsigten for april". Tilgængelig hos: <https://www.totalkredit.dk/boliglan/renteudsigt/#renteudviklingen-siden-sidst> (Set: 16. april 2026).

Sørensen, A. (2022) *Krigen i Ukraine rammer skævt i erhvervslivet*. Tilgængelig hos: <https://www.danskindustri.dk/globalassets/politik-og-analyser/opa-analyser/2022/analyse-krig-rammer-skavt-i-erhvervslivet.pdf?v=240722#:~:text=Rusland%20og%20Ukraine%20leverer%20mange%20r%C3%A5varer%20Rusland,jern/st%C3%A5l%20nikkel%20solsikkefr%C3%B8%20kunstg%C3%B8dning%20olie%20og%20gas>.

Sørensen, Ole. (2022a) "Nøgletalsanalyse af rentabilitet og vækst", *Regnskabsanalyse og værdiansættelse: en praktisk tilgang*. Nord Academic.

Sørensen, Ole. (2022b) *Reformulering af balancen og resultatopgørelsen til analysebrug*. 7. udgave, 3. oplag. Nord Academic.

Sørensen, Ole. (2022c) *Regnskabsanalyse og værdiansættelse: en praktisk tilgang*. Nord Academic.

Sørensen, Ole. (2022d) *Strategisk analyse*. 7. udgave, 3. opslag. Nord Academic.

Yahoo Finance (2026) *Yahoo Finance - Stock Market Live, Quotes, Business & Finance News, Yahoo Finance*. Tilgængelig hos: <https://finance.yahoo.com/> (Set: 4. maj 2026).

Øl- og vinfafgiftsloven Skatteministeriet (2025) Skatteministeriet | skm.dk. Skatteministeriet | skm.dk. Tilgængelig hos: <https://skm.dk/tal-og-metode/satser/satser-og-beloebsgraenser-i-lovgivningen/ol-og-vinafgiftsloven> (Set: 31. marts 2026).

Bilag

Bilag 1 - Kilde: Egen gengivelse af figur 11.1 fra Sørensen (2022, s. 324)

Virksomhedsspecifik Konkurrencemæssigfordel	Vækstudsigter for branchen			
		Lav (moden)	Medium (konsolidering)	Høj (opstart)
	Ingen	5 år	10 år	20 år
	Ja, men kun på kortsigt	5 år	10 år	20 år
	Ja, og på lang sigt	10 år	20 år	20 år

Bilag 2 - Summering af VIRO - Egen virkning

	Value (V)	Rare (R)	Inimitable (I)	Organization (O)
Omkostningseffektiv produktion	Ja	Nej	Nej	Ja
Position i discount-/lavprissegmentet	Ja	Ja	Nej	Ja
International marked	Ja	Nej	Nej	Ja
Produktportefølje	Ja	Ja	Ja	Nej

Bilag 3 - Danmarks Statistik, Prisniveau for fødevarer, drikkevarer og tobak, 2024 (2026-04-01 kl. 20.39.56)

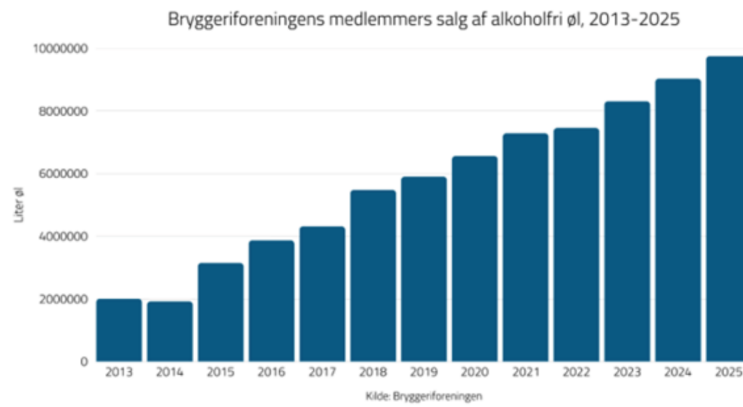
Prisniveau for fødevarer, drikkevarer og tobak. 2024

Land	Fødevarer i alt ¹	Brod og kornprodukter	Kød	Fisk	Mælk, ost og æg	Olie og fedtstoffer	Frugt og grøntsager	Ikke-alkoholiske drikkevarer	Alkoholiske drikkevarer	Tobak
EU-27 ² = 100										
Luxembourg	126	129	137	115	121	121	124	119	103	84
Danmark	119	136	104	130	116	116	112	131	125	124
Irland	112	117	100	105	111	106	109	140	198	259
Frankrig	111	113	132	111	96	107	119	97	102	195
Østrig	111	120	120	126	103	113	103	108	90	90
Malta	111	104	98	98	124	130	114	125	125	83
Finland	108	115	102	106	106	112	112	123	210	158
Sverige	107	109	106	101	101	115	116	105	146	104
Estland	105	102	95	93	113	114	111	116	135	81
Belgien	105	105	120	104	99	103	100	107	114	136
Grækenland	105	105	95	112	130	118	89	114	154	69
Cypern	105	109	88	102	131	117	98	104	119	72
Italien	104	109	105	94	105	90	103	82	84	84
Litauen	103	102	82	107	114	124	103	130	137	78
Tyskland	103	106	112	117	97	104	103	102	87	117
Portugal	101	103	88	91	108	102	98	113	109	85
Kroatien	101	107	86	104	111	103	91	131	126	67
Lettland	99	105	80	90	114	121	98	121	124	77
Slovenien	99	107	95	95	106	103	88	107	109	76
Nederlandene	97	90	106	94	101	117	95	120	100	161
Spanien	95	96	91	94	93	91	96	101	91	81
Ungarn	94	97	78	100	102	109	98	103	96	80

Bilag 4 - Bryggeriforeningens medlemmers salg af alkoholfri øl 2013- 2025

Alkoholfri øl fortsætter optur

AKTUELT, ØL, TAL



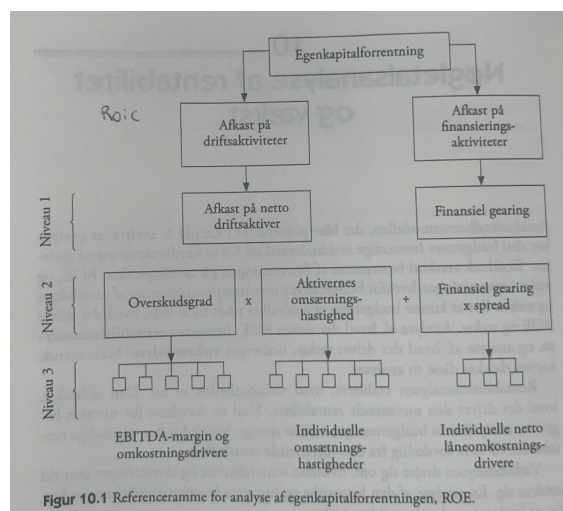
Bilag 5 - Reformulering af resultatopgørelsen (egen tilvirkning)

	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
Nettoomsætning	1.822.588	1817069	1621066	1419353	1.328.184,00
Produktionsomkostninger, rapporteret	1.466.556	1.464.255	1349830	1161534	1105266
Afskrivning	-59559	-62073	-68143	-73349	-78042
Produktionsomkostninger, korrigeret	1.406.997	1.402.182	1281687	1088185	1027224
Bruttoresultat	415.591	414.887	339.379	331.168	300.960
Salgs- og distributionsomkostninger	211.238	197982	212175	202934	165277
Afskrivning	-11441	-11045	-11305	-14569	-11630
Salgs- og distributionsomkostninger korrigeret	199.797	186937	200870	188365	153647
Administrationsomkostninger	90.693	81369	65099	60161	57658
Afskrivninger	-3829	-4018	-4984	-8215	-8088
Administrationsomkostninger, korrigeret	86.864	77351	60115	51946	49570
Driftoverskud før afskrivninger korrigerede (EBITDA)	128.930	150.599	78.394	90.857	97.743
<i>Afskrivninger</i>					
Produktionsomkostninger	59559	62073	68143	73349	78042
Salgs- og distributionsomkostninger	11441	11045	11305	14569	11630
Administrationsomkostninger	3829	4018	4984	8215	8088
Total afskrivning	74829	77136	84432	96133	97760
Driftoverskud, før skat (EBIT)	54.101	73.463	-6.038	-5.276	-17
Skat på driftoverskud fra salg	- 11.011	- 15.612	2.322	599	- 1.331
Driftoverskud, efter skat (NOPAT)	43.090	57.851	-3.716	-4.677	-1.348
Andre driftindtægter	15.851	9805	10811	10802	13323
Andre drift omkostninger	6.184	6165	7736	6322	3280
Afskrivninger	3842	3770	3647	3539	0
Andre drift omkostninger, korrigeret	10.026	9935	11383	9861	3280
Andet driftoverskud før afskrivning	5.825	-130	-572	941	10043
Afskrivning af andre drift omkostninger	3842	3770	3647	3539	0
Andet driftoverskud før skat	1.983	-3900	-4219	-2598	10043
Skat 22% (2020/2021 - 2024/2025)	-436	858	928	572	-2209
Andet driftoverskud efter skat	1.547	-3042	-3291	-2026	7834
<i>Usædvanlige driftposter (Engangsomkostninger)</i>					
Fortjeneste/tab ved salg af materielle aktiver	-7196	-1276	-2	-29	-3334
Årets nedskrivninger til imødegåelse af tab	17	14	0	147	140
Gevinst/tab ved afhændelse af aktiver 2024	0	-992	0	0	0
Gevinst/tab ved afhændelse af aktiver 2023	0	271	0	0	0
Udbytte fra andre kapitalandele og værdipapirer	-52	-68	-35	-34	-19
Gevinst ved salg af andre kapitalandele og værdipapirer	0	0	-888	0	0
Tab ved salg af andre værdipapir og kapitalandele	0	0	84	1008	0
Renter af andre kapitalandele og værdipapirer	0	0	-281	0	-7
Periodens nedskrivninger af immaterielle aktiver	0	220	1124	4711	2961
Salg af fabrik i Estland	0	0	0	-4700	0
Usædvanlige driftposter før skat	-7231	-1831	2	1103	-259
Skat 22% (2020/2021 - 2024/2025)	-1591	-403	0	243	-57
Usædvanlige driftposter efter skat	-5640	-1428	2	860	-202
<i>Driftmæssige dirty sur-plus poster før skat</i>					
Valutakursregulering vedrørende udenlandske virksomheder	-233	-171	-536	-207	1227
Driftmæssige dirty sur-plus poster før skat	-233	-171	-536	-207	1227
Skat 22% (2020/2021 - 2024/2025)	-51	-38	-118	-46	270
Driftmæssige Dirty supplies poster efter skat	284	209	654	253	-1497
Driftoverskud i alt (totalindkomst fra driften) DO	39.281	53.589	-6.351	-5.590	4.787
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO):					
Finansielle indtægter	1816	738	752	172	96
Finansielle indtægter i øvrigt	7	0	0	0	0
Valutakursgevinster	0	0	0	0	16
Finansielle omkostninger	9497	10037	7931	5359	6921
Netto finansielle omkostninger før skat	-7674	-9299	-7179	-5187	-6809
Skattefordel 22% (2020/2021 - 2024/2025)	-1688	-2046	-1579	-1141	-1498
Finansielle omkostninger efter skat	-5986	-7253	-5600	-4046	-5311
<i>Finansielle mæssige dirty sur-plus poster før skat</i>					
Dagsværdiregulering af andre værdipapirer	0	0	670	-797	-2342
Skat 22% (2020/2021 - 2024/2025)	0	0	147	-175	-515
Finansielle mæssige Dirty supplies poster efter skat	0	0	523	-622	-1827
Netto finansielle omkostninger før skat (NFO):	-7674	-9299	-6509	-5984	-9151
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO):	-5986	-7253	-5077	-4668	-7138
Totalindkomst før minoriteteter	45.029	54932	-4269	1111	6032
- minoritetsinteressernes andel af totalidkomsten	0	0	0	26	22
Totalindkomst i alt	45.029	54932	-4269	1085	6010

Bilag 6 - Skatteallokering og beregning af NOPAT (egen tilvirkning)

	2024/25	2023/24	2022/23	2021/22	2020/21
Skat af årets resultat	- 11.350	- 13.111	4.683	2.730	- 1.584
+Skattefordel core netto finansielle omkostning	- 1.688	- 2.046	- 1.432	- 1.316	- 2.013
Skat af driftoverskud	- 13.038	- 15.157	3.251	1.414	- 3.597
-Skat allokeret til udsædvanlige driftposter	1.591	403	0	243	57
-Skat allokeret til andet driftoverskud	436	858	928	572	2.209
Skat af EBIT	- 11.011	- 15.612	2.322	599	- 1.331

Bilag 7 - Kilde: figur 10.1 Sørensen (2022, s. 286)



Bilag 8 - Rentabilitetsanalyse (egen tilvirkning)

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
ROE		0,89%	0,16%	-0,63%	7,80%	6,01%
ROIC		0,00%	-1,36%	-1,35%	16,49%	11,07%
Finansiel Gearing (Fgear)		0,21	0,12	0,15	0,17	0,16
MIA		0,996	0,977	1,000	1,000	1,000
r		4,91%	4,25%	4,62%	4,97%	4,16%
Spread		-4,91%	-5,61%	-5,97%	11,52%	6,91%
Overskudsgraden (OG)		0,00%	-0,37%	-0,37%	4,04%	2,97%
Aktiverne omsætnings hastighed (AOH)		1,60	1,83	1,82	2,04	1,86
Afkastningsgrad		0,00%	-0,68%	-0,68%	8,25%	5,54%
EBITDA-margin		7,36%	6,40%	4,84%	8,29%	7,07%
EBIT-margin		0,00%	-0,37%	-0,37%	4,04%	2,97%
NOPAT-margin		-0,10%	-0,33%	-0,23%	3,18%	2,36%

Bilag 9 - Vækstanalyse (egen tilvirkning)

Vækstanalyse						
	Formler	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25
Core ROIC salg	ROIC=Permane	-0,17%	-0,58%	-0,45%	6,49%	4,61%
Core ROIC andet DO	ROIC=NOPAT/C	0,96%	-0,25%	-0,39%	-0,34%	0,17%
UP/NDA	UP/NDA	-0,02%	0,07%	0,00%	-0,16%	-0,60%
Core R	Core R=finansi	3,83%	3,31%	3,60%	3,88%	3,25%
UFP/NFF	UFP/NFF	-0,02%	0,70%	0,00%	-0,76%	-3,06%

Bilag 10 - Danmarks statistik - 10-årig statsobligation

Den der er tætteste på 30/4 2025

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

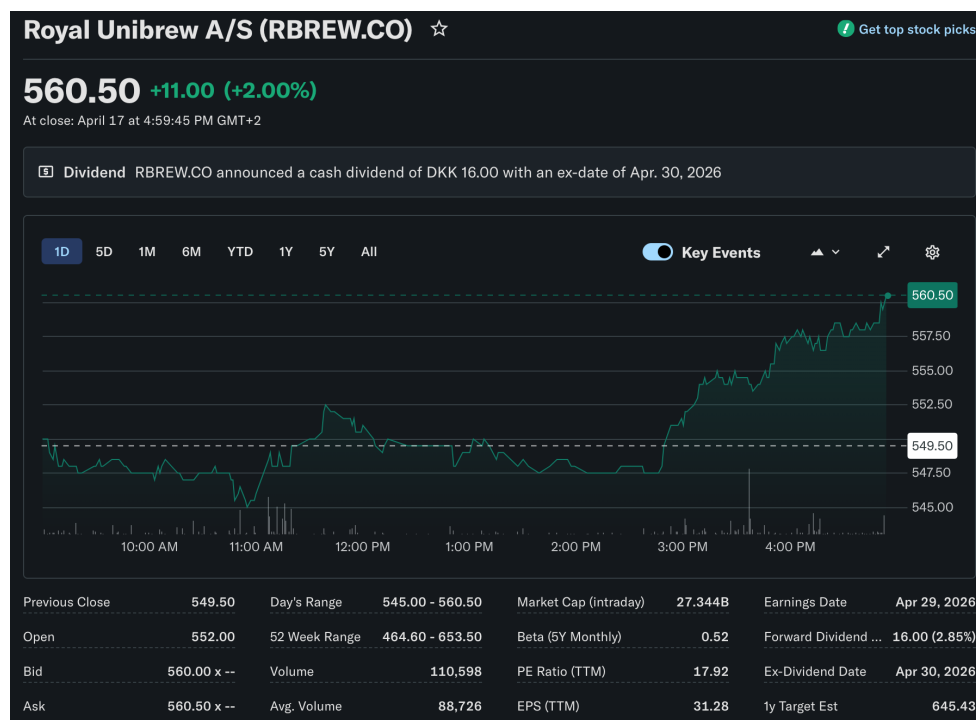
	2025M04
10 årig statsobligation	1,84

Det har ved offentliggørelsen 14. august 2025 ikke været muligt at opdatere serien med 10 årige statsobligation.

Bilag 11 - Yahoo Finance 2026-04-19 kl. 09.51.57



Bilag 12 - Yahoo Finance 2026-04-19 kl. 09.52.56



Bilag 13 - Total Betas by Sector (for computing private company costs of equity) - US

Industry Name	Number of firms	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta	Average correlation with the market	Total Unlevered Beta	Total Levered Beta
Advertising	52	1.01	1.21	21.00%	4.80	5.76
Aerospace/Defense	79	0.87	0.95	31.79%	2.73	2.97
Air Transport	23	0.76	1.19	29.16%	2.60	4.07
Apparel	35	0.79	0.94	26.60%	2.99	3.52
Auto & Truck	33	1.31	1.46	18.49%	7.07	7.88
Auto Parts	35	1.13	1.34	28.18%	4.00	4.75
Bank (Money Center)	15	0.44	0.76	43.40%	1.02	1.75
Banks (Regional)	568	0.37	0.40	24.85%	1.51	1.60
Beverage (Alcoholic)	14	0.63	0.81	16.23%	3.87	5.01
Beverage (Soft)	27	0.58	0.64	11.80%	4.88	5.44

Bilag 14 - Risk Premiums for Other Markets - July 1, 2025 update - Aswath Damodaran

Country	Africa	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of Sw	Total Equity Risk Premium2	Country Risk Premium3
Czech Republic	Eastern Europe & Russia	Aa3	0.59%	5.10%	0.89%	0.37%	4.77%	0.56%
Denmark	Western Europe	Aaa	0.00%	4.21%	0.00%	0.04%	4.27%	0.06%

Bilag 15 - estimering af kapitalstruktur (egen tilvirkning)

	2020/2021	2021/2022	2022/2023	2023/2024	2024/2025	
Aktiekurs	74,00	77,80	74,00	122,50	144,34	
Antal udstående aktier	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	
Markedsværdi af egenkapital (MVE)	444.000.000,00	466.800.000,00	444.000.000,00	735.000.000,00	866.040.000,00	
Markedsværdi af Netto finansielle forpligtelser (NFF)	147.902.840	96.193.530	214.745.660	159.251.690	209.247.880	
Markedsværdi af Virksomheden	591.902.840,00	562.993.530,00	658.745.660,00	894.251.690,00	1.075.287.880,00	
MVE/EV	75,01%	82,91%	67,40%	82,19%	80,54%	77,00%
NFF/EV	24,99%	17,09%	32,60%	17,81%	19,46%	23,00%

Bilag 16 - Tabel af Aswath Damodaran

For smaller non-financial service companies with market cap < \$ 5 billion

<i>If interest coverage ratio is</i>	<i>Column1</i>	<i>Column2</i>	<i>Column3</i>
<i>></i>	<i>≤ to</i>	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>
12.5	100000	Aaa/AAA	0.60%
9.5	12.499999	Aa2/AA	0.80%
7.5	9.499999	A1/A+	1.00%
6	7.499999	A2/A	1.10%
4.5	5.999999	A3/A-	1.25%
4	4.499999	Baa2/BBB	1.60%
3.5	3.999999	Ba1/BB+	2.50%
3	3.499999	Ba2/BB	3.00%
2.5	2.999999	B1/B+	3.75%
2	2.499999	B2/B	4.50%
1.5	1.999999	B3/B-	5.50%
1.25	1.499999	Caa/CCC	6.50%
0.8	1.249999	Ca2/CC	8.00%
0.5	0.799999	C2/C	10.50%
-100000	0.499999	D2/D	14.00%

Bilag 17 - interest coverage ratio (ICR) for Harboe Bryggeri A/S (egen tilvirkning)

ICR	
EBIT	54.101
Financielle omkostninger	9497
ICR	5,70