

HD(R)

Copenhagen Business School

Hovedopgave forår 2012



Strategisk analyse og værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

Afleveringsdato: 9. maj 2012.

Vejleder: Jens O. Elling

Udarbejdet af: Mette Petersen & L. Lukas Andersen

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	5
1.1 Problemformulering	5
1.2 Målgruppe	6
1.3 Empirivalg	6
1.4 Afgrænsning	8
1.4.1 Industridefinition	8
1.4.2 Tidshorisont	9
1.4.3 Øvrige afgrænsninger	9
1.5 Begrebsafklaring	9
1.6 Model- og metodevalg	10
1.7 Opgavens fordeling	12
1.8 Virksomhedsbeskrivelse af Harboes Bryggeri A/S	12
1.8.1 Organisation	12
1.8.2 Økonomi	14
1.8.3 Samfundsansvar	17
1.8.4 Markeder	17
2. Strategisk analyse	18
2.1 Det eksterne miljø	18
2.1.1 PESTEL-analyse	19
2.1.1.1 Politiske faktorer	20
2.1.1.2 Økonomiske faktorer	21
2.1.1.3 Demografiske og sociokulturelle faktorer	22
2.1.1.4 Teknologiske faktorer	23
2.1.1.5 Miljømæssige faktorer	23
2.1.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer	24
2.1.1.7 Konklusion på PESTEL-analyse	24
2.1.2 Porter's five forces	25
2.1.2.1 Truslen fra nye konkurrenter	26
2.1.2.2 Købernes forhandlingskraft	29
2.1.2.3 Leverandørernes forhandlingskraft	30
2.1.2.4 Truslen fra substitutter	30
2.1.2.5 Rivalisering i industrien	31
2.1.2.6 Konklusion på konkurrenceintensiteten	32
2.2 Det interne miljø	33
2.2.1 Porter's generiske konkurrencestrategier	33
2.2.2 Ansoff's vækststrategier	35
2.2.3 SWOT-analyse	37
2.2.3.1 Styrker	37
2.2.3.2 Svagheder	38
2.2.3.3 Muligheder	39
2.2.3.4 Trusler	39
2.3 Konklusion på den strategiske analyse	40
3. Regnskabsanalyse	41

3.1 Reformulering	42
3.1.1 Driftsaktivitet	42
3.1.2 Finansieringsaktivitet	42
3.2 Reformulering af egenkapitalopgørelserne	43
3.2.1 Særlige forhold ved reformuleringen (dirty surplus-poster)	43
3.3 Reformulering af balancerne	44
3.3.1 Særlige forhold ved reformuleringen af balancerne	45
3.3.1.1 Driftslikviditet	45
3.3.1.2 Investering i kapitalandele og aktier	45
3.3.1.3 Udskudte skatteaktiver og forpligtelser	45
3.3.1.4 Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage	46
3.3.2 Reformulerede balancer for regnskabsårene 2006/07 – 2010/11	46
3.4 Reformulering af resultatopgørelserne	48
3.4.1 Særlige forhold ved reformuleringen af resultatopgørelserne	48
3.4.1.1 Allokering af skatteomkostningen	48
3.4.1.2 Resultat af kapitalandele i associerede virksomheder	49
3.4.2 Reformulerede resultatopgørelser for regnskabsårene 2006/07 – 2010/11	49
3.5 Rentabilitetsanalyse	51
3.5.1 ROE	51
3.5.2 ROIC	54
3.5.3 OG og AOH	55
3.5.4 Konklusion på analyse af rentabilitet	56
4. Budgettering og værdiansættelse	57
4.1 Forudsætninger for budgettering	57
4.1.1 Fastlæggelse af budgetperiode	58
4.1.1.1 Omformulering af resultatopgørelserne	59
4.1.2 Beskrivelse af værdiansættelsesmodel	60
4.2 Budgettering	61
4.2.1 Budgettering af hver post i resultatopgørelsen	61
4.2.1.1 Omsætning	61
4.2.1.2 Produktionsomkostninger	62
4.2.1.3 Distributionsomkostninger	62
4.2.1.4 Administrationsomkostninger	62
4.2.1.5 Andet driftsoverskud	63
4.2.1.6 Særlige poster	63
4.2.1.7 Finansielle poster	63
4.2.1.8 Skat af årets resultat	64
4.2.1.9 Minoritetsinteresser	64
4.2.1.10 Overskudsgrad	64
4.2.2 Budgettering af driftsaktivernes omsætningshastighed	64
4.2.2.1 Omformulering af AOH-drivere	65
4.2.2.2 Budgettering af AOH-drivere	66
4.3 Udarbejdelse af proforma-opgørelser	67
4.4 Beregning af kapitalomkostninger fra driftsaktiviteten	68
4.4.1 Estimering af finansielle forpligtelser afkastkrav	69

4.4.2 Estimering af ejernes afkastkrav	69
4.4.3 Beregning af r_{wacc}	70
4.5 Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S	70
4.5.1 Følsomhedsanalyse	72
5. Konklusion	72
Litteraturliste	75
Bøger	75
Hjemmesider	75
Øvrigt materiale	76
Bilag	77
Bilag 1: Historien om Harboe	77
Bilag 2: Officielle egenkapitalopgørelser for 2006/07 – 2010/ 11	78
Bilag 3: Officielle balancer for 2006/07 – 2010/11	80
Bilag 4: Officielle resultatopgørelser for 2006/07 – 2010/11	82
Bilag 5: Omformulerede resultatopgørelser til budgettering	83
Bilag 6: Harboes fordeling på bryggeri- og fødevarer virksomhed	84
Bilag 7: Aktivernes omsætningshastighed	85
Bilag 8: Noter til budgetteringen	86
Bilag 9: Budgettering inklusiv terminalperioden	87

1. Indledning

I forbindelse med afslutningen af vores uddannelse, HD(R) på Copenhagen Business School skal vi skrive et afgangspjekt, der skal danne rammen for vores afsluttende eksamen på uddannelsen. I henhold til vejledningen for afgangspjektet er afgangspjektets formål at demonstrere følgende kompetencer:

- *Identificere og formulere en problemstilling.*
- *Gennemføre et metodisk kvalificeret arbejde til løsning af problemstillingen.*
- *Dokumentere indgående kendskab til opgavens problemfelt.*
- *Dokumentere færdighed i og kritisk holdning ved udvælgelse og anvendelse af relevante teorier, metoder og modeller samt vurdere deres anvendelse i praksis gennem løsning af opgavens problemfelt.*
- *Demonstrere evne til at præsentere og kommunikere selv vanskelige problemstillinger på en klar og forståelig måde, herunder demonstrere konsistens mellem problemformulering og konklusion.*

Vi har valgt emnet strategisk analyse og værdiansættelse, fordi vi synes, at det kunne være interessant at vurdere en virksomhed fra A til Z og derigennem bruge flere af de fag, vi har haft på HD 2. del og anvende de teorier og værktøjer, vi har lært i løbet af vores uddannelse.

Valget af virksomhed faldt på Harboes Bryggeri A/S, idet vi gerne ville vælge en virksomhed og industri, vi kunne forholde os til. I Danmark har de tre største bryggerier hovedsæde beliggende på Sjælland, og vi har valgt at skrive om Harboes Bryggeri, som har hovedsæde i Skælskør på Sydvestsjælland. Harboes Bryggeri A/S er i dag børsnoteret med deres B aktie på Small Cap. Pr. 3. kvartal af regnskabsåret 2011/12 (perioden 1. maj 2011 – 31. januar 2012) var nettoomsætningen på 1.081,8 mio. kr. Industrien for drikkevarer er en stor og interessant industri i Danmark og verden i det hele taget, og ølindustrien har været og er en stor del af dansk kultur. Vi synes, at vi kan forholde os til en industri, når vi skal skrive om sodavand, cider, øl, energidrikke og kildevand.

Vi håber at kunne give et indblik ind i Harboes Bryggeri A/S, og om det ville være interessant for private investorer at købe Harboes Bryggeri A/S' aktie, selvom den globale krise har sendt aktiemarkedet på den største rutsjetur i nyere tid.

1.1 Problemformulering

Formålet med opgaven er at værdiansætte Harboes Bryggeri A/S ved at finde frem til værdien af en

Harboe aktie ud fra en strategisk og økonomisk analyse af virksomheden og sammenligne denne kurs med aktiekursen på Børsen.

Opgaven skal således belyse følgende overordnede problemstilling:

Til hvilken kurs skal aktierne i Harboes Bryggeri A/S handles med udgangspunkt i en værdiansættelse, og kan man med fordel købe aktier i virksomheden?

Problemstillingen løses ved hjælp af nedenstående undersøgelsesspørgsmål:

- Hvilke udviklingstendenser er der i samfundet, som kan påvirke Harboes Bryggeri A/Ss fremtidige indtjening?
- Hvad er Harboes Bryggeri A/S strategiske position?
- Hvordan er Harboes Bryggeri A/S rentabilitet?
- Hvad er værdien af en aktie beregnet ved hjælp af det diskonterede cash flow-model?
- Hvor attraktiv er Harboes Bryggeri A/S for en investor baseret på værdiansættelsen?

1.2 Målgruppe

Målgruppen for vores afsluttende hovedopgave på HD(R) er primært eksisterende og potentielle private investorer store som små, som har mulighed for at investere i Harboes Bryggeri A/S.

Hensigten med opgaven er dermed at give en objektiv vurdering af Harboes Bryggeris børsnoterede aktier.

Herudover kan lærere, vejledere og censorer have interesse i vores opgave, fordi dette kan give et indblik i, hvad de HD-studerende får ud af undervisningen på uddannelsen. Fremtidige studerende kan bruge opgaven som inspiration til deres egen hovedopgave.

Den sekundære målgruppe omfatter ledelsen i Harboes Bryggeri A/S. De kan bruge opgaven i forbindelse med at vurdere, om slutbrugeren opfatter deres strategi, sådan som det er tænkt.

Opgaven giver Harboe indsigt i, hvordan eksterne personer opfatter deres virksomhed, og om de på baggrund heraf skal ændre eller fastholde deres strategi fremadrettet.

1.3 Empirivalg

Vi har valgt at basere vores opgave på informationer, der er offentligt tilgængelige. Som almindelig investor vil man kun kende de offentlige informationer, hvorfor vi vurderer, at dette vil give det

mest retvisende billede i forhold til værdiansættelsen. Der er således tale om brug af sekundære data¹.

Der er anvendt artikler fra flere forskellige nyhedsmedier, hvorfor opgaven ikke bygges på et medies opfattelsen af Harboes Bryggeri. Derudover har vi i høj grad anvendt årsrapporterne og selskabsmeddelelser, hvilke er udarbejdet af Harboe, hvorfor disse umiddelbart altid er positivt stemt. Ledelsen i Harboe er dog underlagt lovgivning, som kræver, at oplysninger i regnskaberne skal være retvisende.

Årsregnskaberne er derudover påtegnet af en revisor, hvilket giver årsregnskaberne en vis neutralitet. Til og med regnskabsåret 2008/09 omfattede revisionspåtegningen resultatopgørelsen, balancen, egenkapitalopgørelsen, pengestrømsopgørelsen, noter og ledelsesberetningen. Fra 2009/10 er revision af ledelsesberetningen ikke lovpligtig, og revisor giver kun en udtalelse om ledelsesberetning, som angiver, at ledelsesberetningen er gennemlæst og ud fra det kendskab til virksomheden, man har opnået i forbindelse med revisionen, påtegner man, at der ikke er væsentlig fejl eller mangler i ledelsesberetningen.

Vi har desuden brugt Harboes hjemmeside til at finde informationer om produkter og markeder. Hjemmesiden bruges af Harboe som markedsføring og det er derfor kun de nødvendige og 'gode' oplysninger, der vises på hjemmesiden. Manglende informationer kan dog også være af konkurrencemæssige hensyn. I forbindelse med markedsføring bliver produkter ofte fremstillet som værende bedre og opfylde flere behov end det egentlig er tilfældet, hvilket er vigtigt at tage højde for, når pålideligheden skal vurderes.

I forbindelse med den strategiske analyse er det i høj grad vores eget kendskab og vores egen opfattelse af industrien og markedet, der er fremtrædende. Vi er vokset op i Danmark med både Carlsberg, Coca-Cola, Harboe og alle de andre drikkevarer og har derfor en forudindtaget ide, om hvad der er kvalitet, hvad en drikkevare bør koste, og ikke mindst hvad der smager godt. Dette træder tydeligt igennem i hele opgaven, og dette er vigtigt at holde sig for øje, når opgavens konklusioner skal vurderes.

De anvendte oplysninger og forudindtaget ideer om Harboe finder dog anvendelse, fordi der er tale om en ekstern vurdering af Harboe, og en almindelig analytiker vil sandsynligvis bruge de samme informationskilder og have de samme 'fordomme' om Harboe og branchen.

¹ Bog: Den skinbarlige virkelighed, side 152

1.4 Afgrænsning

Grundet opgavens omfang tidsmæssigt afgrænser vi os fra følgende problemstillinger og indgangsvinkler.

1.4.1 Industridefinition

Umiddelbart er alle former for drikkevarer konkurrenter til Harboes Bryggeri, idet drikkevarer som udgangspunkt dækker behovet for at slukke tørsten. Der må dog afgrænses fra visse drikkevarer, idet opgaven ellers vil blive for omfattende. Udgangspunktet er Harboes egne drikkevarer, som omfatter øl, sodavand, cider, kildevand, icetea, energidrikke og juice. Herudover findes der af drikkevarer kaffe, kakao og spiritus til blanding med juice, sodavand mv. Vi vurderer, at Harboes primære produkter er øl og sodavand. Som reelle alternativer hertil finder vi cider, idet det mere eller mindre har samme alkoholprocent som øl, og kildevand og energidrikke som kan slukke tørsten ligesom sodavand. Vi afgrænser os derfor fra følgende drikkevarer; spiritus, da dette ofte kræver blanding med andre produkter, kakao, kaffe og juice, som nærmere hører til morgenmad og fra icetea, da markedet herfor vurderes at være meget lille. Kaffe, kakao, juice og spiritus vurderes heller ikke at være reelle konkurrenter til Harboes produkter.

De Harboe produkter, vi afgrænser os fra, er juice, icetea og maltekstrakt/maltsirup. Vi mener, at vi bliver nødt til at tage de øvrige produkter med både ud fra ovenstående argumentation, men også fordi vi skal lave en regnskabsanalyse af et regnskab, der indeholder salgstal mv. for alle Harboes produkter. Det er derfor svært at fravælge en produktkategori, idet vi vurderer, at de produktkategorier, vi har valgt, hver især udgør en stor del af tallene i de regnskaber, vi skal analysere. Dog har vi valgt juice, icetea og maltprodukterne fra. Vi vurderer, at vi godt kan lave regnskabsanalysen ud fra årsrapporternes tal alligevel, da juice, icetea og maltekstrakt ikke vurderes at udgøre en særlig stor del af Harboes samlede nettoomsætning i forhold til Harboes øvrige produkter.

Fødevarevirksomheden indgår også i Harboes samlede omsætning frem til regnskabsåret 2010/11. Vi har ikke denne del med i den strategiske analyse, da fødevarevirksomheden ikke vurderes at være en del af kerneforretningen i den strategiske forstand. Det vil sige, at når man nævner Harboe, kommer folk oftest kun i tanke om bryggerivirksomheden, og det brand, der gælder for bryggerivirksomheden er ikke det samme som for fødevarevirksomheden. Det har ud fra regnskaberne været muligt at udskille fødevarevirksomheden, men dette er først gjort i forbindelse med budgetteringen, idet fødevarevirksomheden har været en del af koncernen frem til 30. april 2012. Vores primære fokus vil derfor ligge på Harboes bryggerivirksomhed og de ovennævnte

konkurrerende produkter.

1.4.2 Tidshorisont

Idet aktier kan handles fra den ene dag til den anden vurderes det, at lang sigt i denne opgave er et år. Aktiemarkedet afhænger meget af, hvordan det går i samfundet og i hele verden, og det har derfor betydning for, om man vil købe og/eller sælge aktier. Samtidig er beslutningsprocessen i, hvilken øl eller sodavand man skal købe, også meget hurtig og præget af, hvilket udvalg butikken, man handler hos, har, og hvilke tilbud, der er på det pågældende tidspunkt. Derudover vurderes det også, at nedgangstider vil have indflydelse på folks forbrug af øl, sodavand mv. og hvilke prisklasser/mærker man vælger.

1.4.3 Øvrige afgrænsninger

Der ses bort fra, at eksempelvis Carlsberg producerer Coca-Colas produkter i Danmark. Hvert brand ses som konkurrenter til hinanden.

Der er segmentoplysninger i årsrapporterne, der beskriver fordelingen af nettoomsætningen på henholdsvis det danske, tyske og øvrige markeder. Vi har ikke taget højde for den del i vores opgave, da vi ikke mener, at vi kender nok til drikkevaremarkederne udenfor Danmark til at kunne bruge dette i eksempelvis vores forudsætninger i budgetteringen.

Der ses også bort fra produkter, som Harboes Bryggeri A/S' datterselskaber kun sælger i andre lande. Der tages derfor kun stilling til, hvad Harboes Bryggeri sælger i Danmark.

Der er ikke foretaget reformulering og analyse af pengestrømsopgørelsen på trods af, at dette ville have givet større indblik i de underliggende finansielle værdidrivere. Dette skyldes, at reformulering af pengestrømsopgørelsen ikke var en del af pensum for faget Eksternt Regnskab.

1.5 Begrebsafklaring

Vi definerer sodavand som værende alle drikkevarer med brus, det vil sige, at dansk vand er inkluderet heri. Vand er alt vand uden brus og inkluderer desuden vand med vitaminer og smag. Drikkevarer med brus og alkohol er cider, og derudover er der øl.

En restaurant defineres som et sted, hvor man får serveret mad/drikkevarer, det vil sige cafeer, barer, diskoteker, værtshuse, restauranter, kantiner på arbejdspladser, pølsevogne, pizzeriaer, andre take away-butikker mv.

Når vi skriver marked, vedrører det efterspørgslen og dermed forbrugere og restauranter, mens

industri vedrører udbuddet og dermed Harboe og konkurrenterne.

1.6 Model- og metodevalg

Opgavens overordnede problem og undersøgelsesspørgsmål vil blive besvaret ved anvendelse af analyser, modeller og fakta. Vi vurderer, at den anvendte information og fakta er pålidelig, men vi vil samtidig forholde os kritisk hertil.

Undersøgelsesspørgsmålene vil blive besvaret ved anvendelse af modeller og fakta ved søgning i artikler, på internettet med videre som beskrevet. Der henvises til kildehenvisningerne ved de enkelte informationer samt til litteraturlisten.

Hvilke udviklingstendenser er der i samfundet, som kan påvirke Harboes Bryggeri A/Ss fremtidige indtjening?

De eksterne forhold for Harboes Bryggeri vil vi analysere ved anvendelse af følgende modeller og en analyse af de samfundsøkonomiske udviklingstendenser:

- o PESTEL-analyse
- o Porter's five forces

De to modeller anvendes til at beskrive, analysere og vurdere Harboes omverden. PESTEL-analysen bruges til at forstå den omverden, Harboe opererer i. Dette sker ved at beskrive de politiske, økonomiske, socio-kulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer i omverdenen. Porter's five forces anvendes til at opnå en forståelse for bryggeriindustrien og konkurrenceintensiteten i denne.

Hvad er Harboes Bryggeri A/S strategiske position?

Harboes strategiske position vil blive beskrevet og analyseret med baggrund i en informationssøgning omkring Harboe Bryggeris historie, organisation, produkter og markeder. Til at analysere de interne forhold i Harboes Bryggeri vil vi anvende følgende modeller:

- o Konkurrencestrategi
- o Vækststrategi
- o SWOT-analyse

Disse tre modeller er valgt, idet de hver især er med til at give et indtryk af Harboes interne strategiske situation. Porter's generiske konkurrencestrategier beskriver overordnet den måde, hvorpå en virksomhed konkurrerer med de andre udbydere af drikkevarer på markedet. Hver af Harboes produktkategorier har mere eller mindre forskellige konkurrencestrategier, og modellen

giver derfor et godt indblik i, hvordan hver produktkategori markedsføres på det danske marked. Ansoff's vækststrategier giver et overblik over, hvilke muligheder en virksomhed har for at vinde markedsandele på nuværende eller for virksomheden nye markeder. Modellen er i opgaven anvendt til at beskrive og analysere nuværende strategi samt den udvikling, Harboe har gennemgået, siden det hele startede med brygning af øl. SWOT-analysen er den sidste del af den strategiske analyse og anvendes som opsamling på de resultater, der er fremkommet i den øvrige analyse og dermed vurdering af Harboes interne styrker og svagheder samt de muligheder og trusler, der er i markedet og industrien.

Hvordan er Harboes Bryggeri A/S rentabilitet?

Til at vurdere Harboes Bryggeris rentabilitet udarbejdes en regnskabs- og rentabilitetsanalyse, som hjælper til at vurdere virksomhedens indtjeningsevne. Analyserne vil blive brugt til at analysere trends og værdidrivere, som har betydning for værdiansættelsen. Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i de seneste fem års årsrapporter for regnskabsårene 2006/07 - 2010/11.

I regnskabsanalysen reformuleres resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalopgørelsen for at inddele drifts- og finansieringsaktiviteter og beregne mellemresultater, som bruges i den videre værdiansættelse. I rentabilitetsanalysen dekomponeres egenkapitalen efter DuPont-modellen.

Hvad er værdien af en aktie beregnet ved hjælp af det diskonterede cash flow-model?

Til værdiansættelse af Harboes Bryggeri anvendes den indirekte diskonterede cash flow-model, FCFF til beregning af virksomhedsværdien. Modellen er valgt, fordi den beregner virksomhedsværdien, ud fra hvilken man nemt kan beregne værdien af en aktie. I forhold til FCFE-modellen, som også beregner virksomhedsværdien, er det ikke nødvendigt at budgettere netto pengestrømmen til långivere. Det vurderes dermed, at jo mindre man budgetterer, jo mindre usikkerhed i værdiansættelsen. FCFE-modellen tager desuden udgangspunkt i nettooverskud, som derfor inddrager totalindkomsten i værdiansættelsen. Harboes Bryggeri er en koncern med store udsving i dirty surplus-poster, hvilket betyder, at der kan være større usikkerhed med værdiansættelsen.

Hvor attraktiv er Harboes Bryggeri A/S for en investor baseret på værdiansættelsen?

Her opsummeres de fremkomne vurderinger og resultater til den endelig vurdering af, om det er rentabelt at investere i Harboes Bryggeri A/S på nuværende tidspunkt.

1.7 Opgavens fordeling

Opgaven er blevet fordelt sådan, at Lukas Andersen har skrevet virksomhedsbeskrivelsen, PESTEL-analysen og SWOT-analysen. Mette Petersen har skrevet Porter's five forces, Porter's generiske strategier og Ansoff's vækstmatrice.

Vi har været fælles om regnskabsanalysen, nøgletalsanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen. Derudover har vi været fælles om indledningen og alle konklusioner.

1.8 Virksomhedsbeskrivelse af Harboes Bryggeri A/S

Harboe Bryggeri A/S blev stiftet i 1883 i Skælskør, hvor det stadigvæk ligger og har hovedkontor. Brænderiejer og skibsreder Jørgen Harboe, tømmerhandler Adolph Harboe og købmand Jørgen Lotz var de tre personer, som grundlagde bryggeriet. Da virksomheden blev grundlagt, hed den Harboe og Lotz, og dengang producerede man kun øl. Først i 1949 blev det til Harboes Bryggeri. Den første bryggermester hed Gunner Harboe og var søn af en af de tre stiftere. I 1957 blev Harboes Bryggeri omdannet til et aktieselskab og blev børsnoteret i 1989².

Bryggeriet i Skælskør producerer øl og læskedrikke som energidrik, kildevand, sodavand og juice. Herudover producerer Harboe maltekstrakt og maltsirup under brandet Barlex³, som anvendes i føde- og drikkevarer samt til babymad og bageriprodukter. Harboes Bryggeri A/S blev kongelig hofleverandør den 16. april i 2008.

Bryggeriets øl og sodavand er kendt som discount produkter, som bliver solgt igennem aftaler med Føtex, Bilka, Netto i regi af Dansk Supermarked, men også Super Best kæden, Aldi og Coop Danmark sælger Harboes discount produkter.

1.8.1 Organisation

Harboes Bryggeri A/S er moderselskabet i Harboe koncernen. Harboes Bryggeri A/S producerer og sælger øl, læskedrikke herunder sodavand, kildevand, energidrik, juice, maldrikke samt malturtprodukter.

I Harboe koncernen har man datterselskabet AS Viru Õlu. Det ligger i Estland og har eksisteret siden 1975. Her købte Harboe Bryggeri A/S sig ind som hovedaktionær i 1992. AS Viru Õlu har primært produceret øl, men i 1995 efter Harboe Bryggeri A/S kom ind, er de begyndt at producere sodavand.

² <http://www.business.dk/diverse/harboe-goer-sig-klar-til-internationalt-partnerskab> - bilag 1

³ www.barlex.dk

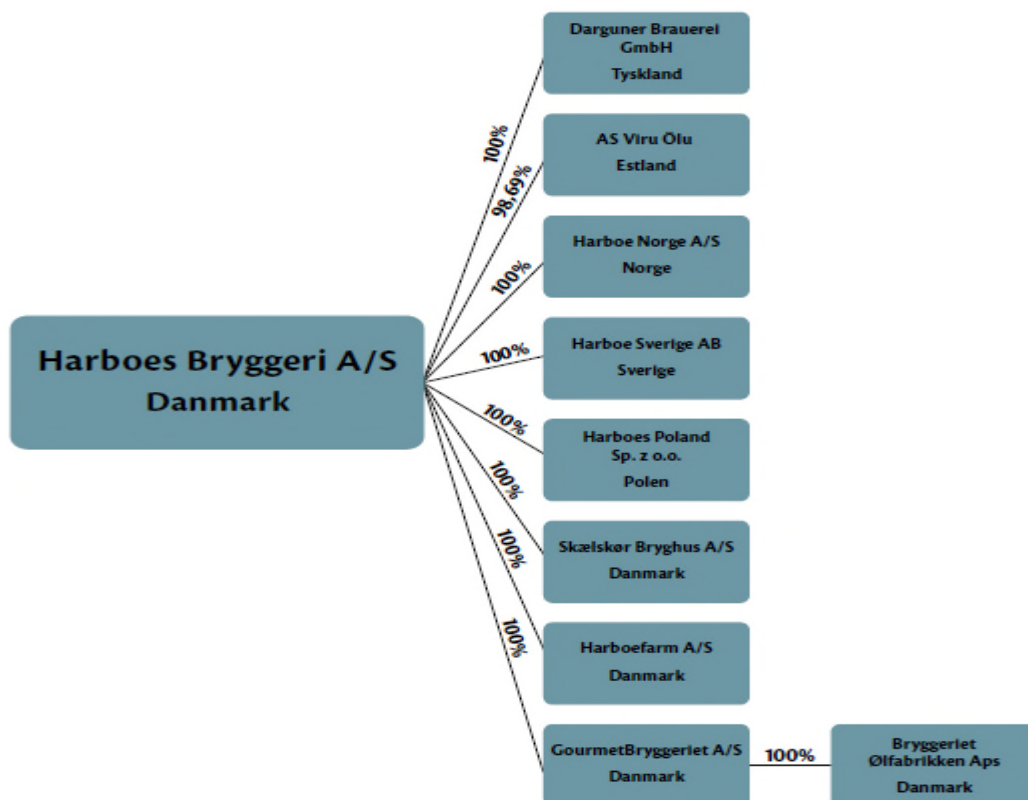
Et andet bryggeri under Harboes Bryggeri A/S er Darguner Brauerei, som er Harboes Bryggeri A/S tyske datterselskab, som blev grundlagt i 1991 i Dargun. Darguner Brauerei producerer mange af de produkter, som bliver afsat i Danmark. Udover de to bryggerier har Harboes Bryggeri A/S også Skælskør Bryghus A/S samt datterselskaberne Harboes Poland Sp. Z.O.O, Harboe Norge AS og Harboe Sverige AB⁴.

Udover bryggerierne havde Harboe også Harboefarm A/S. Harboefarm var en fødevarer virksomhed, som producerede hakket oksekød, svinekød og kalvekød. Harboefarm blev stiftet i 1991, men i 2010/2011 har Harboes Bryggeri valgt at påbegynde afviklingen af Harboefarm A/S. Dette kom sig af større og mere intensiv konkurrence inden for fødevarerindustrien. Harboefarms lokaler bliver i stedet udlejet ud.

Harboes Bryggeri ejede indtil 1. maj 2011 også GourmetBryggeriet A/S. GourmetBryggeriet, som lå i Roskilde, blev stiftet i 2005 af Lars Dietrichsen og Michael Knoth og er et mikrobryggeri. Samme år blev de to første øl fra mikrobryggeriet sat på hylderne i supermarkedet, og bryggeriet har også produceret økologisk sodavand. Øl og sodavand fra GourmetBryggeriet A/S er mere eksklusivt og dyrt end man ellers er vant til fra Harboe Bryggeri. Harboe har pr. 1. maj 2011 valgt at fusionere Harboefarm A/S og GourmetBryggeriet A/S til Harboe Ejendomme A/S⁵ og udlejer produktions- og lagerfaciliteter, men man kan stadigvæk finde specialøl og økologisk sodavand i supermarkederne fra GourmetBryggeriet A/S. Harboes Bryggeri A/S satser derfor nu kun på bryggerietvirksomheden.

⁴ www.harboe.dk

⁵ Ifølge selskabsmeddelelse om halvårsrapport for perioden 1. maj – 31. oktober 2011 og <http://gourmetbryggeriet.dk/>

*Koncernoversigt*⁶

Figur 1: Koncernoversigt

CEO for Harboes Bryggeri A/S er Bernhard Griesse, og han er det eneste medlem af direktionen. Bernhard Griesse kom ind i Harboe-familien i 1973 ved at gifte sig med datteren Kirsten Harboe. Han trådte ind i bestyrelsen i 1968 og blev CEO i 1984. Bestyrelsen består af syv medlemmer, hvor advokat Anders Nielsen er bestyrelsesformand og har siddet i bestyrelsen siden 2001. Bernhard Griesse er som CEO en stærk person, der har styret Harboes Bryggeri med hård hånd op igennem tiden fra at være et lille bryggeri til at være et af de største bryggerier i Danmark⁷.

Harboes Bryggeri er en familieejet virksomhed, som det fremgår af aktiefordelingen længere nede. Bernhard Griesse er nu 71 år gammel, og det vil derfor snart vise sig, om Harboes Bryggeri fortsat vil være familieejet virksomhed.

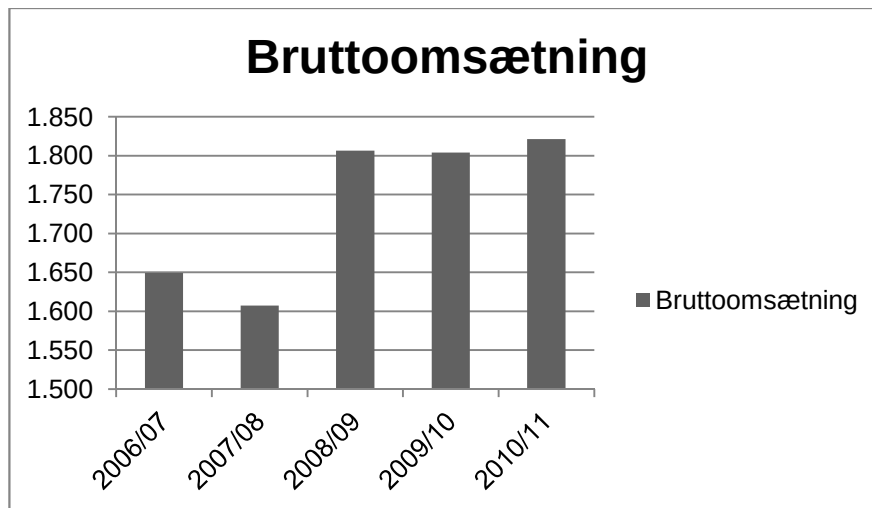
1.8.2 Økonomi

Udviklingen i Harboes bruttoomsætning for de seneste fem regnskabsår er vist nedenfor⁸.

⁶ Koncernoversigt hentet fra årsrapport 2010/2011

⁷ <http://borsen.dk>, <http://www.business.dk> og <http://investor.harboes.dk/annuals.cfm>

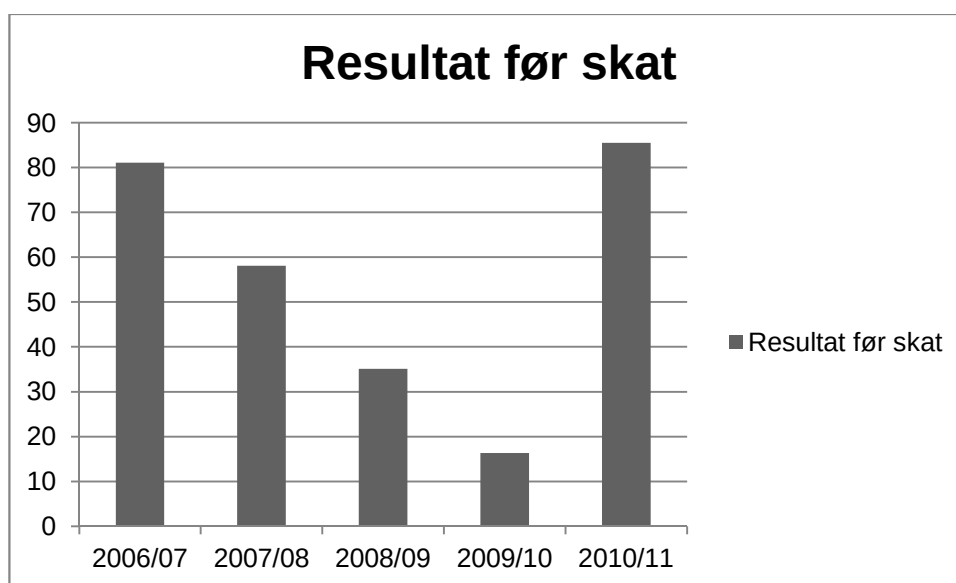
⁸ Nøgletal og forklaringer fra udviklinger er hentet fra selskabets seneste fem årsrapporter



Figur 2: Bruttoomsætning for perioden 2006/07 – 2010/11

Det ses, at omsætningen i 2007/08 var forholdsvis lav. Ifølge selskabets årsrapport for regnskabsåret var grunden til den lave bruttoomsætning den kolde og våde sommer, som betød, at danskerne drak mindre øl og sodavand end tidligere år.

Stigningen i bruttoomsætningen fra regnskabsårene 2007/08 til 2008/09 skyldes ifølge årsrapport for 2008/09, at man har introduceret nye produkter på markedet. I regnskabsåret 2008/09 introducerede man energidrikke og juice, som har en højere pris end de traditionelle produkter fra Harboe. Samtidig begyndte man i det regnskabsår at satse mere på produktionen af maltekstrakt, og man oplevede også vækst på eksportmarkederne. På trods af den begyndende finanskrisen i regnskabsåret 2008/09 oplevede man alligevel en stigning i bruttoomsætning på 12 %. Herefter har Harboe haft en stabil bruttoomsætning.



Figur 3: Resultat før skat for perioden 2006/07 – 2010/11

Som det ses af ovenstående graf har resultat før skat været faldende i regnskabsårene 2006/07 frem til og med 2009/10, hvorefter resultatet er steget til 85,5 millioner kroner i regnskabsåret 2010/11. Udviklingen kan blandt andet forklares med stigende råvarepriser som følge af finanskrisen. Vareforbruget er stigende i forhold til bruttoomsætningen stigende fra regnskabsåret 2006/07 til 2008/09, hvorefter vareforbruget bliver faldende igen. Resultatet for 2010/11 steg igen til et normalt niveau, svarende til niveauet før finanskrisen, hvilket skyldes, at omsætningen er steget som følge af stigende eksportaktiviteter og stor interesse for maltekstrakt. Samtidig formåede Harboe at holde produktionsomkostningerne og de øvrige omkostninger på et forholdsvist lavt niveau.

Harboes Bryggeri A/S er et mindre børsnoteret bryggeri på NASDAQ OMX i København, hvor selskabet er noteret med deres B-aktier under Small Cap Udviklingen i aktiekursen over de seneste fem år fremgår af nedenstående oversigt fra Euroinvestor.

Hovedaktionærerne i Harboes Bryggeri A/S er Lønmodtagernes Dyrtidsfond med ca. 20 procent, Kirsten og Bernhard GRIESE med 54,4 procent og J. P. Morgan Chase Bank på 6,13 procent⁹. Harboes Bryggeri A/S har en aktiekapital, som udgør 60.000.000 kr. svarende til 6.000.000 aktier á 10 kr. Ud af aktiekapitalen på de 60.000.000 kr. er de 640.000 aktier A-aktier og de 5.360.000 er B-aktier.⁹ Alle A-aktierne er på familiens hånd, hvorimod en del af B-aktierne er de aktier, der handles på børsen.



Figur 4: Udvikling i aktiekurs over de seneste 5 år. Kilde: www.euroinvestor.dk

⁹ Årsrapporten 2010/11, side 39

1.8.3 Samfundsansvar

Harboes Bryggeris bevidsthed omkring samfundsansvar spænder bredt fra hensyn til klima og miljø til sundhed og støtte i lokalområdet¹⁰.

Harboe fokuserer på at minimere anvendelsen af ressourcer i produktionen og dermed reducere effekten af virksomhedens drift på miljøet. Harboe forsøger at optimere produktionsfaciliteterne og har foretaget investeringer på logistikområdet for at skåne miljøet.

Med hensyn til medarbejderne ønsker Harboe at være en attraktiv arbejdsplads med konkurrencedygtige løn- og ansættelsesforhold samt løbende uddannelse. Herudover lægger Harboe vægt på et sikkert arbejdsmiljø og har i regnskabsåret 2010/11 udført forbedringer, hvilket har betydet, at produktionsenheden i Skælskør kan blive arbejdsmiljøcertificeret. Der lægges desuden vægt på medarbejdernes sundhed i form af en attraktiv kantineordning samt rådgivning og aktiviteter til at hjælpe med vægttab, rygestop mv.

Der lægges også vægt på forbrugeren af Harboes produkters sundhed samt kvaliteten af produkterne. Harboe stiller derfor krav til de råvarer, der anvendes i produkterne og evaluerer systematisk herpå. Der investeres i kvalitetsforbedringer og produktionsoptimering. Harboe har fokus på innovation for at imødekomme efterspørgslen efter sundere produkter.

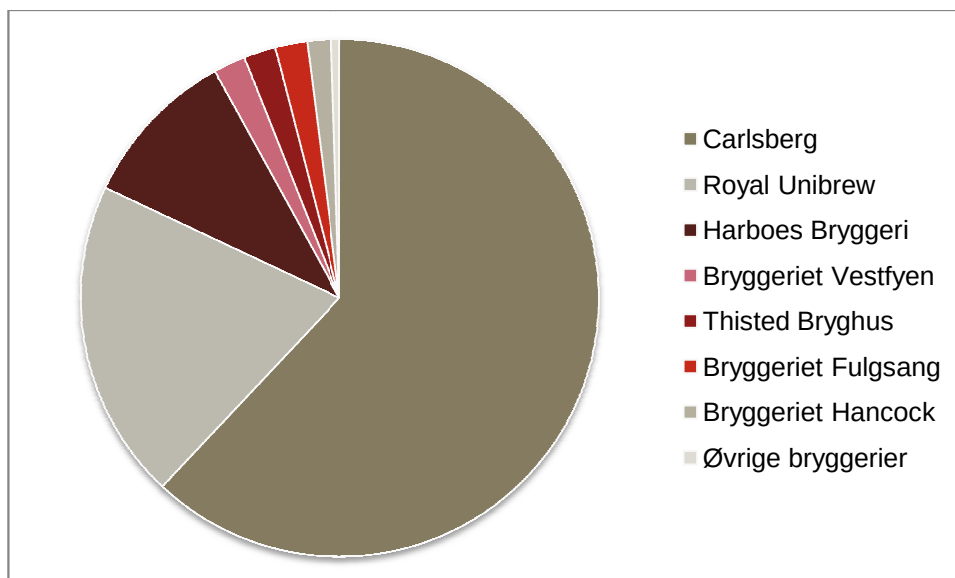
Harboe står stærkt i lokalområdet på Sydvestsjælland og især i Skælskør, da de markerer sig ved at sponsorere klubber i fodbold, badminton, håndbold og sejlsport, men også ved at sponsorere byfester og festivaler m.m.

1.8.4 Markeder

Harboes Bryggeri opererer på markeder i Danmark, Norden, Tyskland, de Baltiske lande, Polen men også resten af Europa, Afrika, Mellemøsten og Asien. I Danmark fordeler markedsandelene¹¹ sig således:

¹⁰ Informationer om samfundsansvar er hentet fra ledelsesberetning i årsrapporten for 2010/11

¹¹ http://da.wikipedia.org/wiki/Bryggeri#Bryggeriernes_markedsandele_p.C3.A5_det_danske_marked
Opgørelsesdatoen fremgår ikke, men ud fra vores kendskab til branchen vurderes det, at oplysningerne er korrekte.



Figur 5: Bryggeriernes markedsandele i Danmark

Det fremgår, at Harboes markedsandel udgør 10 % af markedet i Danmark, hvilket gør Harboe til den tredje største spiller. Harboes Bryggeri er i en industri med differentieret oligopol, idet der er få konkurrenter med høj grad af præference blandt forbrugerne. Der er således tale om et heterogent marked.

Med udgangspunkt i ovenstående virksomhedsbeskrivelse vil vi foretage en strategisk analyse af Harboes Bryggeri A/S.

2. Strategisk analyse

2.1 Det eksterne miljø

En strategisk analyse gennemføres med henblik på at analysere de strategiske faktorer i og omkring Harboes Bryggeri A/S. Den strategiske analyse kan opdeles i en ekstern og intern analyse. Den eksterne analyse tager udgangspunkt i makromiljøet og de overordnede forhold i samfundet, som er væsentlige for Harboes Bryggeri A/S, og som vil påvirke værdien af Harboes Bryggeri A/S. Til at analysere disse eksterne faktorer benyttes PESTEL og Porters Five Forces, hvor PESTEL beskriver fjernmiljøet i samfundet og Porters five forces beskriver nærmiljøet i den specifikke industri, som i dette tilfælde er bryggeriindustrien. For Harboes Bryggeri A/S er det vigtigt at være i stand til at reagere proaktivt på forandringer i samfundet, idet disse faktorer direkte eller indirekte kan påvirke Harboes Bryggeri A/S' indtjeningssevne og i værste fald virksomhedens overlevelse på længere sigt.

2.1.1 PESTEL-analyse

I en PESTEL-analyse ses der nærmere på de politiske faktorer, der omfatter forestående valg eller ændringer i regeringens politik, der kan påvirke virksomhedens branche¹². De økonomiske faktorer, hvor regler, der har indflydelse på industriens produkter, rentesatser, skattepolitik og kreditmuligheder skal tages i betragtning. De sociokulturelle faktorer omfatter ændring i demografi, uddannelsesstandarder, samfundsorden og tendenser. De teknologiske påvirkninger kan omfatte nye produkter eller tjenester, der lanceres inden for branchen, hastigheden af den teknologiske udvikling og behovet for at holde trit. De miljømæssige faktorer omfatter emner såsom sundhed, tendensen hen imod en mere miljøvenlig forretningsskik, anliggender vedrørende klimaforandringer og initiativet til større socialt ansvar for virksomheder klima- og menneskerettighedsmæssigt. De juridiske spørgsmål omfatter ændringer af bestemte bekendtgørelser, der påvirker en industrisektor. Men selv om en PESTEL analyse deles op i hvert enkelt punkt, er der mange af punkterne, der hører sammen eller rettere overlapper hinanden i analysen, dette har vi været opmærksomme på, men har så vidt muligt prøvet at undgå overlap.



Figur 6: PESTEL

¹² Bog: Exploring Corporate Strategy, side 55-59

2.1.1.1 Politiske faktorer

Den første faktor i analysen af omverdenen er politik. Politik er en vigtig faktor i omverdensanalysen af alkoholindustrien, idet politik har indflydelse på, hvor man må drikke og hvor meget. Man må for eksempel have en promille på 0,5 i Danmark for stadig at have lov til at køre bil. Promillegrænsen er i mange lande lavere, hvilket har betydning for alkoholindustrien, for jo lavere promillegrænse, jo færre solgte alkoholholdige drikkevarer alt andet lige. Desuden er det også politikerne, der sætter grænsen for, hvor gammel man skal være for at drikke alkohol. Man skal være 16 år gammel for at købe alkohol, men i fremtiden kunne den grænse godt blive sat op, sandsynligvis til 18 år, som er grænsen for, hvornår man må drikke alkohol på restauranter. Igen jo lavere grænsen for hvornår man må købe og drikke, jo flere øl bliver der alt andet lige solgt.

Desuden har regeringen indflydelse på, hvilke butikker, restauranter, barer mv. der må sælge alkohol, og hvilke der må servere alkohol. Dette er igen noget, der har indflydelse på alkoholindustrien, for jo flere steder man må købe alkohol, jo større chance er der for at sælge øl og cider.

Derudover har der de senere år også været meget fokus fra sundhedsstyrelsens side på den effekt, alkohol har på helbredet; den anbefalede mængde alkohol om ugen er for nyligt blevet sat ned til 7 genstande for kvinder og 14 genstande for mænd, hvilket også må have betydning for, hvor meget alkohol det er muligt at sælge.

Med hensyn til sodavand har politikerne også noget at skulle have sagt. Inden for de senere år har regeringen pålagt sodavand og slik en afgift, som har gjort mange varer dyrere. Man har desuden gjort det lovligt at sælge Redbull på det danske marked, hvilket tidligere har været forbudt på grund af det høje indhold af koffein. Dette har betydning for konkurrencen på det eksisterende energidrikmarked på trods af, at Redbull er noget dyrere end Harboes energidrikke; X.RAY og Hustler og andre energidrikke på markedet.

Skattefaktorer har væsentlig betydning for industrien og samfundet i det hele taget. Dette gælder både, hvis skatteprocenten for virksomheder og borgere stiger. Stiger skatten på virksomhedens skattepligtige indkomst, vil virksomheden have færre penge til at betale lønninger og øvrige omkostninger. Dermed kan virksomheden blive nødt til at hæve priserne, hvilket i sidste ende kan skabe inflation i samfundet. Det skyldes, at medarbejderne vil have mere i løn, hvilket er svært for virksomheden, som allerede har udgifter til produktion, markedsføring og administration og

desuden en høj skatteprocent af skattepligtig indkomst. I sidste ende vil det komme til at betyde, at pengene bliver mindre værd. Ligeledes vil en stigning i personlig skat have betydning for virksomheder, idet medarbejderne igen vil kræve højere løn for at opretholde den lønudbetaling, de havde før skattestigningerne.

Også momsen har påvirkning. I Danmark har vi én momssats på alle varer, men i vores nabolande som Sverige og Storbritannien har man differentieret moms på forskellige varer. Vand- og ølafgift¹³ er en anden afgift, som man heller ikke kan komme uden om, når man producerer øl og sodavand. Dette gør også sit til, at man bliver nødt til at hæve prisen på sine produkter, hvis afgiften stiger, og det går så igen udover kunderne. Men også hvis politikerne hæver afgiften alt for meget, ville grænsehandlen blive større, og markedet i Danmark ville blive mindre. Men da afgiften er en sikker indtægt hos staten, vil man nok ikke se i den nærmeste fremtid, at den vil forsvinde eller blive mindre.

Da vi i Danmark har fået ny regering fra en borgerlig regering til socialdemokratisk regering, vil der sandsynligvis blive indført nye love, som også vil få indflydelse på bryggeribranchen. Men ikke kun den danske regering kan påvirke branchen, også EU kan komme med lovgivninger, som rammer både med hensyn til økonomi, men også i forhold til sundhed, og eksempelvis landbruget, som er leverandører til branchen.

2.1.1.2 Økonomiske faktorer

Den anden faktor er økonomi. Økonomien i samfundet vil have betydning for, hvordan øl-, cider- og sodavandsalget går. Den globale finanskrisen har eksempelvis indflydelse på, hvordan folk bruger deres penge. Samfundets økonomi har betydning for, hvor mange der bliver arbejdsløse, og derfor ikke har de ekstra penge til at købe øl og sodavand for. Branchens produkter kan opfattes som luksusgoder, fordi der findes alternativer som postevand til at dække det basale behov: at slukke tørsten.

En anden faktor kunne også være den rente, som virksomheder kan låne penge til. Hvis en virksomhed har høj fremmedfinansiering, har renten stor betydning. Vil en virksomhed eksempelvis gerne udvide sin produktion, kan det være, at renteniveauet gør, at det ikke vil være rentabelt for virksomheden at låne pengene. Samtidig kan samfundets økonomiske situation betyde, at banker og realkreditinstitutter ikke vil låne penge til virksomhederne, selvom renteniveauet i Danmark er

¹³ Ølafgiften betales af alkoholindholdet af det færdige produkt ifølge bryggeriforeningen.dk

historisk lav.

Eksport er også en vigtig faktor, hvis vi ser på valuta; en stærkere valuta i forhold til den danske gør det sværere at eksportere øllet. Den økonomiske faktor kan også spille ind ved, at man bliver nødt til at flytte hele produktionen fra eksempelvis Danmark til Estland, da det ville være billigere at producere øl og vand der. Og dermed vil der blive større arbejdsløshed i Danmark, som så igen går ud over salget i Danmark.

Også inflation kan spille en faktor; den kan fremprovokere højere lønkrav fra de ansatte og dermed øge omkostningerne i virksomheden.

En anden økonomisk faktor, der kan få betydning for en virksomhed, er priserne på råvarerne. Hvis der er en høj befolkningstilvækst, har dette betydning for råvarepriserne, eksempelvis hvis landmændene, som producerer korn, ikke kan følge med efterspørgselen på korn, og derved bliver priserne på råvarer højere.

2.1.1.3 Demografiske og sociokulturelle faktorer

Den tredje faktor i omverdensanalysen er de demografiske og sociokulturelle faktor. Med hensyn til øl kan dette være en vigtig del af flere traditioner; jule- og påskefrokost, grillfester, J-dag mv., danskernes ølkultur gør, at der sandsynligvis vil være stor efterspørgsel efter øl langt ud i fremtiden.

Sodavand er et efterspurgt produkt, idet flere og flere drikker det til både frokost og aftensmaden og desuden til at slukke tørsten i løbet af dagen. Sodavand er ikke længere et luksusgode, og samtidig er det ikke længere et produkt kun for børn, hvor man, når man blev ældre, skiftede sodavanden ud med øl. Sodavand drikkes både til hverdag og til fest, og fordelene ved sodavand er, at der ikke er nogen begrænsning på, hvor meget man må drikke, før man skal ud og køre bil i modsætning til øl og cider.

Ligeledes har cider fået fat i danskerne. Især unge i alderen 16 til 25 år opfatter cider som et godt alternativ til øl. Dog er cider i mange tilfælde dyrere end øl. Cider er blevet trendy at drikke og drikkes ikke kun til fester, men også hvis man skal en tur på stranden eller til aftensmaden i stedet for øl.

På den anden side er der dog en tendens blandt mange mennesker med at fokusere på sundhed og fitness herunder kampagner om, hvor meget alkohol det er sundt at drikke om ugen. Dette har

væsentlig indflydelse på øl-, cider-, og sodavandindustrien, fordi flere og flere gerne vil leve et sundere og mere aktivt liv. Her har industrien dog et alternativ, som passer perfekt til de sundhedsbevidste forbrugere; kildevand. Kildevand er populært, idet det er nemt og sundt, men også light produkter er blevet mere populære. Det er nu også muligt at købe kildevand med vitaminer, som også er blevet populært.

Demografi har også betydning for, hvilke drikkevarer der bliver solgt. Borgerne i samfundet bliver ældre,¹⁴ hvilket betyder, at andelen af ældre i samfundet bliver større og større. Dog er den ældre generation en efterspurgt gruppe, da de ofte har en god indkomst og i højere grad efterspørger luksusvarer og specialøl, end de unge gør, fordi for de unges vedkommende er en øl en øl.

2.1.1.4 Teknologiske faktorer

Den fjerde faktor er teknologi. Der er tale om en industri med mange spillere, og der er fokus på bryggeriernes produktionsomkostninger, da man ved at optimere sin produktion enten kan producere flere produkter end konkurrenterne på den samme tid eller kan opnå besparelser på selve produktionen. Eksempelvis er en af bryggeriernes største ikke-lønomkostning emballage.

En anden faktor inden for teknologien er de maskiner, der bliver brugt til at producere sodavand og brygge øl. Kan man få en maskine, der er hurtigere end den man har, er der mulighed for at optimere sin produktion. Men også ved forskning indenfor produktion af sodavand og øl, kan man for eksempel sætte gæringsprocessen hurtigere i gang, end det man kan i dag. Eller kunne man finde noget andet at brygge øl på end malt, så man ikke er afhængig af, at det har været en god høst hos landmændene rundt om i verden og dermed afhængig af én råvare. Det skal man selvfølgelig også have i tankerne, og derfor skal man bruge tid og penge på at have de rigtige medarbejdere, som kan forske inden for bryggeribranchen.

2.1.1.5 Miljømæssige faktorer

Den femte faktor er miljø. Der har de sidste par år været stort fokus på miljøet både her i Danmark men også i EU. Man snakker meget om CO₂-udslip og om, hvordan man kan reducere det, og med det har selskaberne et stort ansvar for at være med til at holde CO₂-udslippet nede. Det er også en vis prestige i at være en virksomhed, som er god ved miljøet og have alle de rigtige miljøcertifikater. Økologi er en mulighed for virksomhederne i industrien at differentiere sig på og kan være med til at tiltrække de miljøbevidste kunder.

¹⁴ <http://www.tekno.dk/subpage.php3?article=746&toppic=kategori8&language=dk>

Miljøet har også påvirkning på de råvarer, der skal til for at producere sodavand og brygge øl. Eksempelvis, hvis klimaforandringerne medfører, at det bliver sværere at dyrke de nødvendige råvarer, bliver råvaren dyrere, da der vil være færre råvarer på verdensplan.

Når man snakker om miljø, er det ikke kun det klimamæssige miljø, men også arbejdsmiljøet i en virksomhed. For at virksomheden er attraktiv i forhold til at tiltrække de rigtige medarbejdere, skal virksomheden være konkurrencedygtig på områder som arbejdsmiljø og uddannelse.

2.1.1.6 Lovgivningsmæssige faktorer

Den sjette faktor er lovgivningen. Denne hænger sammen med den politiske faktor, da lovene bliver vedtaget af politikerne, og det gælder blandt andet loven om, hvor gammel man skal være for at købe alkohol, hvor man må indtage og købe og promillegrænsen ved kørsel af bil. Alle disse regler har stor betydning for efterspørgslen på øl og cider, da jo flere regler der kommer, jo mindre attraktivt bliver det at købe og indtage cider, øl og alkohol generelt.

Der findes dog også andre love, som virksomheder i industrien skal følge. Eksempelvis markedsføringslovgivningen der er udstedes af regeringen. Når man skal reklamere for et produkt, er der særlige regler, som skal følges. Især i forbindelse med markedsføring af alkoholiske drikke, må reklamerne ikke henvende sig til børn¹⁵. Under konkurrencelovgivningen finder man monopollovgivningen¹⁶. For at få monopol skal man udkonkurrere alle andre på markedet, og dermed kan man selv fastsætte prisen på varerne.

Et andet punkt under lovgivningen kan være lovgivningen om arbejdsmarkedsforhold. Virksomhederne har en forpligtelse over for deres medarbejdere; det kan være de aftaler, der indgås mellem arbejdsgivere og arbejdstagere altså en overenskomst. Inden for EU har man arbejdsmarkedslovgivning, som virksomhederne skal forholde sig til.

2.1.1.7 Konklusion på PESTEL-analyse

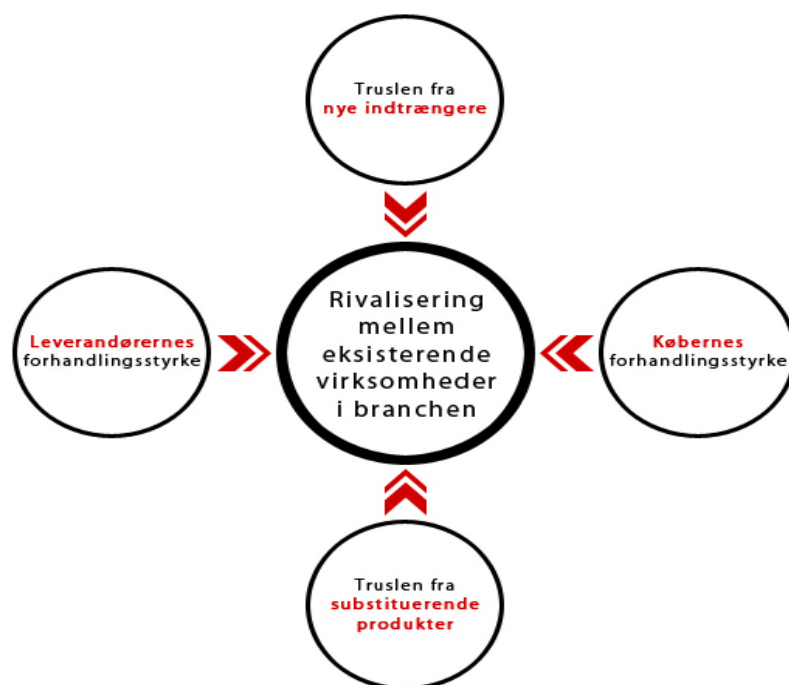
PESTEL-analysen viser, at der er mange faktorer, som har indflydelse på branchen. Vi vurderer dog, at de vigtigste faktorer, der har betydning for, hvor meget industrien sælger, er lovgivning både i forhold til aldersgrænser for køb og indtagelse af alkohol og i forhold til afgifter, der gør produkterne dyrere i Danmark. Når der kommer flere afgifter på danske produkter, søger

¹⁵ <http://www.forbrugerombudsmanden.dk/Love-og-regulering/Retningslinjer-og-vejledninger/Markedsfoeringsloven/brnogunge#5>

¹⁶ <http://www.startvaekst.dk/dansk-konkurrence-lovgivning>

forbrugerne til Tyskland og Sverige, hvor produkterne er billigere. Selvom Harboe også sælger sine produkter i Tyskland og Sverige, kommer flere afgifter alligevel til at få betydning for Harboe, fordi andre produkter, så som Coca-Cola og Ceres Royal også er væsentligt billigere i disse lande, og derfor vil forbrugerne have råd til at købe disse produkter frem for Harboes. Herudover har samfundstendenser som højere grad af fokusering på sundhed, udvikling i traditioner og ændring i borgernes demografi betydning.

2.1.2 Porter's five forces



Figur 7: Porter's five forces

Porter's five forces¹⁷ anvendes til at beskrive konkurrenceintensiteten i den industri, hvori virksomheden opererer og kan anvendes til at vurdere det konkurrencemæssige miljø i industrien, herunder hvorvidt denne industri er attraktiv for virksomheden baseret på fem forskellige parametre. Den fem parametre er rivalisering i industrien, leverandørernes og købernes forhandlingsstyrke, truslen fra substitutter samt truslen fra nye konkurrenter/adgangsbarrierer. Ved hjælp af Porter's five forces kan virksomheden positionere sig bedst muligt i industrien i forhold til kunder, leverandører samt nuværende og potentielle konkurrenterne på markedet.

¹⁷ Bog: Understanding Strategic Management, side 69-83

I vores gennemgang af Porter's five forces vil vi vurdere hver parameter for til sidst samlet at kunne vurdere industriens attraktivitet og konkurrenceintensitet. Der vil blive vurderet på scalaen: høj, middel, lav. En ulempe ved Porter's five forces er dog, at den ikke kan bruges til at vurdere, hvad der skal gøres for at virksomheden kan skabe succes. Den beskriver og vurderer kun forholdene, som de ser ud på et givent tidspunkt.

2.1.2.1 Truslen fra nye konkurrenter

Den første af de fem forcer er truslen fra nye konkurrenter og dermed adgangsbarrierer. Dette vedrører, hvor nemt det er at få adgang til industrien og har væsentlig betydning for graden af konkurrence i industrien. Truslen fra nye konkurrenter afhænger af, hvor mange og hvor 'høje' adgangsbarriererne er. Hvis der er få og lave adgangsbarrierer, er truslen fra nye konkurrenter høj. Alle kan starte et bryggeri, men det kan diskuteres, om det vil være betydelig konkurrence for Harboes Bryggeri. Hvis man ser på konkurrencen på markedet, som det er i dag, er der få store og mange små bryggerier i Danmark.

For at kunne få adgang til industrien for drikkevarer skal man først og fremmest have en opskrift på en (eller flere) drikkevarer. Carlsberg, Royal Unibrew og Harboes Bryggeri har patent på deres opskrifter, så nye bryggerier skal lave deres egen opskrift, som vil falde i forbrugernes smag. Dette er selvfølgelig altafgørende for, om forbrugerne vil købe ens produkt eller ej. Umiddelbart vurderes adgangsbarrieren på dette punkt at være middel/høj. Dette baserer vi på, at selvom der hele tiden kommer mange nye øl på markedet, det kan både være specialøl fra de små bryggerier, men også øl fra de etablerede bryggerier som Carlsberg, og Royal Unibrew, er det de færreste øl, der forbliver på markedet sammenlignet med øl som Grøn Tuborg, Tuborg Classic, Carls Classic, Carlsberg Hof, Royal Export og mange flere, som også kommer fra de etablerede bryggerier Carlsberg og Royal Unibrew.

Når man skal etablere sig på markedet for drikkevarer, er det desuden vigtigt at have kapital til at fremstille sine varer, men det kræver også massive markedsføringsomkostninger for nye konkurrenter. Størrelsen på ens produktionsapparat hænger dog tæt sammen med den måde, hvorpå man har tænkt sig at brande sit produkt. Det har især betydning på markedet for øl. Her kan man vælge enten at brande sit produkt som et produkt fra et mikrobryggeri eller fra et større bryggeri. Hvis man vil brande sig som et mikrobryggeri, skal man sikre sig, at opskriften på øllet er speciel for at kunne tage den merpris, idet produktionsomkostningerne alt andet lige må være højere, når man brygger i mindre mængder. I det tilfælde vil der dog være brug for et forholdsvis lille produktionsapparat. Er der derimod tale om en øl, der skal brandes som en øl, som er mere udbredt,

har man behov for et større produktionsapparat, og det kræver en større startkapital. Her har de eksisterende konkurrenter som Carlsberg, Royal Unibrew og Harboe Bryggeri dog den fordel, at de allerede har et produktionsapparat, som ved hjælp af deres stordriftsfordele kan betyde, at de kan svare igen ved at producere endnu flere øl og dermed tage en lavere pris for deres produkter. Her er det selvfølgelig vigtigt, at efterspørgslen følger den øgede produktion.

På markedet for sodavand, cider, kildevand og energidrikke er det i højere grad vigtigt at have et lidt større produktionsapparat, fordi det her handler om at komme ud til forbrugerne. Hvis forbrugerne kan lide ens produkt, skal det helst sælges i de fleste supermarkeds-kæder og kiosker, hvilket kræver et større produktionsapparat, end hvis man vil producere øl fra et mikrobryggeri. Derfor vurderer vi, at adgangsbarrieren med hensyn til kapital-/produktionsapparat er middel.

Distributionskanalerne er også vigtige, idet disse afhænger af, hvilke forbrugere man vil ud til, og gennem hvilke kanaler man vil nå dem. Distributionskanalerne er kiosker, supermarkeds-kæder, små købmænd, barer/diskoteker og restauranter. Skal man sælge sine produkter i alle supermarkeder, købmænd, kiosker, barer/diskoteker og restauranter? Dette afhænger igen af, hvordan man vil brande sit produkt. Såfremt man sælger øl fra mikrobryggeri, vil man foretrække udvalgte restauranter, hvilket måske vil være de lidt dyrere restauranter og specialbutikker for at sikre, at ens produkt opfattes som eksklusivt. Såfremt man sælger i en større målestok, vil man forsøge at indgå aftaler med så mange restauranter, barer og supermarkeder som muligt for at eksponere sit produkt mest muligt, dog stadig med sin branding for øje. Da der er så mange produkter på markedet, vurderer vi, at adgangsbarriererne på dette punkt er høje.

Hvordan man differentierer og markedsfører sit produkt er lige så afgørende for, om man kan sælge sit produkt, som det, at forbrugerne kan lide ens produkt. Forstår man ikke, hvordan man skal nå sine målgrupper, vil forbrugerne ikke vælge ens produkter i supermarkederne, og ejerne af restauranter vil ikke sælge produkterne, da deres kunder vil efterspørge andre produkter. Hvis man ikke kan komme ud med dette budskab til alle sine kunder/forbrugere, kan man heller ikke sælge sit produkt. Det er derfor vigtigt at have en god marketing strategi eller man kunne evt. have et slogan. Harboes Bryggeri A/S havde på et tidspunkt et slogan, da de var hovedsponsor for Næstveds 1. division hold, som var "Sæt Harboe på bordet, og Næstved er på superliga sporet". Men man kunne også have råd til at hyre et dygtigt markedsføringsbureau, som kunne lave de rette reklamer for at promovere produkterne for Harboes Bryggeri på et bredere plan. Vi vurderer dermed, at adgangsbarrieren i den forbindelse er middel.

Switching costs for forbrugeren vurderes at være meget små eller faktisk ikke eksisterende. Der er to parametre, der har betydning for switching costs: "prisen" for at vælge det ene eller andet produkt på hylden og selve prisen på produkterne.

I supermarkeder koster det ingenting for forbrugeren at vælge en Tuborg frem for en Carlsberg, hvis begge produkter sælges i det pågældende supermarked. Det er kun, hvis et supermarked kun sælger nogle slags øl/sodavand/cider/energidrikke, og et andet supermarked sælger andre slags, at der kan være små switching costs, idet der også vil være andre faktorer, der spiller ind, når folk skal vælge supermarkeder. Det kan være priserne og tilbud på andre produkter i supermarkederne, serviceniveau, placering i forhold til bopæl og arbejdsplads osv. Dog ser man ofte, at folk handler flere forskellige steder for at få alle sine varer, hvilket gør switching costs meget små.

Derimod på restauranter er switching cost lidt højere, idet restauranter ofte kun sælger en enkelt producents produkter. Eksempelvis med sodavand vælger en restaurant ofte kun at sælge Coca-Colas produkter (Coca-Cola, Fanta, Sprite) eller Royal Unibrews produkter (Pepsi, Faxe Kondi, Mirinda). Dermed er switching costs lidt højere end ved køb af drikkevarer i supermarkeder, idet der i langt højere grad er andre faktorer, der spiller ind, når man skal vælge en restaurant. Ofte vælger man ikke en restaurant ud fra, hvilket drikkevarer man kan købe, men i stedet hvilken mad man kan få, service, restaurantens image, priser mv. Igen er der tale om switching costs, da det er ejerne af restauranten, der vælger at have et produkt, hvilke produkter der skal sælges. På dette punkt vurderer vi, at adgangsbarrieren er lav.

Selve prisen for eksempelvis en øl kan godt variere med flere kroner. Dog er prisen stadig så lav og udgør en forholdsvis lille del af en almindelig families budget, at vi ikke vurderer, at det er priserne på de enkelte produkter, der afgør, om man køber det ene eller andet produkt. Men mere den sociale status, hvis man er en studerende, vil man nok købe discount øl som Maribo øl og eventuelt Harboe øl, og hvis man er en middelklasse familie, vil man nok købe Carlsberg eller Tuborg. Vi vurderer dog, at det i langt højere grad er smag og status end pris, der afgør valget.

Myndighederne kan også have en finger med i spillet. Der kan være bestemte regler i lokalplanen om, hvor man må lægge et bryggeri lige meget om det er stort eller lille, også lige meget om man skal udvide sit eksisterende bryggeri. Hvis der står i lokaleplanen hos de lokale myndigheder, at der ikke må opføres produktionsvirksomheder eller udvides, bliver det sværere at starte en ny virksomhed. Det kan være på grund af støj- og lugtgener, eller hvis det er til skade for dyrelivet.

Samlet set vurderes det, at truslen fra nye konkurrenter, der vil opføre et bryggeri og brygge øl og sodavand, er middel, hvis de skal true Harboes Bryggeri A/S, fordi der er et stort kapitalbehov til at leje, bygge eller købe produktionshaller samt købe produktionsanlæg, og man skal have know how, hvis man skal op og have en større markedsandel og dermed true Carlsberg, Royal Unibrew og Harboes Bryggeri.

2.1.2.2 Købernes forhandlingskraft

Køberne kan for drikkevarerindustrien enten være det næste led i distributionskæden i forhold til producenterne: restaurationsbranchen eller det kan være forbrugerne. Da disse to grupper er meget forskellige, vil de blive behandlet hver for sig nedenfor.

Den første gruppe, restaurationsbranchen og supermarkeder, har meget lille forhandlingsstyrke, da de bliver nødt til at tænke på, hvad deres gæster og kunder vil have frem for, hvad de selv synes er bedst og billigst. Derfor vil switching costs også være meget høje, da udskiftning af et sortiment vil have betydning for, hvem der handler/besøger dem og dermed for efterspørgslen. Dog kan man sige, at en supermarkeds-kæde som f.eks. Dansk Supermarked vil have væsentlig betydning for en ølproducent som Carlsberg, da Dansk Supermarked sandsynligvis er en af Carlsbergs større kunder i Danmark. Igen vil det dog have betydning for Dansk Supermarked, hvis de vælger ikke at sælge Carlsbergs produkter i deres supermarkeder, idet kunderne til Dansk Supermarked vil forvente at kunne købe Carlsberg-produkter i eksempelvis Bilka. På baggrund af ovenstående vil man kunne konkludere, at Dansk Supermarked nok ville kunne forhandle sig til bedre priser samt bedre leverings- og betalingsbetingelser, men switching costs ville for Dansk Supermarked alligevel være for høje til helt at kunne fravælge eksempelvis Carlsberg som leverandør af øl og sodavand, fordi de nok ville tabe kunder på det.

Derimod vil restaurationsbranchen og virksomheder have en mindre forhandlingsstyrke, da Carlsberg nok kun vil levere til denne kunde for at have et så bredt 'publikum' som muligt, og også så stor en markedsandel som muligt, og ikke fordi Carlsberg kan tjene store penge på restaurationsbranchen. På den baggrund må det konkluderes, at det for denne gruppe købere ikke ville være muligt at vælge en anden leverandør, og derfor er gruppens forhandlingsstyrke meget lille.

Den anden gruppe, forbrugerne, har højere forhandlingsstyrke. Som nævnt tidligere kan man jo bare vælge noget andet at drikke, hvilket betyder, at switching costs er meget små. Dog er forbrugerne som kundegruppe uendelig stor. Dette gør kundernes forhandlingsstyrke meget lille, da der

sandsynligvis altid vil være andre kunder til industrien, hvis der er nogen, der begynder at drikke mindre øl, sodavand, cider og energidrikke som følge af promillegrænser, trend mod sundere liv og osv. På baggrund af ovenstående må det konkluderes, at forbrugernes forhandlingsstyrke er lille, fordi der er så mange forbrugere.

Samlet må det konkluderes, at kundernes forhandlingsstyrke er lille, fordi der er mange forbrugere, og supermarkeder mv. er afhængige af de rigtige mærker, da dette hjælper med at trække forbrugerne til.

2.1.2.3 Leverandørernes forhandlingskraft

Leverandørerne til bryggeriindustrien er de leverandører, der leverer ingredienser som malt, humle, vand og sukker, de der leverer produktionsapparater så som kedler, og de leverandører, der leverer emballage.

Der er mange leverandører om buddet med hensyn til emballage, derfor vil det altid være muligt for bryggeriet at finde en anden leverandør af emballage. Dette gør industriens attraktivitet højere og emballage-leverandørernes forhandlingskraft lille.

For de leverandører, der leverer ingredienser til bryggerierne så som malt, sukker og vand, er der mange på markedet, som har de samme varer. Derfor er leverandørernes forhandlingsstyrke meget afhængig af udbud og efterspørgslen på slutproduktet, som bryggerierne sælger til deres kunder.

Den pris, som leverandørerne sælger sine produkter til, er baseret på markedspriserne. Bryggerierne har en kontrakt med kommunen, som leverer vandet til produktionen, da vandet er en vigtig del af produktionen af øl og sodavand.

Leverandørernes forhandlingskraft vurderes at være lille, da der er mange leverandører til industrien.

2.1.2.4 Truslen fra substitutter

Truslen fra substitutter vedrører produkter, der opfylder samme behov. Switching costs fra et produkt til et substituerende produkt har betydning for, hvorvidt truslen fra substitutter er høj eller lav. Hvis der er mange substitutter, gør dette industriens attraktivitet lavere.

Man kan sige, at øl, sodavand, cider og energidrikke kan opfylde to behov. Først kan disse drikkevarer dække det basale behov: at slukke tørsten. I dette tilfælde er der rigtig mange substitutter, da vand, kaffe, saftvand, mælk, spiritus og vin ligeledes kan slukke tørsten. I den forbindelse vurderes det, at switching costs er ikke eksisterende, da man på restauranten eller i supermarkedet bare kan vælge noget andet at drikke.

Det andet behov, det vedrører, er socialt samvær, det kan enten være til fodbold, andre sportsaktiviteter eller gå i byen. I dette tilfælde handler det i højere grad om at være fælles om noget eller at have sammenhold. F.eks. for en gruppe venner der enten spiller eller ser fodbold. Når man spiller fodbold, vil der altid være en tredje halvleg, hvor man sidder og drikker øl eller sodavand. Heller ikke når man ser fodbold på enten stadion eller foran fjernsynet vil man drikke andet end øl og sodavand. I disse tilfælde vil der ikke være et substituerende produkt. Hvis der alligevel skulle være tale om et substituerende produkt for denne gruppe venner, ville switching costs være høje, da man ville skulle ændre på folks vaner, hvilket kan være utroligt svært. Det er også svært at vænne mennesker til kun at drikke øl til maden, når de sidder og nyder en tre retters middag på en restaurant, og det ville det være mere naturligt at drikke vin til maden. Når forbrugerne er ude at handle i supermarkeder, er der til gengæld så mange muligheder, og der ikke er nogle switching costs for forbrugeren i forhold til at vælge det ene produkt frem for det andet. Det vurderes dog, at truslen fra substitutter er høj, fordi der er mange muligheder.

2.1.2.5 Rivalisering i industrien

Den interne rivalisering i industrien vedrører de konkurrenter, der allerede er i industrien for drikkevarer. De øvrige forcer har indflydelse på, hvor mange konkurrenter, der er i industrien og dermed graden af rivalisering. Graden af rivalisering afhænger af, hvor store konkurrenterne er i forhold til hinanden, industriens vækstrate, udgangsbarrierer, faste omkostninger samt produktdifferentiering i industrien.

På markederne for sodavand og øl er der mange konkurrenter. Af dansk ejet bryggerier er der tre store og desuden masser af små bryggerier på det danske marked. Dette har betydning for rivaliseringen i industrien, som for disse produkter vurderes at være høj.

Markederne for cider og energidrikke er dog forholdsvis nye markeder, og de er voksende markeder. Der er dog allerede en del konkurrenter på markederne. Det faktum, at det er nye markeder, hvor kun få producenter for alvor er etableret, betyder, at der er plads til flere og gør dermed industrien attraktiv for nye konkurrenter.

I industrien er der forholdsvis høje faste omkostninger, idet man har behov for et produktionsapparat, som skal være der, uanset om man sælger et styk af sit produkt eller mange. For de store etablerede virksomheder i industrien, som Carlsberg, Royal Unibrew og Harboe er der mulighed for at opnå stordriftsfordele og dermed gøre produktionsomkostningerne pr. produceret enhed mindre. Dette gør rivaliseringen i industrien høj blandt de store konkurrenter.

Industrien har også høje udgangsbarrierer, da det kan være svært at sælge sit produktionsapparat. Et produktionsapparat til produktion af eksempelvis øl eller sodavand kan kun bruges til produktion af disse produkter, og når det er svært at få adgang til at sælge på dette marked, vil det også være svært at sælge sit produktionsapparat. Dette gør, at selvom det går dårlig med ens produkt, vil man forsøge at blive på markedet, da alternativet også er dyrt. De høje udgangsbarrierer øger derfor konkurrenceintensiteten.

2.1.2.6 Konklusion på konkurrenceintensiteten

Vi vil her konkludere på analysen og vurdere industriens attraktivitet samt konkurrenceintensitet.

Truslen fra nye konkurrenter vurderedes at være lav. Selvom der dukker mange små mikrobryggerier op, vil der være brug for en god opskrift og forholdsvis stor startkapital, hvilket betyder høje adgangsbarrierer for at true Harboes markedsandel. Switching costs for forbrugerne er meget lave og ved hjælp af god og præcis markedsføring – og selvfølgelig en god opskrift -, kan man hurtigt få folk til at vælge ens produkt frem for det, de normalt ville vælge.

Købernes forhandlingskraft vurderes at være lav/middel, fordi industriens spillere er afhængige af, at supermarkeds kæderne og restaurationsbranchen vælger deres produkt, men samtidig er der mange både forhandlere og forbrugere, så med det rigtige produkt og en rimelig pris for forhandlerne, vil der altid være købere.

Leverandørernes forhandlingskraft vurderes til at være lav, da der er mangel på udbuddet af de råvarer, bryggerierne skal bruge til at producere øl og sodavand. Selvom en enkelt leverandør ikke vil handle med et bryggeri, er der bare en anden leverandør, der har samme produkt, som gerne vil have bryggeriet som kunde.

Truslen fra substitutter vurderes at være høj, fordi der var mange muligheder for at få slukket tørsten for en forbruger og igen stort set ingen switching costs.

Rivaliseringen i industrien vurderes at være høj, fordi der var mange konkurrenter, for nogle produkter er markederne voksende, der er høje faste omkostninger og udgangsbarriere er høje.

Samlet set vurderes det, at industriens attraktivitet er lav, idet der er så mange både nuværende og potentielle konkurrenter, at forbrugeren uden omkostninger kan vælge et andet produkt, og der er høj grad af konkurrence i industrien.

2.2 Det interne miljø

Den interne del af den strategiske analyse handler om at beskrive, analysere og vurdere Harboe Bryggeri A/S' interne situation. Den interne analyse tager udgangspunkt i de valg, virksomheden har truffet i forhold til dennes konkurrencemæssige situation i det eksterne miljø. I den interne strategiske analyse vil vi tage udgangspunkt i tre modeller; Porter's generiske konkurrencestrategier, Ansoff's vækstmatrice samt SWOT-analysen. Porter's generiske konkurrencestrategier anvendes til at vurdere, hvilken position i industrien virksomheden har. Ansoff's vækstmatrice beskriver den strategi, en virksomhed anvender, når denne vokser. SWOT-analysen beskriver, hvilke styrker og svagheder, virksomheden har samt muligheder og trusler, virksomheden står over for.

2.2.1 Porter's generiske konkurrencestrategier

Porter's generiske strategier¹⁸ består af følgende fire strategier; differentiering, differentieringsfokus, omkostningsstrategi og omkostningsfokus, som vist nedenfor.

		Konkurrencefordel	
Konkurrence-mæssigt omfang	Mange målgrupper	Differentiering	Lave omkostninger
	En/få målgrupper	Differentieringsfokus	Omkostningsstrategi
			Omkostningsfokus

Figur 8: Porter's generiske strategier

Som det fremgår af ovenstående figur, afhænger virksomhedens strategi af, om man vælger at targettere mange eller få målgrupper, og om man vælger at differentiere sit produkt eller forsøge at holde sine omkostninger på et lavt niveau, så man har mulighed for at sælge produkterne billigere end konkurrenterne. Harboes Bryggeri har mange forskellige produktkategorier, som har forskellige konkurrencestrategier. Hver produktkategori vil blive vurderet hver for sig.

Harboes Bryggeris primære produkt er øl¹⁹. Harboe producerer både almindelige øl og specialøl til årets helligdage samt en årgangsøl. De almindelige øl fås i flere forskellige typer og med forskellige alkoholprocenter. Fælles for alle Harboes Bryggeris øl er dog, at de ligger i den lave prisklasse. Harboes fører derfor en omkostningsstrategi. Det er muligt at købe Harboes øl i mange forskellige supermarkeder, hvorfor der umiddelbart må være tale om en omkostningsstrategi med mange

¹⁸ Bog: Understanding Strategic Management, side 185-201

¹⁹ Informationer om Harboes Bryggeri A/S' produkter, er indhentet fra Harboes hjemmeside; <http://www.harboe.com/da/Products>

målgrupper. Man kan dog sige, at det ikke er alle kundegrupper, der handler i eksempelvis Netto, der ville vælge at købe Harboes øl. Samtidig vurderer vi, at Harboes produkter opfattes som discount produkter, hvilket giver en vis grad af fokusering på enkelte målgrupper.

Harboes Bryggeri har et bredt udvalgt af sodavand. Ud over klassikere som cola, dansk vand, appelsin- og sportsvand har Harboe også sodavand med abrikos-, ananas-, grape- og hindbærsmag, som hører til de mere sjældne sodavand, og det er kun få andre producenter, der også markedsfører disse typer sodavand i Danmark. Ligesom Harboes øl ligger sodavandsprodukterne i den lave prisklasse, hvilket betyder, at Harboe på dette område også fører en omkostningsstrategi med en vis grad af fokusering grundet discount-elementet, og desuden fordi Harboe producerer flere forskellige typer sodavand.

Harboe sælger cider med både høj og lav alkoholprocent. Cider med den lave alkoholprocent er den gamle velkendte cider, som har været på markedet i mange år. Indenfor de seneste fem år er man desuden begyndt at udbyde cider med en alkoholprocent på højde med en almindelig øl. Strategien for cider med lav alkoholprocent vurderes at være en omkostningsstrategi, mens cider med den høje alkoholprocent vurderes at være en fokuseret omkostningsstrategi, idet denne cider primært er fokuseret på unge i aldersgruppen 16-30 år.

X.RAY og Hustler er Harboes to energidrikke. Disse energidrikke ligger i den billige ende sammenlignet med de primære konkurrenter som Cult og Redbull. Derfor fører Harboes Bryggeri også på dette område en omkostningsstrategi, da energidrikke henvender sig til mange forskellige målgrupper. Ligeledes har Harboe kildevanden Athena, som også er forholdsvist billig, hvorfor de også her fører en omkostningsstrategi, dog uden fokusering.

Det kan på baggrund af ovenstående konkluderes, at Harboes Bryggeri primært fører en omkostningsstrategi, idet alle produkterne er billige i forhold til sammenlignelige produkter. Harboes strategi er illustreret med en cirkel på figuren på foregående side. Dog er der en vis grad af fokusering, fordi nogle af deres produkter kun henvender sig til mindre befolkningsgrupper. Grunden til at Harboe har mulighed for at føre en omkostningsstrategi er, at mange af deres produkter er så udbredt i Danmark og Europa, at de har mulighed for at producere i store mængder, hvilket gør omkostningen ved at producere og sælge en styk mindre end konkurrenternes. Desuden er det selvfølgelig et bevidst valg at føre denne strategi, fordi de har gode produkter til priser, som forbrugerne gerne vil betale for.

Risikoen ved omkostningsstrategi er, at produkterne opfattes som om, de er af lavere kvalitet end andre drikkevarer. Dette vurderes dog ikke at være af væsentlige betydning for Harboe, som har et

etableret og stærk brand, selvom produkterne opfattes som discount-produkter. Desuden er der et vigtigt element, som hverken har med brand eller markedsføring at gøre: nemlig smag. Nogle mennesker kan bedre lide Harboes produkter, og andre kan slet ikke lide Harboes produkter og dette har, som nævnt i analysen af Porter's five forces, selvfølgelig betydning for, om folk køber Harboes produkter eller ej.

2.2.2 Ansoff's vækststrategier

Ansoff's vækststrategier²⁰ anvendes til at generere fire alternativer til at udvikle sin virksomhed strategisk. Når man vælger at udvikle sine eksisterende produkter på eksisterende markeder, er der tale om markedspenetrering. På nye markeder er det markedsudvikling. Vælger man at introducere nye produkter på eksisterende markeder er det produktudvikling, og nye produkter på nye markeder er diversifikation.

		Produkt	
		Eksisterende produkter	Nye produkter
Marked	Eksisterende	Markedspenetrering	Produktudvikling
	Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation

Figur 9: Ansoff's vækstmatrice

Til at starte med vil vi analysere Harboes nuværende vækststrategi, og det må ud fra vurderingerne i analysen af Harboes Bryggeris konkurrencestrategier konkluderes, at Harboes for alle deres produkter anvender markedspenetrering. Harboes nuværende reklamer består alene i at tilbyde forskellige supermarkeder nogle tilbud, som gør, at supermarkederne kan sælge Harboes produkter til en billigere pris end normalt, og dermed viser produkterne i sine reklamer på internettet og i de fysiske reklamer, som omdeles til husstande. I og med Harboe sælger sine produkter i de samme supermarkeder, som de har gjort i mange år, er der tale om markedspenetrering.

Med denne reklameform forsøger man at øge forbrugerfrekvensen ved hyppigere køb af Harboes produkter. Dette skal resultere i en øget efterspørgsel efter Harboes produkter og dermed en større markedsandel. Samtidig er der tale om konsolidering af eksisterende markedsandele. Da konkurrencen på markedet er hård, er det nødvendigt for Harboe at gøre sine produkter attraktive for forbrugerne og desuden også for supermarkederne, hvilket i Harboes tilfælde bedst gøres ved at sænke priserne.

²⁰ Informationer om modellen er fundet i bøgerne; Exploring Corporate Strategy, side 257-269, Understanding Strategic Management, side 221-229 samt på Systime.dk

Ser man tilbage i forhold til dengang Harboes Bryggeri startede ud, har Harboe benyttet flere forskellige strategier. Harboe startede med at producere øl. Efterhånden som Harboe er begyndt at producere flere og flere forskellige slags øl; påskebryg, pinsebryg, guldøl mv., har man udvidet sortimentet med produktudvikling.

Ekspansionen til sodavand var diversifikationsstrategien. Der er tale om et nyt produkt, som blev markedsført for en ny kundegruppe, selvom nogle af de eksisterende kunder sandsynligvis også ville købe sodavand.

Da man introducerede kildevand, var det en produktudvikling, fordi der igen var tale om et nyt produkt, men denne gang kan man i højere grad forvente, at det er de samme kundegrupper, der vil købe produktet. Dog vil der nok også have været enkelte nye kundegrupper.

Introduktionen af energidrikke og cider vurderes ligeledes at være produktudvikling, idet der endnu engang er tale om nye produkter, som bliver købt af de samme personer, som tidligere også har købt Harboes øl, sodavand og kildevand.

Virksomhedsbeskrivelsen viser, at Harboe også har forsøgt sig på andre områder som fødevarer og specialøl fra et mikrobryggeri. Med disse produkter har Harboe anvendt en diversifikationsstrategi. Det var en urelateret diversifikationsstrategi, idet man har forsøgt sig på nye markeder med helt nye produkter. Inden for diversifikation er der to former, som er koncentrisk diversifikation som Harboe brugte på Goumetbryggeriet, hvor man markedsfører nye produkter som specialøl og økologiske sodavand, hvor der er et vist sammenfald med den eksisterende produktportefølje, f.eks. samme teknologisk eller markedsføring. Den anden form er konglomerat diversifikation som Harboefarm går ind under, da man prøver et helt nyt forretningsområde ved at bevæge sig ind på fødevaremarked, som ikke er inden for den eksisterende produktportefølje. På den måde opnås en synergieffekt. Det lykkedes dog ikke for alvor for Harboe at bevæge sig ind på disse markeder.

Ekspansionen med påbegyndelse af produktionen af maltekstrakt og maltsirup ser dog ud til at være en succes for Harboe. Det beviser, at Harboe er gode til at producere drikkevarer og produkter relateret hertil, men Harboes brand som et billigt produkt af lavere kvalitet har sat sig fast i forbrugernes, restauranternes og supermarkedernes bevidsthed. Der har i de senere år været stor fokus på kvaliteten af fødevarer og især kød, og dette har sikkert haft betydning for Harboes mulighed for at etablere sig på dette marked.

Harboes indtræden på nye markeder som det mellemøstlige marked kan være besværlig, da befolkningen har en muslimsk tro, der ikke tillader, at muslimer drikker alkohol. Dog er der mange vestlige forretningsfolk, der er udstationeret og arbejder i Mellemøsten, men ellers er det Harboes

ikke alkoholiske produkter som sodavand og energidrikke, der skal slå igennem på det marked. Men også på det afrikanske og asiatiske marked vil Harboe støde på de samme udfordringer som på det mellemøstlige marked. Der vil her være tale om strategien markedsudvikling.

Det kan derfor konkluderes, at Harboe i fremtiden skal satse på billige drikkevarer til eksisterende markeder, og Harboes vækststrategier bør derfor fremadrettet primært være produktudvikling og markedspenetrering.

2.2.3 SWOT-analyse

En SWOT-analyse²¹ er et opsamlingsværktøj, som man bruger til at identificere og analysere sine stærke og svage sider, når man kigger internt på Harboes Bryggeri A/S. Men også muligheder og trusler, som påvirker Harboe.

Styrker	Svagheder
• Kendt brand inden for øl, sodavand og energidrikke • Stort knowhow i at brygge øl, sodavand og andre drikkevarer • Trejde største markedsandel på det danske marked	• Opfattes som producent af discount produkter • Høje faste omkostninger • Fremtiden – hvem skal føre Harboe videre? • Gamle produktionsapparater i forhold til det nye i Tyskland
Muligheder	Trusler
• Opkøb af bryggerier – udenlandske og mikrobryggerier • Udvikling af nye produkter og markedspenetrering ved eksisterende produkter • Ændring i befolkningens holdninger og interesser • Samfundets økonomiske udvikling	• Samfundets økonomiske udvikling • Øget konkurrence – flere bryggerier • Mindre markedsandele – de andre bliver større • Ændret holdning blandt forbrugerne – nye trends • Nye love og regler i Danmark og EU

Figur 10: SWOT-analyse

2.2.3.1 Styrker

Harboes Bryggeris primære stærke side er, at de har et kendt navn i Danmark. Harboe står især stærkt i Danmark og især på Sydvestsjælland, hvor de har deres hovedkontor. Produkterne sælges i langt de fleste supermarkeds kæder. Da Harboe har mange forskellige varer, er de godt beskyttet mod kriser og nye trends, da de basalt kan slukke tørsten hos forbrugerne ved enten det ene eller andet af deres produkter og har etableret et stærkt brand blandt forbrugerne.

²¹ Bog: Understanding Strategic Management, side 117-120

Harboes øl og sodavand ligger med en pris på næsten det halve i forhold til Carlsbergs øl og sodavand, herunder Coca-Cola produkter, og et par kroner laver end Royal Unibrews øl og det halve i forhold til f.eks. Faxe Kondi sodavand.²² I Danmark er Harboe det tredje største bryggeri med en markedsandel på 10 %²³, som desuden tæller Carlsberg og Royal Unibrew af store konkurrenter. Harboe har med en god udvikling sat sig stærkt på markedet inden for øl, sodavand og andre drikkevarer. Harboes Bryggeri har siden 1883 brygget øl og har igennem tiden udviklet sig indenfor bryggeribranchen, men også på sodavand og læskedrikke har de et stort knowhow.

Harboe har en god og stabil ledelse i form af direktør Bernhard Grieser, som har været direktør siden 1984, hvor han og hans familie ejer 54,4 % af aktierne i Harboes Bryggeri A/S. Ud fra dette tyder det på, at selvom Harboes Bryggeri A/S er en familiedrevet virksomhed, har investorerne støttet på, at Bernhard Grieser er den rette mand til at udføre og fremføre Harboes visioner.

2.2.3.2 Svagheder

En af Harboes største svagheder er paradoksalt nok også en af deres styrker, nemlig deres brand. Harboes produkter er nogle af de billigste på markedet og opfattes som discountprodukter af lavere kvalitet end sammenlignelige produkter. Forbrugerne er på trods af finanskrisen stærkt fokuseret på kvalitet, og hvad andre tænker om dem, og det har stor betydning for, om de vil købe Harboes produkter. Med opfattelsen af discountprodukter vil forbrugeren i højere grad vælge at købe de dyrere produkter, fordi dette får dem til at se rigere og mere kvalitetsbevidste ud overfor deres omgangskreds.

En anden svaghed ved deres brand er, at Harboes produkter nærmest kun sælges i supermarkeder. På grund af discount-brandet er der ikke nogen restauranter eller caféer, der vil sælge Harboes produkter.

De høje omkostninger til lønninger er en af de store udgiftsposter for Harboes Bryggeri A/S. Det kan hæmme deres konkurrenceevne. Hvis Harboe flyttede al sin produktion ud af Danmark, ville omkostningerne til lønningerne blive mindre, da lønningerne ikke er så høje i eksempelvis Tyskland og Estland.

Som beskrevet under virksomhedsbeskrivelsen er Bernhard Grieser også ved at blive en ældre herre, og da Harboes Bryggerier A/S er en familieejet virksomhed, ville det være naturligt at forberede sig på et generationsskifte. Der er dog ingen af Bernhard Griesers arvtagere, der arbejder for

²² Priserne er undersøgt i et SuperBest supermarked i marts 2012.

²³ <http://da.wikipedia.org/wiki/Bryggeri>

virksomheden på nuværende tidspunkt. Dette vil betyde, at der skal køres en ekstern person ind, som kan overtage for Bernhard Griesse. Derfor er Harboes Bryggeri A/S' fremtid som familieledet virksomhed usikker.

Man har i regnskabsåret 2006/2007 bygget et nyt og modernet produktionsapparat i Tyskland, men man har ikke endnu tænkt sig at erstatte de gamle produktionsapparater i Danmark, men kun forlænget deres levetid. Dette ville måske være en af grunden til, at man skal tænke sig en ekstra gang om, da et nyt produktionsapparat i Danmark også ville kunne sikre sig en bedre og mere stabil produktionsgang og optimering af produktionsudgifterne. Dog kræver det, at Harboe investerer flere millioner for at kunne lave sådan en ændring.

2.2.3.3 Muligheder

Harboes Bryggeri A/S' muligheder for at vinde markedsandele kan være at opkøbe de mikrobryggerier, der er i Danmark eller udvide koncernen ved at opkøbe et eksisterende bryggeri. Ved at opkøbe andre bryggerier eller lave alliancer med andre bryggerier får Harboe flere varianter af øl og drikkevarer ind i deres produktportefølje. Og dermed har Harboe mulighed for at vokse sig stærkere. Men på de udenlandske markeder kunne man gå ind i et joint venture med et andet stort lokalt bryggeri eksempelvis i Asien.

Harboe har mange muligheder for at få solgt nye produkter til forbrugerne, da de supermarkedskæder, de har aftaler med, kan håndtere Harboes nye produkter, og dermed har de også en påvirkning til, at forbrugerne netop vil købe Harboes produkter, om det så er øl, sodavand eller energidrikke.

En ekstern mulighed for Harboe er den økonomiske udvikling i samfundet, idet nedgangstider gør forbrugerne mere bevidste om, hvad de bruger deres penge på, og derfor vil man begynde at købe de billigere varer. Det har alt andet lige betydning for, hvor meget Harboe kan omsætte. Dog vurderes det også, at Harboe vil sælge mest, når der er gang i økonomien, da man må forvente forbrugerne i det hele taget skærer ned på forbruget af øl, sodavand og cider i nedgangstider.

2.2.3.4 Trusler

Harboe vil i fremtiden se øget konkurrence, da der vil komme flere mikrobryggerier frem, da trenden er, at man som forbruger gerne vil købe specialøl med en historie og en unik smag. Men også hvis de to andre bryggerier, Carlsberg og Royal Unibrew, får flere samarbejdsaftaler med udenlandske øl bryggerier, vil dette lægge presse på det danske marked, og dermed vil Harboes Bryggeri A/S tabe markedsandele.

Nye love og regler i Danmark og EU er en trussel for Harboes Bryggeri, der kan komme flere afgifter på de produkter, som Harboe sælger, og også højere skatter kan blive indført. Som trenden er nu, vil regeringen komme med flere love og afgifter mod de usunde produkter, som vi har set det med fedtafgiften. Men der kan også blive lavet nye love om alkohol. Alt dette kan påvirke Harboes produktpriser og afsætningsmuligheder.

Truslerne omfatter også den økonomiske udvikling i samfundet, som gør folk bevidste om økonomien, og hvad de bruger deres penge på. Som tidligere nævnt er øl, sodavand, cider mv. luksusgoder, som kan erstattes af eksempelvis vand, hvilket måske vil betyde, at forbrugerne vil skære ned på deres forbrug heraf, også selvom der allerede findes billige øl og sodavand fra Harboe. Desuden er forbrugernes stigende bevidsthed om sundhed en trussel for Harboe, som sælger forholdsvis usunde produkter, bortset fra kildevand. Man kan så diskutere om light produkter hører til usunde eller mindre usunde produkter.

2.3 Konklusion på den strategiske analyse

Det kan på baggrund af strategiske analyse af Harboes Bryggeri konkluderes, at Harboes står i en stærk strategisk position, som det ser ud lige nu. Det gælder i forhold til det stærke brand med de kendte billige produkter og den stærke position på markedet. Harboe har knowhow indenfor brygning af øl og drikkevarer, som giver dem en konkurrencemæssig fordel i forhold til de nyere konkurrenter i industrien.

På trods af de mange konkurrenter i industrien er risikoen for nye konkurrenter, især nye konkurrenter på størrelse med Harboe, Carlsberg, meget lille. Dette skyldes, at der er behov for stor startkapital til produktionsanlæg, markedsføring, oparbejdelse af knowhow mv., og samtidig er den gode opskrift altafgørende. Harboe er en kendt spiller på markedet, og langt de fleste forbrugere kender Harboes produkter og ved, hvilke af Harboes drikkevarer de kan lide. Desuden er Harboe meget udbredt i de danske supermarkeder, hvilket nye og desuden også nuværende konkurrenter har svært ved at hamle op med.

Forbrugernes lave switching costs er dog en trussel mod Harboe, som er vigtig at være opmærksom på. Den øgede fokuseringen på sundhed har væsentlig indflydelse på, hvor mange kunder der er til Harboe i fremtiden. Derudover kan politikerne til en vis grad styre, hvem der må købe øl og cider, og hvor meget usunde varer skal koste. Dette kan også få betydning for Harboes fremtid.

På trods af trusler fra eksisterende konkurrenter og ændrede forbrugsvaner på grund af fokus på sundhed og økonomi er Harboe en etableret og stærk spiller i bryggeriindustrien med rig mulighed

for at fastholde sin position især på det danske marked, primært ved at fortsætte med at udvikle deres brand med de nuværende og eventuelt nye relaterede produkter i discountprisklassen.

3. Regnskabsanalyse

Indtil nu er Harboes Bryggeris strategiske position i markedet og industrien blevet analyseret, og de vigtigste ikke-finansielle værdidrivere, der har betydning for koncernens fremtidige værdiskabelse, er blevet fastlagt. I det følgende vil vi foretage en regnskabs- og nøgletalsanalyse for at afdække, hvilke finansielle værdidrivere har haft betydning for værdiskabelsen i de seneste fem regnskabsår.

Analyse af regnskaber består af reformuleringen af egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse. Nøgletalsanalysen består af rentabilitetsanalyse, som viser de historiske og fremtidige værdidrivere. Analyserne danner grundlag for prognose af drivernes fremtidige udvikling, som skal føre til udarbejdelse af de regnskaber, der skal anvendes til budgettering og endeligt værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S.

Der foretages reformulering af Harboes Bryggeris årsregnskaber for de seneste fem regnskabsår; 2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10 og 2010/11. I perioden er der sket flere væsentlige begivenheder for koncernen, som har haft betydning for den økonomiske udvikling. I perioden har man blandt andet fortsat nedtrapningen af Harboefarm, og i regnskabsåret 2010/11 påbegyndtes afviklingen heraf. I starten af regnskabsåret 2009/10 købte man aktiemajoriteten i GourmetBryggeriet, og senere på året købte Harboe de resterende aktier. I 2011 blev GourmetBryggeriet også afviklet. Dog har Harboe i analyseperioden gentagne gange foretaget flere investeringer i maltproduktionen²⁴.

Koncernen har været børsnoteret på Københavns Fondsbørs siden 1987, hvorfor koncernen har aflagt regnskaber efter IFRS (International Financial Reporting Standards) samt efter årsregnskabslovens regler for klasse D-virksomheder i hele analyseperioden, hvilket gør tallene sammenlignelige. Det vurderes tilstrækkeligt at analysere på de seneste fem regnskabsår til at afdække en repræsentativ udviklingsperiode. Koncernen har haft fire forretningsområder i analyseperiode; produktion og salg af drikkevarer, fødevarevirksomheden, produktionen af malt samt ejendomsudlejningsforretningen.

²⁴ Informationerne om de væsentligste begivenheder i analyseperioden er hentet fra koncernens årsrapporter.

3.1 Reformulering

Reformuleringen af Harboes Bryggeris årsregnskaber er foretaget med udgangspunkt i Ole Sørensens lærebog på området; 'Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang'. Der foretages reformulering af egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelser for at kunne analysere de værdiskabende drivere fra henholdsvis driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten. Da disse aktiviteter ikke umiddelbart kan læses ud af koncernens officielle koncernregnskaber, som er opstillet efter årsregnskabslovens skemakrav, er det nødvendigt at foretage reklassifikation til analysen.

3.1.1 Driftsaktivitet

Driftsaktiviteten²⁵ består af de primære værdiskabende aktiviteter, som er beskrevet ovenfor. Disse aktiviteter er med til at skabe nettoomsætningen. Reklassifikationen af resultatopgørelsen ender ud i totalindkomsten, som samtidig er forskydning i egenkapitalen fra primo til ultimo bortset fra transaktionerne med ejerne. I de fem regnskabsår har forskydningen i egenkapital ud over årets resultat bestået af flere såkaldte dirty-surplus poster, som enten er indtægter eller omkostninger, der bogføres direkte på egenkapitalen udenom resultatopgørelsen.

Balancen reklassificeres ligeledes og deles op i driftsaktiver og driftsforpligtelser. Koncernens netto driftsaktiver består af de aktiviteter, der skaber og vedligeholder den fremtidige indtjening. De poster, der relaterer sig til skabelse af nettoomsætningen, er en del af driftsaktiviteten. Eksempler herpå er tilgodehavender fra salg, kreditorer, varebeholdninger, immaterielle og materielle anlæg (investeringsaktivitet).

3.1.2 Finansieringsaktivitet

Finansieringsaktiviteterne²⁶ afledes af driftsaktiviteterne og er de sekundære værdiskabende aktiviteter. Harboes finansieringsaktiviteter har bestået af fremskaffelse af gæld og egenkapital til at afdække behovet for finansiering af driftsaktiviteterne. Ved reformuleringen af resultatopgørelserne og balancerne fremkommer de finansielle poster samt finansielle aktiver og forpligtelser, som skal bruges ved analysen af egenkapitalens forretning.

²⁵ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 18-19

²⁶ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 19-20

3.2 Reformulering af egenkapitalopgørelserne

Ved reformulering af egenkapitalopgørelsen²⁷ opdeles forskydningen i egenkapitalen i henholdsvis transaktioner med ejerne (nettodividende) og totalindkomst. Transaktioner med ejerne kan bestå af udbetalt udbytte samt køb og salg af egne aktier. Totalindkomsten udgør de øvrige forskydninger i egenkapitalen, som primært er årets resultat ifølge resultatopgørelsen og desuden dirty-surplus poster som nævnt ovenfor. Egenkapitalen indeholder således flere overskudskomponenter end nettooverskuddet fra resultatopgørelsen. Dirty-surplus poster er ofte den ikke realiserede værdiforøgelse af aktiver. Det kan ligeledes være værdiforringelsen af tidligere opskrevet aktiver, som er opskrevet via egenkapitalen. Posterne er bundne reserver, som derfor ikke eksempelvis kan udloddes som udbytte.

Dirty-surplus²⁸ posterne fra Harboes egenkapitalopgørelser over de fem regnskabsår er følgende;

- valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder
- dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg
- dagsværdiregulering af finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme
- skat af sikringsinstrumenter
- reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode

Desuden har der været flere transaktioner med ejerne i perioden i form af udbetalt udbytte samt køb og salg af aktier.

Harboes Bryggeri har desuden minoritetsinteresser²⁹. Disse er aktionærer, som ejer mindre end 50 % af de stemmeberettigede aktier, og dermed har de ikke bestemmende indflydelse over et selskab. En del af årets resultat præsenteres i regnskabet som minoritetsinteressernes, og en del af egenkapitalen tilhører dermed ligeledes minoritetsinteresserne. Ved reformuleringen af egenkapitalopgørelserne skal disse dog holdes udenfor.

3.2.1 Særlige forhold ved reformuleringen (dirty surplus-poster)

Valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder vedrører værdi af nettoaktiverne i de udenlandske dattervirksomheder i fremmed valuta, omregnet til balancedagens kurs.

²⁷ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 153-158

²⁸ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 158-162

²⁹ <http://finansiering.nutdanske.com/hvad-er-minoritetsinteresser.html>

Omregningsdifference er valutakursreguleringen, som ikke er en realiseret værdistigning (eller fald), hvorfor denne skal indregnes på egenkapitalen.

Dagsværdireguleringer af finansielle aktiver disponible for salg samt af finansielle instrumenter repræsenterer ligeledes heller ikke realiserede værdiforøgelser eller -fald. Dagsværdireguleringen er alene visning af et øjebliksbillede af værdien pr. en given dato; dagen for årsafslutningen.

Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode består i indregning af værdireguleringen af kapitalandele i associerede virksomheder, hvor værdiændringen igen ikke er realiseret og derfor ikke kan indregnes i resultatopgørelsen.

Af bilag 2 fremgår de officielle egenkapitalopgørelser³⁰. De reformulerede egenkapitalopgørelser er vist nedenfor.

	tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Primosaldo		730.059	664.273	696.705	685.405	676.981
Transaktioner med ejerne						
Betalt udbytte		-9.000	-9.000	-9.000	-9.000	-48.000
Køb af egne aktier		-33.338		-25.675		
Salg af egne aktier			29.516			
Udbytte af egne aktier		526	160	75	75	400
Transaktioner med ejerne		-41.812	20.676	-34.600	-8.925	-47.600
Totalindkomst						
Årets resultat rapporteret		60.635	43.028	25.673	18.669	56.257
Valutakursregulering for udenlandske		487	-443	-1.153	655	-668
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver		5.011	-3.247	-21.599	-583	181
Dagsværdiregulering af finansielle		838	165	-1.004		
Skat af sikringsinstrumenter		-1.989	5.607	251		
Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode					1.484	254
Totalindkomst		64.982	45.110	2.168	20.225	56.024
Ultimosaldo		753.229	730.059	664.273	696.705	685.405

Figur 11: Reformulerede egenkapitalopgørelser

3.3 Reformulering af balancerne

De officielle balancer for de fem regnskabsår er opstillet i bilag 3. Balancerne reformuleres³¹ med henblik på senere at foretage analyse af nøgletal samt værdiansætte egenkapitalen. Reformuleringen ender ud i mellemtotalerne driftsaktiver (kerne og ikke-kerne) og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser og resulterer i egenkapitalen. I forbindelse med

³⁰ De officielle egenkapitalopgørelser for regnskabsårene 2009/10 og 2010/11 er meget lig de reformulerede egenkapitalopgørelser, idet man ifølge IAS 1 skal præsentere en totalindkomstopgørelse for regnskabsår, der begynder d. 1. januar 2009 eller senere; bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 162

³¹ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 178-183

reformuleringen skal der tages højde for visse forhold, som er beskrevet nedenfor³².

3.3.1 Særlige forhold ved reformulering af balancerne

3.3.1.1 Driftslikviditet

Det er nødvendigt at dele de likvide beholdninger op i henholdsvis driftslikviditet under kernerdriftsaktiver og likvide beholdninger under finansielle aktiver. De likvide beholdninger er som udgangspunkt finansielle beholdninger. Virksomheder har dog et behov for at kunne betale sine regninger, efterhånden som de forfalder, og derfor definerer man en del af de likvide beholdninger som driftslikviditet. Som regel oplyses det ikke i årsrapporterne, hvor stor en del af de likvide beholdninger, der er driftslikviditet, hvilket også er tilfældet for Harboes Bryggeri. Normalt anvendes 0,5 - 1 % af nettoomsætningen. I Harboes balancer udgør de likvide beholdninger dog mindre end 0,5 % af nettoomsætning, som vist nedenfor.

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Nettoomsætning	1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
0,5 % af nettoomsætningen	77.889	76.236	77.230	68.545	69.147
Likvide beholdninger	39.913	43.774	59.864	12.310	27.360

Figur 12: Likvide beholdninger andel af nettoomsætningen

Idet nettoomsætningen er så meget højere end de likvide beholdninger, præsenteres de totale likvide beholdninger under netto finansielle aktiver, hvilket også er korrekt, da det jo er en finansiell beholdning.

3.3.1.2 Investering i kapitalandele og aktier

Harboes Bryggeri har i de fem regnskabsår ejet kapitalandele i associerede virksomheder samt øvrige aktier. Kapitalandele er aktier i virksomheder, hvor man ejer mere end 20 % af aktierne, men man har ikke bestemmende indflydelse. Disse er målt til indre værdi i balancen. Øvrige aktier, hvor der ejes mindre end 20 % af stemmerettighederne er finansielle aktier bestemt for salg, som måles til dagsværdi i balancen. På trods af at associerede virksomheders aktiviteter oftest er lig modervirksomhedens aktiviteter, har resultaterne af kapitalandele og aktier ikke relation til det at generere nettoomsætning, hvorfor disse er klassificeret som ikke-kernerdriftsaktiver.

3.3.1.3 Udskudte skatteaktiver og -forpligtelser

I de reformulerede balancer er udskudte skatteaktiver og -forpligtelser klassificeret under henholdsvis driftsaktiver og driftsforpligtelser som en del af kernerdriften, idet de opstår som følge af forskelle i beregningen af årets resultat i de skattemæssige regnskaber og de officielle

³² Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 183-189

regnskaber.

3.3.1.4 Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage

Denne post er ligeledes klassificeret som en driftsforpligtelse og dermed som en del af kernerdriften. Den er placeret her, fordi det er en lovpligtigt for bryggerivirksomheder at tilbagekøbe emballagen fra de solgte varer³³, og det vurderes derfor at være en del af kernerdriftsaktiviteten.

3.3.2 Reformulerede balancer for regnskabsårene 2006/07 – 2010/11

Ud fra ovenstående vurderinger samt de officielle balancer i årsrapporterne, jf. bilag 3, er balancerne reformuleret. Som det fremgår af nedenstående tabel er resultatet af netto driftsaktiver fratrasket de nettofinansielle aktiver lig med egenkapitalen fratrasket minoritetsinteresser.

³³ http://www.dansk-retursystem.dk/content/dk/om_dansk_retursystem/baggrund_og_opgaver/historisk_lovgivning

	tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Kernedriftsaktiver						
Goodwill		3.573	3.573	0	0	0
Udviklingsprojekter		433	1.572	2.274	0	0
Rettigheder		5.719	5.707	5.712	5.723	0
Software		7.920	4.881	1.332	320	0
Immaterielle aktiver under opførelse		5.764	688	2.068	289	0
Grunde og bygninger		337.159	331.848	319.406	329.773	301.666
Produktionsanlæg og maskiner		456.073	447.405	405.989	401.417	360.277
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar		38.665	41.206	36.246	44.096	45.375
Reserve dele til egne maskiner		3.993	3.887	4.210	4.707	5.298
Materielle aktiver under opførelse		36.083	33.247	35.338	13.216	122.381
Deposita, lejemål		2.303	2.234	2.186	2.148	2.113
Udskudte skatteaktiver		886	1.299	1.575	2.093	0
Varebeholdninger		138.250	122.211	118.468	114.645	102.023
Tilgodehavender fra salg		301.676	304.155	267.427	237.393	218.858
Andre tilgodehavender		10.306	3.964	34.929	10.853	19.604
Periodeafgrænsningsposter		7.977	7.219	8.393	9.274	3.104
Kernedriftsaktiver		1.356.780	1.315.096	1.245.553	1.175.947	1.180.699
Driftsforpligtelser						
Udskudte skatteforpligtelser		37.861	33.555	39.580	37.776	51.081
Periodeafgrænsningsposter - langfristet		54.832	61.088	63.627	44.335	38.275
Periodeafgrænsningsposter - kortfristet		9.579	8.279	8.654	10.066	8.972
Leverandører af varer og tjenesteydelser		216.388	187.556	200.136	186.087	213.100
Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage		27.958	33.350	35.637	36.298	31.489
Anden gæld		102.641	100.526	105.678	71.913	61.674
Selskabsskat		20.609	16.372	14.530	17.060	30.416
Driftsforpligtelser		469.868	440.726	467.842	403.535	435.007
Kerne netto driftsaktiver		886.912	874.370	777.711	772.412	745.692
Ikke-kernedriftsaktiver						
Kapitalandele i associerede virksomheder		0	0	4.609	3.490	791
Finansielle aktiver disponible for salg		285.782	283.738	288.768	2.461	3.047
Forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg		2.979	2.987	2.987	0	0
Ikke-kernedriftsaktiver		282.803	280.751	290.390	5.951	3.838
Netto driftsaktiver		1.169.715	1.155.121	1.068.101	778.363	749.530
Finansielle aktiver						
Likvide beholdninger		-39.913	-43.774	-59.864	-12.310	-27.360
Aktier bestemt for salg		-2.992	-2.992	-3.242	0	0
Tilgodehavender hos associerede virksomheder		0	0	-4.377	-5.053	-3.051
Gæld til associerede virksomheder		0	0	11.377	6.473	20.665
Gæld til realkreditinstitutter - langfristet		253.402	290.920	317.441	23.112	25.501
Kreditinstitutter i øvrigt - langfristet		0	0	1.185	3.439	9.173
Gæld til realkreditinstitutter - kortfristet		36.656	26.377	5.682	5.559	9.061
Kreditinstitutter i øvrigt - kortfristet		169.124	154.340	135.436	60.196	29.722
Netto finansielle aktiver		416.277	424.871	403.638	81.416	63.711
Koncernegenkapital		753.438	730.250	664.463	696.947	685.819
Minoritetsinteresser		209	191	190	242	414
Egenkapital for moderselskabets aktionærer		753.229	730.059	664.273	696.705	685.405

Figur 13: Reformulerede balancer for 2006/07 – 2010/11

Af tabellen fremgår det, at der er sket flere større udviklinger i Harboes balancer i perioden.

Der er i regnskabsåret 2009/10 opstået goodwill som følge af overtagelsen af GourmetBryggeriet A/S. Udviklingsprojektet, som blev startet op i regnskabsåret 2008/09, vedrører maltekstrakt, som resulterede i nye markedsmuligheder. De aktiverede rettigheder vedrører varemærket Puls, som er et kendt varemærke i Baltikum.

Investering i materielle anlægsaktiver har bestået i nye produktionsanlæg, som har medført forøget produktionskapacitet. Materielle anlæg under opførelse på mDKK 122 i regnskabsåret 2006/07 vedrørte opførslen af et nyt procesanlæg i Tyskland, som gjorde det muligt at fremstille produkter uden brug af konserveringsmidler.

Det fremgår af opgørelserne, at Harboe har optaget et større realkreditlån i løbet af regnskabsåret 2008/09, mens der over hele perioden har været et lån fra kreditinstitutter, som ligeledes stiger i regnskabsåret 2008/09.

3.4 Reformulering af resultatopgørelserne

De officielle resultatopgørelser for de fem regnskabsår er opstillet i bilag 4. Egenkapitalopgørelsen blev reformuleret således, at transaktioner med ejerne og totalindkomst fremkom. Resultatet af en reformuleret resultatopgørelse ender med totalindkomsten.

Resultatopgørelsen reformuleres³⁴ i henholdsvis driftsoverskud og netto finansielle omkostninger (finansiering), som tilsammen udgør totalindkomsten. Driftsoverskuddet opdeles i driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud. Driftsoverskud fra salg præciseres for at kunne analysere, hvor lønsom nettoomsætningen er. I den reformulerede resultatopgørelse indgår ligeledes de dirty surplus-poster, som blev defineret ved reformuleringen af egenkapitalopgørelsen.

I reformuleringen af resultatopgørelsen allokeres skatten også, idet skat både fremkommer af driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter. I forbindelse med reformuleringen skal der tages højde for visse forhold³⁵, som er beskrevet nedenfor.

3.4.1 Særlige forhold ved reformulering af resultatopgørelserne

3.4.1.1 Allokering af skatteomkostningen

For at kunne opgøre de to overskudskomponenter, drift og finansiering, på efter skat-basis skal skatteomkostningen fra resultatopgørelsen (skat af årets resultat) allokeres³⁶. Først beregnes skattefordelen af de netto finansielle omkostninger ved at gange disse med

³⁴ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 196-198

³⁵ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 202-206

³⁶ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 198-201

selskabsskatteprocenten³⁷. Hvis man ikke havde haft skattefordelen ved fradraget på de netto finansielle omkostninger, ville skatten af driftsoverskuddet være højere, og derfor allokeres det beløb, som er skattefordelen af de netto finansielle omkostninger til driftsoverskuddet. Derfor er skatten på driftsoverskuddet lig med skat af årets resultat samt skattefordelen fra netto finansielle omkostninger. Efter samme metode er skatten af andet driftsoverskud allokeret.

Selskabsskatteprocenten og den effektive skatteprocent i resultatopgørelsen svarer ikke til hinanden. Den effektive skatteprocent er blandt andet påvirket af tilbageførslen af udgifter, som ikke er fradragsberettiget (permanente forskelle) og forskelle mellem skatemæssige og regnskabsmæssige af- og nedskrivninger. Harboe har desuden regulering af skat vedrørende tidligere år, som i regnskabsåret 2007/08 betød, at koncernen netto havde en skatteindtægt. Denne opstod som følge af nedsættelsen af selskabsskatten i både Danmark og Tyskland. Reguleringerne af skat vedrørende tidligere år er i de reformulerede opgørelser modregnet i den rapporterede skatteomkostning.

3.4.1.2 Resultat fra kapitalandele i associerede virksomheder

Resultatet består af de indtægter, som er fremkommet i de associerede virksomheder. Idet kapitalandele måles til indre værdi, indregnes ændringen i resultatopgørelsen. Dog har moderselskabet ikke skabt resultatet, og derfor er det ikke en del af driftsoverskud fra salg, men præsenteres som andet driftsoverskud.

3.4.2 Reformulerede resultatopgørelser for regnskabsårene 2006/07 – 2010

På baggrund af de officielle resultatopgørelser, jf. bilag 4, samt ovenstående overvejelser er de reformulerede opgørelser opstillet nedenfor.

³⁷ Selskabsskatteprocenten har siden 1. januar 2007 været 25 %. I 2006 var skatteprocenten 28 %, jf. http://www.skm.dk/tal_statistik/skatte_og Afgifter/4607.html. I de reformulerede opgørelser er 25 % anvendt for alle år, selvom det første regnskabsår i analysen er 2006/07.

	tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Nettoomsætning		1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
Produktionsomkostninger		-1.241.064	-1.247.451	-1.299.143	-1.159.156	-1.115.029
Bruttoresultat		316.710	277.276	245.463	211.742	267.903
Distributionsomkostninger		-183.359	-175.022	-173.455	-155.389	-150.902
Administrationsomkostninger		-51.572	-46.037	-42.841	-38.059	-35.393
Driftsoverskud fra salg (før skat)		81.779	56.217	29.167	18.294	81.608
Rapporteret skatteomkostning		20.458	15.091	9.508	-3.798	29.028
Skattefordel på finansielle poster		1.462	691	1.817	1.646	775
Skatteeffekt på andet driftsoverskud		1.295	2.031	2.934	825	1.680
Skat i alt		23.215	17.813	14.259	-1.327	31.483
Driftsoverskud fra salg (efter skat)		58.564	38.404	14.908	19.621	50.125
Andet driftsoverskud (før-skat-poster)						
Andre driftsindtægter		18.281	18.394	22.369	14.768	18.120
Andre driftsomkostninger		-13.101	-10.269	-10.632	-11.467	-11.400
Andet driftsoverskud (før skat)		5.180	8.125	11.737	3.301	6.720
Skat		1.295	2.031	2.934	825	1.680
Andet driftsoverskud efter skat		6.475	10.156	14.671	4.126	8.400
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)						
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder		0	-3.458	1.493	1.298	302
Valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder		487	-443	-1.153	655	-668
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg		5.011	-3.247	-21.599	-583	181
Dagsværdiregulering af finansielle instrumenter		838	165	-1.004	0	0
Skat af sikringsinstrumenter		-1.989	5.607	251	0	0
Driftsoverskud efter skat		69.386	47.184	7.567	25.117	58.340
Finansielle indtægter		4.981	11.180	18.285	861	865
Finansielle omkostninger		-10.829	-13.944	-25.553	-7.444	-3.964
Netto finansielle omkostninger		-5.848	-2.764	-7.268	-6.583	-3.099
Skatteeffekt		1.462	691	1.817	1.646	775
Netto finansielle omkostninger efter skat		-4.386	-2.073	-5.451	-4.937	-2.324
Totalindkomst for koncernen		65.000	45.111	2.116	20.180	56.016
Minoritetsinteresser		-18	-1	52	45	8
Totalindkomst for moderselskabet		64.982	45.110	2.168	20.225	56.024

Figur 14: Reformulerede resultatopgørelse for 2006/07 – 2010/11

Af tabellen fremgår det, at der er sket flere større udviklinger i Harboes indtjening i analyseperioden. I nedenstående tabel er udviklingen i driftsoverskud fra et år til det næste vist i procent.

Udvikling i procent	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Nettoomsætning	2%	-1%	13%	-1%	2%
Produktionsomkostninger	-1%	-4%	12%	4%	3%
Bruttoresultat	45%	93%	59%	-78%	-14%
Distributionsomkostninger	5%	1%	12%	3%	-2%
Administrationsomkostninger	12%	7%	13%	8%	13%
Driftsoverskud fra salg (før skat)	45%	93%	59%	-78%	-14%

Figur 15: Udvikling i regnskabsposter

Det ses, at driftsoverskuddet fra salg før skat i 2006/07 var tDKK 81.608. Året efter faldt det til tDKK 18.294, hvilket er et fald på 14 %. Udviklingen skyldes, at produktions-, distributions- og administrationsomkostningerne er steget med henholdsvis 4, 3 og 8 %, mens omsætningen er faldet med 1 %. I 2008/09 stiger omsætningen med 13 %, men omkostningerne følger procentmæssigt med, hvilket betyder, at driftsoverskuddet stadig er på et forholdsvist lavt niveau. På trods af, at omsætningen falder med 1 % i 2009/10, holdes stigningen i distributions- og administrationsomkostninger på et lavt niveau, som betyder, at driftsoverskuddet stiger med 93 %. I 2010/11 stiger omsætningen med 2 %, mens produktionsomkostningerne falder med 1 %. Både distributions- og administrationsomkostninger stiger forholdsvis meget, men driftsoverskuddet stiger med 45 % til tDKK 81.779 og er således igen på niveau med regnskabsåret 2006/07.

Med hensyn til finansieringsaktiviteten stiger henholdsvis de finansielle indtægter og omkostninger væsentligt i forbindelse med optagelsen af obligationslån, mens de netto finansielle omkostninger holdes på et nogenlunde jævnt niveau over hele analyseperioden.

Efter reformuleringen af de officielle opgørelser er det muligt at analysere de historiske og fremtidige værdidrivere i nøgletalsanalysen.

3.5 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen er en analyse af virksomhedens nøgletal på baggrund af DuPont-pyramiden³⁸. Når der analyseres på virksomhedens udvikling, som foretages nedenfor, er der tale om en tidsserieanalyse³⁹.

3.5.1 ROE

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalforretningen, ROE⁴⁰, som er rentabiliteten på ejernes investering i perioden og væksten i egenkapitalen fra de overskudsskabende aktiviteter.

De underliggende drivere analyseres ved at dekomponere beregningen af ROE. ROE beregnes som:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Totalindkomst til moderselskabets aktionærer}}{\text{Gennemsnitlig egenkapital}}$$

³⁸ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 255

³⁹ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 207

⁴⁰ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 254

ROE for regnskabsårene 2006/07 – 2010/11 er beregnet nedenfor:

Egenkapitalforrentning	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
ROE	8,76%	6,47%	0,32%	2,93%	8,22%
Totalindkomst til moderselskabets ejere	64.982	45.110	2.168	20.225	56.024
Egenkapital ultimo (ekskl. minoritetsinteresser)	753.229	730.059	664.273	696.705	685.405

Figur 16: Egenkapitalforrentningen for 2006/07 – 2010/11

Egenkapitalforrentningen har været meget svingende i analyseperioden. Som det fremgår, har egenkapitalen været stødt stigende i perioden, mens totalindkomsten er den komponent, der har betydet, at egenkapitalforrentningen er faldet frem mod 2008/09 og så steget igen. Totalindkomsten er faldet i 2007/08, fordi årets resultat blev væsentlig lavere end i 2006/07 end regnskabsåret før. På trods af en lille stigning i årets resultat i 2008/09 i forhold til 2007/08, faldt totalindkomsten alligevel yderligere på grund af en væsentlig negativ dagsværdiregulering af finansielle aktiver. Totalindkomsten steg igen i regnskabsårene 2009/10 og 2010/11, primært som følge af stigningen i årets resultat samt en stabiliseret dagsværdiregulering af finansielle aktiver.

ROE dekomponeres for at finde frem til de mere dybdegående forklaringer på udviklingerne. Første niveau af dekomponeringen⁴¹ består i opdeling af driftsaktiviteter, finansieringsaktiviteter og finansiell gearing ud fra følgende formel:

$$ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]$$

De tre faktorer i beregningen har følgende betydninger:

- Afkast af netto driftsaktiver (afkastningsgraden): ROIC = driftsoverskud divideret med netto driftsaktiver (gennemsnitlige)
- Finansiell gearing: FGEAR = netto finansielle forpligtelser (gennemsnitlige) divideret med egenkapital (gennemsnitlig)
- SPREAD er forskellen mellem ROIC og r; r = netto finansielle omkostninger divideret med netto finansielle forpligtelser (gennemsnitlige)

I forbindelse med beregningerne har vi beregnet alle de komponenter, der kommer fra balancen, som gennemsnittet af primo og ultimo, hvilket også er det, man har gjort i bogen⁴².

⁴¹ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 255-261

⁴² Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Ole Sørensen

FGEAR dekomponeres yderligere, såfremt der er minoriteter i balancen. Harboe Bryggeri har minoriteter. Vi har dog valgt at holde dem ud af rentabilitetsanalysen, idet de udgør en så lille andel af egenkapitalen ifølge nedenstående beregning:

Minoritetsinteresser	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
Egenkapital total	753.438	730.250	664.463	696.947	685.819
Heraf minoritetsinteresser	209	191	190	242	414
Procent	0,028%	0,026%	0,029%	0,035%	0,060%

Figur 17: Minoritetsinteressers andel af egenkapitalen i procent

Harboe har finansieret den investerede kapital (netto driftsaktiverne) med både netto finansielle forpligtelser og egenkapital. FGEAR måler forholdet mellem de to finansieringskilder og deres indvirkning på egenkapitalforrentningen.

Når afkast af netto driftsaktiver (ROIC) overstiger låneomkostningerne i procent (r), vil egenkapitalens forrentning (ROE) overstige afkastet af netto driftsaktiverne (ROIC), og dette betyder, at virksomheden har opnået et højere afkast på ROE ved fremmedfinansieringen. Såfremt SPREAD er positivt, er det rentabelt for virksomheden at være finansieret af fremmedkapital, og omvendt hvis SPREAD er negativt, vil det være en fordel at være finansieret af egenkapital. Finansiell gearing skaber således en ROE, hvis virksomheden tjener mere på driftsaktiviteten end renten på et lån, men omvendt hvis renten på et lån er lavere end afkastet på driftsaktiviteten, vil finansiell gearing gøre ROE mindre.

Nøgletal for finansiell gearing er beregnet nedenfor:

Analyse af finansiell gearing	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
ROE	8,76%	6,47%	0,31%	2,92%	8,22%
ROIC	5,97%	4,24%	0,82%	3,29%	8,20%
FGEAR	0,567	0,594	0,356	0,105	0,044
r	-1,04%	-0,50%	-2,25%	-6,80%	-7,81%
SPREAD	4,93%	3,74%	-1,43%	-3,52%	0,40%

Figur 18: Analyse af finansiell gearing for 2006/07 – 2010/11

Harboes Bryggeri har i perioden haft en svingende udvikling i SPREAD. Nøgletallet viser, at Harboe i regnskabsårene 2006/07, 2009/10 og 2010/11 har opnået større afkast (positiv påvirkning på ROE) ved brug af fremmedfinansiering, hvor det i de to øvrige regnskabsår har medført negativ påvirkning af fremmedfinansiere. Den lave SPREAD i de to regnskabsår skyldtes, at man investerede i flere nye produkter, hvilket pressede afkastet, idet man først mærker resultatet af investeringen i nye produkter og dermed den øgede aktivitet i efterfølgende regnskabsår. FGEAR har været stigende over hele perioden, idet man har optaget lån til investeringer, men egenkapitalen er ikke steget ligeså meget som lånene. Fremmedfinansiering har de seneste regnskabsår givet større

afkast end ved finansiering ved egenkapital, hvorfor det bør overvejes at finansiere eventuelle fremtidige investeringer med fremmedfinansiering i hvert fald så længe renten er på et så lavt niveau, som den er lige nu.

3.5.2 ROIC

Ved dekomponering på første niveau analyseredes afkastet på netto driftsaktiverne (ROIC) som en selvstændig værdidriver i relation til egenkapitalens forrentning. På næste niveau af dekomponeringen⁴³ analyseres ROIC i dens underliggende drivere; overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed med følgende formel:

$$\text{ROIC} = \text{OG} \times \text{AOH}$$

De to faktorer beskrives nærmere nedenfor:

- OG: Overskudsgraden er lig driftsoverskuddet efter skat divideret med nettoomsætningen. Overskudsgraden måler således overskuddet fra hver kones salg fra virksomhedens driftsaktiviteter og samtidig måler den, hvor god virksomheden er til at tilpasse sine omkostninger til niveauet for nettoomsætningen.
- AOH: Aktivernes omsætningshastighed er lig nettoomsætningen divideret med netto driftsaktiver. Aktivernes omsætningshastighed måler således salget pr. investeret krone i netto driftsaktiver og måler samtidig, hvor god virksomheden er til at tilpasse kapitalen til niveauet for nettoomsætningen⁴⁴.

De to nøgletal er beregnet nedenfor:

<i>Dekomponering af ROIC</i>	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
ROIC	5,97%	4,24%	0,82%	3,29%	8,20%
OG	4,45%	3,09%	0,49%	1,83%	4,22%
AOH	1,340	1,372	1,673	1,794	1,944

Figur 19: Dekomponering af ROIC for 2006/07 – 2010/11

Afkast på driftsaktiverne har været svingende over analyseperioden. Det ses, at aktivernes omsætningshastighed har været faldende over hele perioden. Der er grænser for, hvor høje omsætningshastigheder en kapitalintensiv virksomhed som Harboe kan opnå. Der er forholdsvis

⁴³ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 261-266

⁴⁴ God er måske ikke det rigtige ord at bruge i denne sammenhæng, fordi det er selvfølgelig ikke nemt for en virksomhed med et stort produktionsanlæg at tilpasse kapitalen til en periode, hvor nettoomsætningen er lav. Det er selvfølgelig til en vis grad lettere for en virksomhed at tilpasse sine produktions-, distributions- og administrationsomkostninger, idet mange af disse omkostninger følger nettoomsætningen og dermed produktionen. Selvom god ikke er det rigtige ord, er det alligevel det, de to nøgletal i princippet måler.

høje adgangsbarriere til industrien som stor drikkevareproducent som følge af de høje kapitalkrav, og for at kunne skaffe den nødvendige kapital, er Harboe nødt til at generere høje overskudsgrader. Aktivernes omsætningshastighed er faldet, fordi man har foretaget mange investeringer over analyseperioden, hvor nettoomsætningen ikke har kunnet følge med.

Overskudsgraden er faldet frem mod regnskabsåret 2008/09 og derefter steget igen. Dette skyldes den stabile udvikling i nettoomsætningen, der dog var høj i 2008/09, mens produktions-, distributions- og administrationsomkostninger er stigende hen over hele perioden, og de fleste år er omkostningerne steget mere end nettoomsætningen samlet set.

Således kan det konkluderes, at de store udviklinger i både omsætningshastigheder og overskudsgrader betyder, at man ikke har været 'gode' til at tilpasse henholdsvis kapital og omkostninger til udviklingen i nettoomsætningen. Dog skal det tilføjes, at investeringer nu alt andet lige vil give bedre nøgletal på lang sigt, idet man ved, at investeringerne har betydning for indtjeningen i mange år.

3.5.3 OG og AOH

Det tredje niveau af dekomponeringen⁴⁵ består i dekomponering af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Dekomponering af overskudsgraden er foretaget nedenfor:

<i>Dekomponering af OG</i>	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
<i>OG-driver</i>					
Bruttoavanceprocent	20,33%	18,19%	15,89%	15,45%	19,37%
Distributionsomkostninger	-11,77%	-11,48%	-11,23%	-11,33%	-10,91%
Administrationsomkostninger	-3,31%	-3,02%	-2,77%	-2,78%	-2,56%
OG salg før skat	5,25%	3,69%	1,89%	1,33%	5,90%
Skat	-1,49%	-1,17%	-0,92%	0,10%	-2,28%
OG salg	3,76%	2,52%	0,97%	1,43%	3,62%
Andre poster (efter skat)	0,69%	0,58%	-0,48%	0,40%	0,59%
OG	4,45%	3,09%	0,49%	1,83%	4,22%

Figur 20: Dekomponering af OG for 2006/07 – 2010/11

I ovenstående tabel er det vist, hvor stor en del af overskudsgraden, der er genereret ved kernerdriftsaktiviteten og hvor stor en del, der er genereret ved øvrige aktiviteter så som andre driftsindtægter og –omkostninger, indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder mv. Det fremgår, at ca. 78-86 % af overskudsgraden i de analyserede regnskabsår genereres fra salg, mens resten genereres fra de øvrige poster. I regnskabsåret 2008/09 er andelen fra salg dog næsten

⁴⁵ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 267-271

dobbelt så stor som andelen fra andre poster, idet andre poster genererer en negativ overskudsgrad grundet den store negative dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg.

Overskudsgraden er for alle regnskabsårene større end nettolåneomkostningerne (r), hvorfor det har været en fordel for ejerne at fremmedfinansiere. Overskudsgraden fra andre poster har fulgt overskudsgraden fra salg i hele analyseperioden, hvilket er tilfældigt, idet indtægter af kapitalandele, dagsværdireguleringer og øvrige dirty surplus-poster normalt ikke følger koncernens overskud fra kernerdriftsaktiviteten.

Dekomponeringen af aktivernes omsætningshastighed er vist nedenfor:

Dekomponering af AOH	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
<i>AOH-driverne (inverse)</i>					
Immaterielle aktiver	0,013	0,009	0,006	0,002	0,000
Materielle aktiver	0,555	0,544	0,516	0,594	0,581
Varebeholdninger	0,084	0,079	0,075	0,079	0,069
Tilgodehavender fra salg	0,194	0,187	0,163	0,166	0,148
Andre kernerdriftsaktiver	0,012	0,020	0,023	0,018	0,012
Kernerdriftsaktiver	0,858	0,840	0,784	0,860	0,809
Udskudt skat	-0,023	-0,024	-0,025	-0,032	-0,036
Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage	-0,020	-0,023	-0,023	-0,025	-0,027
Leverandørgæld	-0,130	-0,127	-0,125	-0,146	-0,133
Andre driftsforpligtelser	-0,120	-0,124	-0,109	-0,103	-0,102
1/AOH (Kerne NDA)	0,565	0,542	0,502	0,554	0,512
1/AOH (Ikke-kerne DA)	0,181	0,187	0,096	0,004	0,003
1/AOH	0,746	0,729	0,598	0,557	0,514
Netto arbejdskapital	0,020	0,013	0,005	-0,010	-0,033
Langfristet kerne NDA	0,545	0,529	0,497	0,564	0,545
1/AOH (Kerne NDA)	0,565	0,542	0,502	0,554	0,512

Figur 21: Dekomponering af AOH for 2006/07 – 2010/11

De inverse omsætningshastigheder udtrykker, hvor meget der er bundet i driftsaktiver for at generere én kroners salg. Det ses, at materielle anlægsaktiver udgør den største post, hvilket er naturligt i en produktionsvirksomhed, hvor nettoomsætningen afhænger af, at det er muligt at producere de varer, virksomheden sælger, hvilket også kommer til udtryk i den nederste del af tabellen, som viser, at langfristet kerne netto driftsaktiver udgør størstedelen af den inverse omsætningshastighed.

3.5.4 Konklusion på analyse af rentabilitet

Det kan konkluderes, at rentabiliteten i analyseperioden har været svingende på grund af en ustabil totalindkomst.

Egenkapitalforretningen influeres totalindkomst og egenkapital. Egenkapitalen har samlet set været stødt stigende, mens totalindkomsten har været svingende, hvilket skyldes dirty-surplus posterne. Dekomponeringen af egenkapitalforretningen resulterede i analysen af finansiel gearing, som viste, at det var en fordel at finansiere periodens mange investeringer med fremmedfinansiering frem for egenkapital, fordi afkastet af nettodriftsaktiverne oversteg låneomkostningerne i procent.

Driftsaktivitetens rentabilitet er et resultat af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed. Driftsoverskuddet har været ustabil i perioden, idet man ikke har formået at sørge for, at produktions- og driftsomkostningerne har fulgt udviklingen i nettoomsætningen.

Produktionsomkostningerne er til en vis grad svære at styre, da disse afhænger af råvarepriserne. Distributionsomkostningerne afhænger blandt andet af benzinpriserne, som også har været stigende hen over analyseperioden. De store driftsinvesteringer i perioden har haft indflydelse på aktivernes omsætningshastighed, idet man først for alvor har stabiliseret nettoomsætningen i 2010/11 til samme niveau som i 2006/07, hvilket dels skyldes en forbedring i samfundsøkonomien og dels, at man har mærket resultatet af de foretagne investeringer.

4. Budgettering og værdiansættelse

I tidligere kapitler har vi analyseret Harboe Bryggeris strategiske position samt foretaget regnskabs- og rentabilitetsanalyse, som ligger til grund for budgetteringen og endeligt værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S.

4.1 Forudsætninger for budgettering

Når man skal budgettere, skal der udarbejdes proforma-opgørelser, som fokuserer på de reformulerede opgørelser samt fastlægges terminalperiode, mens værdiansættelsen foregår på baggrund af de udarbejdede proforma-opgørelser ved hjælp af en værdiansættelsesmodel.

Værdiansættelsen af Harboe foretages på baggrund af koncernens officielle regnskaber frem til den 30. april 2011, mens øvrig offentlig information fra artikler samt børs- og pressemeddelelser frem til den 30. april 2012 inddrages i den strategiske analyse, regnskabsanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen.

Værdiansættelsen af selskabets egenkapital og aktieværdi sammenholdes med aktiekursen den 30. april 2011 og aktiekursen ved dagen for endelig værdiansættelse den 30. april 2012. Informationer

fra halvårsrapporten for perioden 1. maj 2011 til 31. oktober 2011⁴⁶ samt fra delårsrapporten pr. 31. januar 2012⁴⁷ (pr. 3. kvartal) inddrages i forbindelse med budgetteringen. Halvårsrapporten og delårsrapporten er ikke inddraget i regnskabsanalysen i forrige kapital, idet der må forventes, at der er sæsonforskelle i Harboes aktiviteter, som vil skabe støj ved sammenligningen med tidligere års årsrapporter. Det forudsættes hermed, at Harboe sælger flere af sine drikkevarer i forbindelse med de forskellige højtider, så som jul og påske og desuden forudsættes det også, at der sælges flere drikkevarer om sommeren end der gør resten af året.

4.1.1 Fastlæggelse af budgetperiode

Ved budgettering til brug for værdiansættelsen skal fastsættes en budgetteringsperiode⁴⁸. Som udgangspunkt skal man budgettere i det uendelige, idet en af forudsætningerne ved en værdiansættelse er going concern, altså forventningen om at virksomheden vil fortsætte i det uendelige. Man fastsætter dog en budgetperiode, hvor man i den periode budgetterer hver regnskabspost, hvorefter man har terminalperioden, som forudsætter en forventning om en stabil udvikling i posterne i teoretisk set resten af selskabets levetid. Budgetperioden er således den periode, hvor man kan fastsætte forventninger om udsving i driften.

En typisk budgetperiode er fem til tyve år⁴⁹. Da vi ikke forventer at kunne budgettere – bare med nogenlunde sikkerhed – ud over fem år, fastsættes budgetperioden til fem år. Endvidere kunne en investering i Harboes aktier være en kortsigtet investering, hvorfor det er vigtigst at kende posterne for de førstkommende år.

Terminalperioden kan begynde, når følgende fire forudsætninger⁵⁰ er opfyldt:

- Væksten i salget må falde til en konstant vækstrate på lang sigt.
- Der skal være tale om en konstant overskudsgrad.
- Omsætningshastigheden skal være konstant.
- FGEAR skal være konstant.

Det forudsættes derfor, at netto driftsaktiverne og netto finansielle omkostninger forbliver konstant efter fjerde budgetteringsår.

⁴⁶ <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=482034&messageId=589367>

⁴⁷ <https://newsclient.omxgroup.com/cdsPublic/viewDisclosure.action?disclosureId=497768&messageId=610321>

⁴⁸ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 314-320

⁴⁹ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 318

⁵⁰ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 315

4.1.1.1 Omformulering af resultatopgørelserne

I forbindelse med budgetteringen er det nødvendigt at omformulere de reformulerede resultatopgørelserne yderligere. Omformuleringen består i at sammendrage flere af posterne i de reformulerede resultatopgørelser, da budgettet kun bør vise de få væsentlige poster, som er mulige at budgettere, hvorfor de omformulerede resultatopgørelser er opstillet i bilag 5. Her er resultatopgørelserne opdelt i drift, netto andre indtægter og særlige poster (dirty surplus). Især dirty surplus posterne er svære at budgettere, idet disse er stærkt påvirket af begivenheder i samfundet og omverdenen, som eksempelvis valutakurser og renter.

Desuden indeholder resultatopgørelserne både resultat af bryggeri- og fødevarevirksomhederne. I segmentoplysninger i årsrapporterne, jf. bilag 6, har man opgjort, hvor stor en del af resultatet, der vedrører bryggerivirksomheden, og hvor stor en del der vedrører fødevarevirksomheden (Harboefarm). Idet fødevarevirksomheden ifølge virksomhedsbeskrivelsen er blevet afviklet i regnskabsåret 2010/11, baseres budgetteringen på tallene eksklusiv fødevarevirksomheden. Segmentoplysningerne viser dog kun nettoomsætningen og herefter EBIT, og idet der budgetteres ud fra tallene for regnskabsåret 2010/11, har vi opgjort den omformulerede resultatopgørelse eksklusiv fødevarevirksomheden⁵¹ ud fra følgende forudsætninger:

- Nettoomsætningen er oplyst direkte i årsrapporten og udgjorde 85 % af den totale nettoomsætning. Derfor anvendes denne.
- Produktionsomkostningerne må antages at følge nettoomsætningen, hvorfor denne post fratrækkes 16 %. Der er sandsynligvis forskel på omkostningerne til produktion af henholdsvis fødevarer og drikkevarer, men det er der ikke taget højde for her.
- Distributionsomkostningerne antages at følge produktionsomkostningerne og fratrækkes også 16 %.
- Administrationsomkostningerne forventes at falde 9 %.
- Andet driftsoverskud (andre driftsindtægter og -omkostninger) vedrører primært lejeindtægter og offentlige tilskud, hvor lejeindtægterne forventes at stige i overensstemmelse med inflationen, som var 2,8 %⁵² i 2011. Lejeindtægterne fremgår af note 8 i årsrapporten for 2010/11 og udgør tDKK 5.624 og bliver derfor tDKK 5.781. Offentlige

⁵¹ Opgørelsen af fald i de forskellige omkostningskategorier er præget af, at vi har en kendt EBIT og derfor har regnet frem og tilbage for at få faldene til at passe nogenlunde til de forudsætninger, vi ville have sat op, hvis vi ikke havde kendt EBIT.

⁵² <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/prisindeks/forbrugerprisindeks-og-aarlig-inflation.aspx>

tilskud forventes uændret tDKK 12.657. Således forventes andre driftsindtægter at udgøre tDKK 18.438 og andre driftsomkostninger forventes uændret tDKK 13.101.

- Skat er opgjort efter samme principper som i de reformulerede resultatopgørelser ud fra en oplyst rapporteret skatteomkostning vedrørende bryggerivirksomheden på tDKK19.379.
- Minoritetsinteresser forventes at udgøre tDKK 18. Dermed forventes det ikke at minoritetsinteresser havde andel i resultatet af fødevarevirksomheden.

Resultatopgørelsen ifølge ovenstående forudsætninger eksklusiv fødevarevirksomheden er vist i bilag 9.

4.1.2 Beskrivelse af værdiansættelsesmodel

Inden budgetteringen er det nødvendigt at forstå den valgte værdiansættelsesmodel for at finde ud af, hvad der skal budgetteres.

Værdiansættelsen af Harboes Bryggeri A/S udføres ved brug af FCFF-mdellen⁵³, som er den indirekte frie cash flow-model, hvor egenkapitalens værdi estimeres. Først skal virksomhedsværdien estimeres, hvorefter markedsværdien af netto finansielle omkostninger fratrækkes. Herefter har man egenkapitalværdien. Formlen for FCFF-modellen til beregning af virksomhedsværdien er:

$$V_{0NDA} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+r_{wacc})^t} + \frac{FCFF_T}{(r_{wacc}-g)(1+r_{wacc})^T}$$

hvor: $FCFF = DO - \Delta NDA$

Budgetperioden fremgår ved t, og terminalværdien fremgår ved T.

Ved brug af FCFF-modellen tilbagediskonterer man koncernens frie cash flow fra driftsaktiviteterne. Tilbagediskonteringsfaktoren⁵⁴, r_{wacc} , er et vejet gennemsnit af kapitalomkostningerne, som består af egenkapital og netto finansielle forpligtelser.

På baggrund af ovenstående fremgår det, at det er nødvendigt at budgettere driftsoverskuddet samt netto driftsaktiver. Det er ikke nødvendigt at budgettere netto finansielle forpligtelser, da det kun er nutidsværdien af disse, der skal anvendes. På baggrund heraf kan budgetteringen foretages.

⁵³ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 42-43

⁵⁴ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 49-56

4.2 Budgettering

4.2.1 Budgettering af hver post i resultatopgørelsen

I de følgende afsnit vil vi beskrive forudsætningerne og overvejelserne bag budgetteringen af hver enkelt post i de omformulerede resultatopgørelser, jf. bilag 5. Der tages udgangspunkt i den omformulerede resultatopgørelse eksklusiv fødevarevirksomheden, så der er allerede taget højde for, at der ikke er omsætning og omkostninger i forbindelse hermed.

4.2.1.1 Omsætning

Harboes Bryggeris nettoomsætning⁵⁵ forventes at blive påvirket af den fortsættende finansielle krise, som har haft betydning for verdenssamfundet de seneste ca. fire år. På trods af, at man har oplevet en mindre fremgang i det seneste år – pr. 30. april 2012, vurderes det stadig, at der er finanskriser i Danmark og verden, hvorfor en langsom stigning i nettoomsætningen forventes. Det skal dog tages med i betragtningerne, at Harboes Bryggeri i løbet af de seneste fem år har investeret i nye produkter, som alligevel vil få nettoomsætningen til at stige lidt i forhold til, hvad vi ellers ville have forventet, dog med det forbehold at GourmetBryggeriet A/S er blevet afviklet. Investeringerne i maltproduktionen har dog ifølge ledelsesberetningerne i årsrapporterne vist sig at være en god forretning for Harboe.

Priserne har selvfølgelig udviklet sig i perioden. Inflationen i 2011 var 2,8 %, og den samme udvikling forventes også fremover. De væsentligste kunder, supermarkeder, vil fortsat forsøge at presse priserne for at opnå den størst mulige avance ved salg af Harboes produkter.

I bilag 6 er det vist, hvor stor en del af årets resultat fødevarevirksomheden udgjorde. I forbindelse med budgetteringen skal der derfor kun tages udgangspunkt i den del, der vedrører bryggerivirksomheden. Ud fra bilaget er det beregnet, at der er sket en stigning i nettoomsætningen for bryggerivirksomheden på 2,88 % fra 2009/10 til 2010/11.

Selvom det må forventes at være en fordel for Harboes Bryggeri, at der har været finanskriser, fordi kunderne derfor alt andet lige vil vælge de billigere produkter, forventes det ikke, at der vil ske en større stigning i nettoomsætningen i 2011/12, hvorfor der er budgetteret med en stigning inklusiv inflation på 2 % i 2011/12. I de efterfølgende to år forventes en stigning ud over inflationen, da markedet sandsynligvis har stabiliseret sig yderligere, og derfor er der budgetteret med en stigning i forhold til 2011/12 på 3 % i 2012/13 og yderligere 3 % i 2013/14, idet det også må forventes, at yderligere effekt af produktinvesteringerne også viser sig. I 2014/15 og 2015/16 forventes stigning

⁵⁵ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 320-324

på 4 % hvert år.

4.2.1.2 Produktionsomkostninger

Produktionsomkostningerne består primært af vareforbruget til produktionen af drikkevarer. Herudover indgår blandt andet lønninger til produktionen og afskrivninger på produktionsanlæg. Produktionsomkostningerne forventes som udgangspunkt at følge nettoomsætningen. Dog kan der være svingninger som følge af bedre eller dårligere høst et eller flere år, som det ikke er muligt at tage højde for i budgetteringen.

EU har også stor betydning for produktionsomkostningerne, fordi ændringer i reglerne om EU-støtte til langbrug kan få betydning for råvarepriserne, hvilket ligeledes ikke er muligt at tage højde for.

Harboes Bryggeri har investeret i nye produktions- og procesanlæg, som har medført forøget produktionskapacitet, hvilket må få betydning for produktionslønningerne. Der skal dog tages højde for lønstigninger, som normalt følger inflationen. Sammenholdt med investeringerne i anlægsaktiver, forventes det dog netto at give et fald i produktionsomkostninger.

Idet man har investeret en del i produktionsanlæg i de senere år, forventes det ikke, at der vil ske stigninger i afskrivninger på produktionsanlæg i de førstkommende år.

Da der ikke forventes øget produktion i 2011/12, forventes produktionsomkostningerne at ligge på niveau med 2010/11. Eftersom der forventes en stigning i omsætning fra 2012/13 og frem, forventes udviklinger hvert år på 1 % i 2013/14 og 2014/15 og 2 % de efterfølgende år.

4.2.1.3 Distributionsomkostninger

Distributionsomkostninger indeholder primært fragt og distribution til supermarkeder, distributionsløbninger og afskrivninger på driftsmidler, som anvendes til distribution.

Distributionsomkostningerne forventes at stige lidt mere end nettoomsætningen. Lønninger forventes at følge inflationen, og øvrig stigning i nettoomsætning og derfor antal solgte enheder må have indflydelse på distributionsomkostninger, som derfor forventes at stige hhv. 3 % i 2011/12, 4 % i 2012/13 og 2013/14 og 5 % i 2014/15 og 2015/16.

4.2.1.4 Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger indeholder primært afskrivninger på kontorbygninger, lønninger til administrationen, kontorhold og lignende. Administrationsomkostningerne forventes at følge

samme udvikling som distributionsomkostningerne ud fra samme argumentation.

4.2.1.5 Andet driftsoverskud

Andet driftsoverskud består af andre driftsindtægter og andre driftsudgifter. Der er kun oplysningerne i årsrapporterne om, at andre driftsindtægter består af lejeindtægter samt offentlige tilskud. Der er ikke oplysninger om, hvad der ligger i andre driftsudgifter. Lejeindtægterne forventes at stige i løbet af de kommende år. Vi ved, at fødevarevirksomheden samt GourmetBryggeriets ejendomme fra regnskabsåret 2011/12 er udlejningsejendomme, hvorfor der må ske en væsentlig stigning i den forbindelse. Det forventes derfor, at lejeindtægterne stiger med 20 % i 2011/12. Herudover er der den almindelige inflationsstigning, som forventes at være 2,8 % hvert budgetår. Offentlige tilskud forventes uændret.

Andre driftsudgifter har ligget stabilt over hele analyseperioden, dog steg de med 28 % fra 2009/10 til 2010/11. Da vi ikke kender grunden til stigningen, forventes en stigning på 1 % om året i driftsudgifter.

4.2.1.6 Særlige poster

Særlige poster har bestået af dirty surplus-poster fra egenkapitalopgørelsen. Vi har ikke mulighed for at budgettere udviklingen i disse poster, fordi de afhænger af udviklingen i samfundsøkonomien. Vi har derfor valgt at budgettere med en stigning på 1 % hvert år.

4.2.1.7 Finansielle poster

De finansielle poster består af renteindtægter af bankindeståender, udbytter, valutakursgevinster og -tab samt renter på bank- og prioritetsgæld. Det forventes, at renten – både ind- og udlånsrenten – stiger over de kommende år.

Det vil på trods heraf stadig være svært at budgettere finansielle poster, idet de også indeholder valutakursgevinster og -tab. Harboe handler sandsynligvis ofte i euro, hvor Nationalbanken har en fastkurspolitik, hvorfor valutakursgevinster og -tab er stabile. Handlen i andre valutaer kan dog give store gevinster og tab, som er svære at budgettere, fordi hver gevinst/tab afhænger af det tidspunkt, hvor der faktureres i forhold til det tidspunkt, hvor der afregnes.

Udbytter er også svære at budgettere, fordi udbyttets størrelse, og om der i det hele taget udbetales udbytte, afhænger af den associerede virksomheds resultater.

Over de seneste fem regnskabsår er de finansielle poster steget med gennemsnitligt 30 %. Det ender dog med at blive en ret stor stigning i budgetteringen, og desuden er der også sket det i regnskabsåret 2008/09, at Harboe optog et større realkreditlån, som havde stor betydning for de finansielle poster i det regnskabsår. Renterne af realkreditlånet har størst indflydelse i de første år.

Da renteniveauet forventes at stige i løbet af de næste par år, forventes de finansielle poster at stige med 20 % i de næste to år, hvorefter de forventes at stige med 10 %, som også bliver terminalværdien.

4.2.1.8 Skat af årets resultat

Harboes skattemæssige forhold er svære at budgettere, da de afhænger af mange forskellige faktorer. Derfor må der budgetteres med, at skatten af driftsresultaterne udgør 25 % i henhold til selskabsskatteloven.

Skattesatsen forventes derfor uændret i de næste mange år. Skattesatsens størrelse kan dog ændres ved et politisk flertal, hvilket i højere grad kan forventes med den nyværende regering i forhold til den tidligere regering. Udvikling i skattesatsen i andre europæiske lande, hvor Harboe har dattervirksomheder, kan også få betydning for den effektive skattesats. Der er dog budgetteret med en skatteprocent på 25 %.

4.2.1.9 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser har gennemsnitligt over perioden 2006/07 – 2010/11 udgjort 0,53 % af totalindkomst for koncernen, hvorfor der budgetteres med denne procentsats i alle årene.

4.2.1.10 Overskudsgrad

På baggrund af budgetteringen kan overskudsgraden beregnes. I 2010/11 var overskudsgraden (for bryggerivirksomheden) 4,14 % og stiger derefter langsomt til 12,61 % i regnskabsåret 2015/16.

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
Overskudsgrad	4,14%	5,17%	6,15%	7,13%	8,07%	8,99%

Figur 22: Overskudsgraden for budgetteringen

4.2.2 Budgettering af driftsaktivernes omsætningshastighed

De historiske, inverse omsætningshastigheder, der blev analyseret under regnskabsanalysen i forrige kapitel, er vist i nedenfor:

AOH-drivere (inverse)	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
Netto arbejdskapital	0,020	0,013	0,005	-0,010	-0,033
Langfristet kerne NDA	0,545	0,529	0,497	0,564	0,545
AOH Netto driftsaktiver	0,565	0,542	0,502	0,554	0,512

Figur 23: AOH for 2006/07 – 2010/11

4.2.2.1 Omformulering af AOH-drivere

Ovenstående tal er dog inklusiv fødevarevirksomheden, som Harboe i segmentoplysningerne i årsrapporterne har udspecificeret ligesom ved resultatopgørelsen. Harboe har specificeret, hvor stor en del af henholdsvis langfristet og kortfristet aktiver og passiver, der vedrører henholdsvis bryggeri- og fødevarevirksomheden. Herudover er der eliminering af interne transaktioner mellem bryggeri- og fødevarevirksomheden. Idet elimineringerne ikke er mulige at identificere ud fra årsrapporterne, besværliggør det processen med at udskille fødevarevirksomheden i balancen. Desuden viser segmentoplysningerne ikke, hvilken del der vedrører netto driftsaktiver og hvilken del, der vedrører netto finansielle forpligtelser.

Delårsrapport pr. 3. kvartal af regnskabsåret 2011/12⁵⁶ (pr. 31. januar 2012) er gennemgået, og det fremgår, at immaterielle aktiver er steget ift. 30. april 2011, hvilket umiddelbart indikerer, at fødevarevirksomheden ikke har haft nogen immaterielle aktiver. Materielle anlægsaktiver og tilgodehavender fra salg samt leverandører af varer og tjenesteydelser er faldet, hvilket indikerer, at der har været debitorer og materielle anlæg i fødevarevirksomheden, hvilket også er forventet. Gæld til realkreditinstitutter og kreditinstitutter i øvrigt er netto set faldet tDKK 22.623, hvilket ikke indikerer, at der har været større lån vedrørende fødevarevirksomheden, men i stedet almindeligt afdrag på lån og kassekreditter.

Ud fra opgørelserne i bilag 6 er det beregnet, at fødevarevirksomheden udgjorde 7,01 % af aktivbalancesummen eksklusiv bryggerivirksomheden, det vil sige inklusiv elimineringer, og minus 0,16 % af summen af forpligtelser eksklusiv bryggerivirksomheden. På samme måde er aktiv og forpligtelsessummen opgjort for de andre år. Selvom netto driftsaktiverne sandsynligvis er faldet mere end netto finansielle forpligtelser som følge af afviklingen af fødevarevirksomheden, er reduktionen herimellem som udgangspunkt fordelt ligeligt. Dog er egenkapitalen 'kun' faldet med tDKK 3.155 i 2010/11⁵⁷, hvorfor den resterende forskel er allokeret til langfristet kerne netto driftsaktiver.

⁵⁶ <http://investor.harboes.dk/releasedetail.cfm?ReleaseID=659652>

⁵⁷ Bilag x med Harboes fordeling

De omformulerede AOH-driverne eksklusiv fødevarevirksomheden er beregnet, jf. nedenstående tabel på baggrund af ovenstående forudsætninger. Beregningen af nettoarbejdskapital er vist i bilag 7.

AOH-driverne	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06
Netto arbejdskapital	0,022	0,015	0,008	-0,007	-0,029
Langfristet kerne NDA	0,538	0,500	0,432	0,474	0,453
AOH Netto driftsaktiver	0,560	0,515	0,440	0,467	0,423

Figur 24: AOH eksklusiv fødevarevirksomheden for 2006/07 – 2010/11

4.2.2.2 Budgettering af AOH-driverne

I det følgende budgitteres AOH-driverne⁵⁸. De er summeret i henholdsvis netto arbejdskapital og langfristet kerne netto driftsaktiver, fordi det er umuligt at budgettere hver enkelte regnskabspost i den reformulerede balance, da der kan være store forskelle i de enkelte år. Eksempelvis kan debitorer og kreditorer udvikle sig væsentligt som følge af ændrede betalingsbetingelser for kunder og leverandører og selvfølgelig også som følge af ændring i efterspørgslen fra kunder. Herudover fremgår det af den reformulerede balance, at især andre tilgodehavender svinger meget fra år til år.

Langfristet kerne netto driftsaktiver består af immaterielle og materielle anlægsaktiver samt udskudt skat, mens arbejdskapitalen består af de lettere omsættelige regnskabsposter, som forventes indfriet indenfor et år, så som lager, tilgodehavender fra salg, leverandører af varer og tjenesteydelser og tilbagekøbsforpligtelsen på returemballage.

Af ovenstående tabel fremgår det, at aktivernes omsætningshastighed i løbet af de seneste 5 år har været stigende men stabil, hvilket har skyldtes en stigning i nettoomsætningen samt en stigning i netto driftsaktiver.

Der forventes en stigning i tilgodehavender fra salg og leverandører af varer og tjenesteydelser som følge af den forventede stigning i nettoomsætningen. Især debitorerne følger nettoomsætningen tæt, dog vil der være nogle sæsonudsving, som gør, at nettoomsætningen ikke fordeler sig ligeligt hen over året. Debitorerne udviser et øjebliksbillede pr. årsafslutningsdagen, som er resultatet af salg af de seneste en til to måneders salg afhængig af Harboes betalingsbetingelser og desuden eventuelle fordelagtige aftaler med gode kunder.

Da årsafslutningsdagen for Harboe er pr. 30. april, forventes debitorerne at ligge på et nogenlunde normalt niveau, selvom det har været påske inden for den seneste måned til halvanden. Der må dog

⁵⁸ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 324-325

være måneder, hvor debitorerne ligger på et højere niveau. Eksempelvis december, hvor det lige har været jul og nytår og i sommermånederne, hvor et større salg af øl og sodavand forventes.

Kreditorerne indeholder blandt andet gæld til leverandører af råvarer, som forventes at stige lidt mindre end debitorerne i forbindelse med påske og andre højsæsoner, idet produktionen af de varer, der skal sælges, må forventes at ligge op til en måned før salget. Derfor har stigningen i arbejdskapital ikke at være helt så høj som stigningen i nettoomsætning, og der er derfor budgetteret med en stigning i arbejdskapital på et procentpoint mindre end den forventede stigning i nettoomsætning. De budgetterede stigninger i netto arbejdskapital i forhold til de foregående år er derfor 2011/12; 2 %, 2012/13 og 2013/14; 3 %, 2014/15 og 2015/16; 4 %.

I de senere år har Harboe investeret en del i produktionsanlæg. Det forventes ikke, at der vil ske stigninger på samme niveau i de nærmeste regnskabsår. Materielle anlægsaktiver er steget med gennemsnitligt 13 % i løbet af de sidste fem regnskabsår. Da der sandsynligvis vil være forbedringer og enkelte investeringer i nye anlæg, forventes en stigning i langfristet kerne netto driftsaktiver på 1 % i forhold til det foregående år. Udskudt skat forventes således uændret i forhold til 2010/11, idet denne er umulig at budgettere.

De budgetterede inverse omsætningshastigheder er vist nedenfor.

AOH-driverne (inverse)	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
Netto arbejdskapital	0,022	0,023	0,023	0,024	0,025	0,026
Langfristet kerne NDA	0,538	0,544	0,549	0,555	0,560	0,566
AOH Netto driftsaktiver	0,560	0,566	0,572	0,579	0,585	0,592

Figur 25: Budgettering af AOH

4.3 Udarbejdelse af proforma-opgørelser

På baggrund af ovenstående budgettering og reformuleringerne er proforma-opgørelserne af resultatopgørelser og balancer for regnskabsårene 2011/12 – 2015/16 opstillet. Resultatopgørelse og balance for 2010/11, som er det år, der er anvendt som udgangspunkt for de procentuelle udviklinger, er eksklusiv fødevarevirksomheden. Noterne med skat og andet driftsoverskud fremgår af bilag 8.

	tDKK	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
Resultatopgølse							
Nettoomsætning		1.320.653	1.347.066	1.387.478	1.429.102	1.486.266	1.545.717
Produktionsomkostninger		-1.042.494	-1.042.494	-1.052.919	-1.063.448	-1.084.717	-1.106.411
Bruttoresultat		278.159	304.572	334.559	365.654	401.550	439.306
Distributionsomkostninger		-154.022	-158.642	-164.988	-171.587	-180.167	-189.175
Administrationsomkostninger		-47.466	-48.890	-50.846	-52.879	-55.523	-58.300
Driftsoverskud fra salg (før skat)		76.672	97.040	118.726	141.188	165.859	191.831
Skat heraf (note 1)		21.996	27.339	33.377	39.361	45.936	52.876
Driftsoverskud fra salg (efter skat)		54.675	69.701	85.349	101.826	119.924	138.955
Andet driftsoverskud (note 2)		5.337	6.331	6.392	6.457	6.527	6.601
Skat heraf (note 1)		1.334	1.583	1.598	1.614	1.632	1.650
Driftsoverskud efter andre poster		61.347	77.615	93.340	109.898	128.082	147.206
Særlige poster		4.347	4.390	4.434	4.479	4.524	4.569
Totalindkomst fra driften		65.694	82.005	97.774	114.377	132.606	151.775
Netto finansielle poster		-5.132	-6.158	-7.390	-8.129	-8.942	-9.836
Skat heraf (note 1)		1.283	1.540	1.848	2.032	2.235	2.459
Totalindkomst for koncernen		61.845	77.387	92.232	108.280	125.899	144.398
Minoritetsinteresser		-18	412	492	577	671	770
Totalindkomst for moderselskabet		61.827	77.799	92.723	108.857	126.570	145.167
Balance							
Langfristet kerne driftsaktiver i alt		847.237	872.654	898.834	925.799	962.831	1.001.344
Netto arbejdskapital i alt		27.378	27.652	27.928	28.207	28.489	28.774
Netto driftaktiver		874.615	900.306	926.762	954.006	991.320	1.030.118
Netto finansielle forpligtelser		124.332					
Egenkapital		750.283					

Figur 26: Budgettering

4.4 Beregning af kapitalomkostninger fra driftsaktiviteten

Værdiansættelsen består af beregning af det frie cash flow til virksomheden og beregning af kapitalomkostninger fra driftsaktiviteten⁵⁹. Det frie cash flow er budgetteret ovenfor og bruges senere i værdiansættelsen, mens beregningen af kapitalomkostningerne foretages nedenfor.

Diskonteringsfaktoren r_{wacc} beregnes efter følgende formel:

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_E + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_F$$

V_0^E er markedsværdien af egenkapitalen for 2010/12 er tDKK 750.283. V_0^{NFF} er de netto finansielle forpligtelser, som ifølge regnskabspraksis i årsrapporten for 2010/11 er optaget til dagværdi (gæld til realkreditinstitutter) eller amortiseret kostpris (bankgæld), hvilket i opgaven forudsættes at være markedsværdien. De netto finansielle forpligtelser udgør tDKK 124.332 for 2010/11. Det forudsættes desuden, at forholdet mellem fremmedfinansiering og finansiering ved egenkapital er

⁵⁹ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 54-55

uændret fremadrettet.

4.4.1 Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav

Til brug for beregningen af r_{wacc} skal afkastkravet for finansielle forpligtelser (r_g)⁶⁰ estimeres ud fra følgende formel:

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

Afkastkravet er som udgangspunkt den rente, som virksomheden kan låne til i dag. Det fremgår af årsrapporten for 2010/11's note 28 og 29 vedrørende gæld til realkreditinstitutter, at den variable rente, som Harboe låner til, er mellem 1,1 % og 6,7 %. Renten er dog faldet siden, idet Nationalbankens udlånsrente i april 2011 var 1,3 % og i marts 2012 var 0,7 %⁶¹. Derfor må afkastkravet være i den lave ende af Harboes af de oplyste renter, hvorfor det estimeres, at afkastkravet er på 3 %.

r_f er den risikofri rente, og r_s er det selskabsspecifikke risikotillæg. Den risikofri rente vurderes at være den rente, som en investor kan forvente ved en almindelig investering i statsobligationer over en 10-årig periode. Renten herved er 1,89 for marts 2012⁶². Det selskabsspecifikke risikotillæg skal som udgangspunkt fastsættes på baggrund af virksomhedens risikoprofil. Idet afkastkravet er fastsat til 3 %, er risikotillægget 2,11 %, hvilket desuden vurderes rimeligt ud fra det synspunkt, at Harboes drift må anses som værende stabil på trods af den nuværende økonomiske krise. Selskabsskatteprocenten forudsættes at være 25 % fremadrettet.

De finansielle forpligtelsers afkastkrav er derfor beregnet: $(1,89 + 2,11) * (1 - 0,25) = 3 \%$.

4.4.2 Estimering af ejernes afkastkrav

Ved beregningen af r_{wacc} skal ejernes afkastkrav⁶³ også estimeres. Dette sker ved hjælp af følgende formel:

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

r_f er fastsat til 1,89 % ifølge ovenstående.

$E(r_m) - r_f$ (Market Risk Premium) er det tillæg, investorerne kræver for at investere i aktier i forhold til at investere i statsobligationer, hvor risikoen er væsentlig lavere. Ifølge analyse udarbejdet af

⁶⁰ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 55-56

⁶¹ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1280>

⁶² <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?MainTable=DNRENTM&PLanguage=0&PXSID=0>

⁶³ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 50-53

IESE Business School var risikopræmien for 2011 5,4 % for Danmark⁶⁴. Det skal dog tages i betragtning, at kun 12 personer har svaret for Danmark. Dette er dog det bedste estimat, hvorfor dette anvendes.

Beta er den værdi, der ganges på markedsrisikopræmien og angiver, hvor stor risiko der er ved denne virksomhed/aktie i Danmark. Er beta⁶⁵ 0 er der ingen risiko. En beta mellem 0 og 1 er en investering med mindre risiko end markedsporteføljen, og en beta større end 1 er en investering med større risiko end markedsporteføljen. Derfor er en beta på 1 lig med en risiko svarende til markedsporteføljen. Harboe vurderes som tidligere nævnt at være en virksomhed, der har klaret sig godt igennem krisen og har en stabil drift, hvorfor det vurderes, at risikoen er lig markedsporteføljen, og betaværdien fastsættes derfor til 1.

Ejernes afkastkrav er således beregnet: $1,89 \% + 1(5,4 \%) = 7,29 \%$.

4.4.3 Beregning af r_{wacc}

r_{wacc}	2010/11	Aktuelle vægte	Forventede vægte	Efter skat afkastkrav
tDKK				
Markedsværdi af driftaktiviteten	874.615			
Netto finansielle forpligtelser	124.332	0,14	0,15	3,00 r_g
Markedsværdi af egenkapital	750.283	0,86	0,85	7,29 r_E
Netto gæld	874.615	1,00	1,00	6,68 r_{wacc}

Figur 27: Beregning af diskonteringsfaktoren

4.5 Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

Nedenfor er værdiansættelsen af Harboe foretaget ved brug af FCFF-modellen⁶⁶.

I forbindelse med værdiansættelsen er terminalperioden 2016/17 budgetteret med de samme procentsatser som ved budgetteringen af regnskabsåret 2015/16. Budget inklusiv terminalperioden fremgår af bilag 9. Terminalværdien er beregnet som følger:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCFF_T}{r_{wacc}^1} = \frac{118.617}{0,0668} = 1.775.705$$

⁶⁴ <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0920-E.pdf>

⁶⁵ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 52-53

⁶⁶ Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 42-43

		Budgetperiode						Terminal periode
	tDKK	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
DO			69.701	85.349	101.826	119.924	138.955	158.959
NDA	874.615		900.306	926.762	954.006	991.320	1.030.118	1.070.460
FCFF = DO - ΔNDA			44.010	58.893	74.582	82.610	100.157	118.617
Diskonteringsfaktor (1,0668) [†]			1,0668	1,1381	1,2141	1,2952	1,3817	
PV FCFF			41.254	51.749	61.431	63.782	72.488	
PV FCFF t.o.m 2015/16	290.704							
Terminalværdi								1.775.705
PV af terminalværdi	1.285.156							
Virksomhedsværdi	1.575.860							
- Netto finansielle forpligtelser	124.332							
- Minoriteter	209							
Egenkapitalværdi	1.451.318							
Værdi pr. aktie (6.000)	241,89							

Figur 28: Værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

Værdien pr. aktie ifølge ovenstående værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S pr. 30. april 2011 var 242 kr. Aktiekursen på børsen⁶⁷ d. 30. april 2011⁶⁸ var 127 kr., hvorfor aktien i markedet var stærkt undervurderet, idet den er 47,5 % lavere end den beregnede aktiekurs. Aktiekursen pr. 30. april 2012 var 89,50 kr., hvilket er 63 % lavere end den beregnede aktiekurs.

Som udgangspunkt burde markedsaktiekursen ligge på niveau med den beregnede aktiekurs. Værdiansættelsen er lavet med udgangspunkt i offentligt tilgængelige informationer, hvorfor markedseffektiviteten burde betyde, at den beregnede værdi og markedsværdien burde være ens. Grunden til den lave aktiekurs i forhold til vores beregnede aktiekurs er, at udbuddet har oversteget efterspørgslen, hvilket resulterer i et fald i aktiekursen. Den store forskel skyldes derfor blandt andet, at der ikke er så stor omsætning i aktier for de aktier, der er noteret på Small Cap. Reaktionstiden på en væsentlig begivenhed eller et ekstraordinært godt eller dårligt regnskab vil derfor også være væsentlig længere på Small Cap end på eksempelvis C20 eller Large Cap. Samtidig må en del af forklaringen ligge i den usikkerhed, investorer føler som følge af finanskrisen. Harboe har nedjusteret forventningerne til resultat før skat med 20 mio. kr. ved offentliggørelsen af kvartalsregnskabet for 3. kvartal d. 27. marts 2012. Dette har sandsynligvis været medvirkende til, at aktiekursen er faldet til 89,50 kr. pr. 30. april 2012, idet flere investorer har solgt deres aktier i Harboe og der samtidig ikke har været nye investorer, der ville købe aktier, og således har udbuddet oversteget efterspørgslen.

Det anbefales som udgangspunkt, at potentielle investorer investerer i aktien, idet den reelle nutidsværdi af egenkapitalen er væsentlig højere end aktiekursen. Man bør dog tage højde for, at værdiansættelsen er foretaget på 30. april 2011, som jo er et år siden, og det ville have været mere

⁶⁷ <http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/>

⁶⁸ Den 30. april 2011 var en lørdag, hvorfor aktiekursen pr. 29. april 2011 er anvendt.

retvisende at foretage værdiansættelsen pr. 30. april 2012.

4.5.1 Følsomhedsanalyse

Der er udarbejdet følsomhedsanalysen, som viser, hvilken indflydelse det vil have på aktiekursen, hvis man ændrer wacc (6,68 %) og salgsvækst for terminalperioden (4 %) med henholdsvis 0,5 og 1 procentpoint.

Salgsvækst (terminalværdi) wacc	- 1 procentpoint	- 0,5 procentpoint	Uændret	0,5 procentpoint	1 procentpoint
- 1 procentpoint	231,78	242,76	253,73	264,7	275,67
- 0,5 procentpoint	226,29	237,01	247,73	258,44	269,16
Uændret	220,95	231,42	241,89	252,35	262,82
0,5 procentpoint	215,76	225,98	236,21	246,43	256,66
1 procentpoint	210,70	220,69	230,68	240,67	250,66

Figur 29: Følsomhedsanalyse

Hvis ejernes afkastkrav, som r_{wacc} primært udgøres af, falder med et procentpoint, stiger den beregnede aktiekurs med knap 12 kr. Hvis ejernes afkastkrav derimod stiger med et procentpoint, falder den beregnede aktiekurs med ligeledes 12 kr. Hvis salgsvæksten stiger, stiger den beregnede aktiekurs også, men et fald i salgsvækst giver en lavere beregnet aktiekurs.

Hvis ejernes afkastkrav stiger med et procentpoint og salgsvæksten falder med et procentpoint, lander den beregnede aktiekurs på 210,70 kr. Det er et fald på ca. 13 %. Dette viser, hvor stor usikkerhed der er i vores beregning og forudsætninger. Havde vi sat forventningen i salgsvæksten meget lavere, ville vi have endt ud med en noget lavere beregnet aktiekurs, som er tættere på den faktiske aktiekurs. Havde vi være mere optimistiske i vores budgettering, havde vi beregnet en aktiekurs, som var endnu højere.

En ændring i wacc på et procentpoint ville give et udsving i den beregnede aktiekurs på 4,6 %. Denne ændring er stadig en stor ændring i aktiekurs, og det kan derfor konkluderes, at forudsætningerne for budgetteringen og værdiansættelsen er meget følsomme.

5. Konklusion

Ud fra vores problemstilling var vores mål med opgaven at svare på, hvad kursen på en Harboe aktie er ud fra en værdiansættelse, og om man bør investere i Harboes Bryggeris aktier.

Harboe står lige nu i en stærk strategisk position, hvor det veletablerede brand som discountprodukt er en vigtig del af den strategiske position. Fortsat fastholdelse af den nuværende markedsandel på 10 % og en eventuel forøgelse heraf er vigtig for Harboes fremtid, da dette vil betyde stigende omsætning for Harboe. På trods af de mange konkurrenter i industrien for drikkevarer har Harboe en stærk position, idet de er så udbredt i de danske supermarkeder. Forudsætningerne for en øget markedsandel er derfor lagt med den stærke strategiske position, det etablerede kapitalapparat og den mangeårige know-how omkring virksomhedsledelse og produktion af drikkevarer, men udsigten til flere afgifter, forbrugernes tendens mod større bevidsthed omkring sundhed og stigende interesse for kvalitetsprodukter truer Harboe.

Finanskrisen og forbrugernes bevidsthed om, hvad pengene bliver brugt på, er dog til Harboes fordel, og så længe der er krise og sandsynligvis også de førstkommende år herefter, hvor forbrugerne stadig vil huske krisens betydning for deres privatøkonomi, forventes sundheds- og kvalitetsbevidstheden ikke at true Harboe så kraftigt. Det skal dog tages i betragtning, at Harboe i løbet af de næste fem år skal igennem et generationsskifte, som kan have stor betydning for Harboes fremtid.

Harboe har oplevet en stabilt stigende nettoomsætning hen over analyseperioden, men en meget svingende overskudsgrad, hvilket primært har skyldtes store dagsværdireguleringer. Aktivernes omsætningshastighed har været faldende hen over analyseperioden, idet nettoomsætningen ikke er steget lige så meget som især investeringerne i anlægsaktiverne. Analysen af finansiell gearing viste, at det var en fordel for Harboe at fremmedfinansiere investeringer frem for finansiering ved egenkapital. Det forventes, at Harboe i de førstkommende vil mærke resultatet af investeringerne i form af stigende omsætning.

Harboe er ved brug af FCFF-modellen værdiansat til en aktiekurs på 242 kr., som er væsentlig over kursen på aktiemarkedet, der pr. 30. april 2011 var 127 kr. Det er 47,5 % lavere end den beregnede kurs. På baggrund af den strategiske analyse, regnskabsanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen kan det konkluderes, at aktiekursen for Harboe Bryggeri A/S' aktie pr. 30. april 2011 var væsentligt lavere end aktiekursen beregnet ud fra egenkapitalværdien.

Den forestående udskiftning af den administrerende direktør vil sandsynligvis have væsentlig betydning for Harboes fremtid og markedets aktiekurs. En ny direktør vil sandsynligvis ændre strategien for Harboe for at sætte sig eget præg på virksomheden, og samtidig vil det være vigtigt i forhold til aktiekursen, at Harboe vælger den rigtige direktør. For at markedet skal reagere positivt på aktien, må det forventes, at investoren skal kende mere til Harboes fremtid. Usikkerheden om

direktionen i Harboe og dermed koncernens strategi har stor betydning for den lave aktiekurs.

Selvom den nuværende strategi er stærk, mangler investorerne den sidste faktor før de tør kaste sig ud i en investering i Harboes Bryggeri. På trods heraf vil vi anbefale investorerne at købe aktier i Harboe, da følsomhedsanalysen viser, at selvom det budget, vi har lagt, kan være optimistisk, skal der meget til, at den beregnede aktiekurs falder til et niveau lavere end den nuværende markedskurs.

Litteraturliste

Bøger

Bog: Den skinbarlige virkelighed

Forfatter: Ib Andersen

Forlag og udgave: Forlaget Samfundslitteratur, 4. udgave, 2010

Bog: Understanding Strategic Management

Forfatter: Anthony Henry

Forlag og udgave: Oxford University Press, 2008

Bog: Exploring Corporate Strategy

Forfattere: Gerry Johnson, Kevan Scholes, Richard Whittington

Forlag og udgave: Prentice Hall, 8. udgave, 2008

Bog: Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Forfatter: Ole Sørensen

Forlag og udgave: Gjellerup, 3. udgave, 2009

Hjemmesider

www.harboe.dk

www.barlex.dk

www.gourmetbryggeriet.dk

www.borsen.dk

www.business.dk

www.euroinvestor.dk

www.nasdaqomxnordic.com

www.tekno.dk

www.forbrugerombudsmanden.dk

www.bryggeriforeningen.dk

www.startvaekst.dk

www.wikipedia.dk

www.systime.dk

www.nationalbanken.dk

www.statistikbanken.dk

www.iese.edu

www.dst.dk

www.dansk-retursystem.dk

www.finansiering.nutdanske.com

www.skm.dk

www.newsclient.omxgroup.com

Øvrigt materiale

Årsrapporter

Harboes Bryggeri A/S – Årsrapport 2006/07

Harboes Bryggeri A/S – Årsrapport 2007/08

Harboes Bryggeri A/S – Årsrapport 2008/09

Harboes Bryggeri A/S – Årsrapport 2009/10

Harboes Bryggeri A/S – Årsrapport 2010/11

Selskabsmeddelelser

Halvårsrapport 2011/12 for perioden 1. maj 2011 – 31. oktober 2011 – offentliggjort 12. december 2011

Delårsrapport 2011/12 for perioden 1. maj 2011 - 31. januar 2012 – offentliggjort d. 27. marts 2012

Bilag

Bilag 1 – Historien om Harboe



Historien om Harboe

Gæve sydvestsjællændere fra øl- og marmeladebyen Skælskør satte Harboe på landkortet i slutningen af 1800-tallet. Den første øl blev kørt ud med hestevogn i træetønder i 1883. Bryggeriets grundlæggere var tre entreprenørtyper, Jørgen Harboe, Adolph Harboe og Jørgen Lotz.

Bryggeriet hed faktisk i første omgang Harboe & Lotz, men snart satte Harboe'erne sig tungt på magten. En af efterkommerne, Gunner Harboe, blev den første egentlige brygmester. Han lærte håndværket i Tyskland. Der kom siden yderligere en Gunner Harboe, som døde i 1984. Harboe fik sit nuværende navn i 1949. Selskabet kom på børsen i 1989.

I 1973 dukkede der så en tysker op i Skælskør, nemlig Bernhard Griesse. Han fik hurtigt et godt øje både til datteren Kirsten Harboe, som han giftede sig med og til topchefposten. Bernhard Griesse blev adm. dir. i 1984, og stort set lige siden har han ligget i krig med storebror Carlsberg. Han er i dag 62 år, og selv om hans to døtre og svigersønnerne direkte og indirekte er med i bryggeriet synes det ikke oplagt, at en fra familien skal tage over efter Bernhard Griesse.

Harboe omsætter i dag for 1,5 mia. kr., har 700 medarbejdere, 2.300 aktionærer og bryggerier i Skælskør, Tyskland og Estland. Harboe, kendt for sine discountøl, slog for alvor igennem med aftalen med Føtex, Bilka og Netto-butikkerne i regi af Dansk Supermarked.

Bilag 2 – Officielle egenkapitalopgørelser for 2006/07 – 2010/11

tDKK	Aktiekapital	Overkurs ved emission	Andre reserver	Overført resultat	Egenkapital tilhørende minoritetsint eresser	Egenkapital i alt
Egenkapital 1.5.2010	60.000	51.000	-20.036	639.095	191	730.250
Årets resultat				60.635	18	60.653
Anden totalindkomst efter skat			4.347			4.347
Udloddet udbytte				-9.000		-9.000
Udbytte af egne aktier				526		526
Køb af egne aktier				-33.338		-33.338
Egenkapital 30.4.2011	60.000	51.000	-15.689	657.918	209	753.438
Egenkapital 1.5.2009	60.000	51.000	-18.886	572.159	190	664.463
Årets resultat				43.028	1	43.029
Reserve for opskrivning efter indre værdis metode			-3.232	3.232		0
Anden totalindkomst efter skat			2.082			2.082
Udloddet udbytte				-9.000		-9.000
Udbytte af egne aktier				160		160
Salg af egne aktier				29.516		29.516
Egenkapital 30.4.2010	60.000	51.000	-20.036	639.095	191	730.250
Egenkapital 1.5.2008	60.000	51.000	3.125	582.580	242	696.947
Årets resultat				25.673	-52	25.621
Valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder			-1.153			-1.153
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg			-21.599			-21.599
Reserve for opskrivning efter indre værdis metode			1.494	-1.494		0
Reserve for sikring af pengestrømme			-1.004			-1.004
Skat af sikringsinstrumenter			251			251
Udloddet udbytte				-9.000		-9.000
Udbytte af egne aktier				75		75
Køb af egne aktier				-25.675		-25.675
Egenkapital 30.4.2009	60.000	51.000	-18.886	572.159	190	664.463

Bilag 2 – Officielle egenkapitalopgørelser for 2006/07 – 2010/11 (fortsat)

tDKK	Aktiekapital	Overkurs ved emission	Andre reserver	Overført resultat	Egenkapital tilhørende minoritetsint eresser	Egenkapital i alt
Egenkapital 1.5.2007	60.000	51.000	1.569	572.836	414	685.819
Årets resultat			1.484	18.669	-45	20.108
Valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder			655			655
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg			-583			-583
Indfrielse af minoritetsaktionærer					-127	-127
Udloddet udbytte				-9.000		-9.000
Udbytte af egne aktier				75		75
Egenkapital 30.4.2008	60.000	51.000	3.125	582.580	242	696.947
Egenkapital 1.5.2006	60.000	51.000	1.802	564.179	422	677.403
Årets resultat			254	56.257	-8	56.503
Valutakursregulering for udenlandske dattervirksomheder			-668			-668
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg			181			181
Udloddet udbytte				-48.000		-48.000
Udbytte af egne aktier				400		400
Egenkapital 30.4.2007	60.000	51.000	1.569	572.836	414	685.819

Bilag 3 – Officielle balancer for 2006/07 – 2010/11

tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06	2005/06
Aktiver						
Goodwill	3.573	3.573	0	0	0	0
Udviklingsprojekter	433	1.572	2.274	0	0	0
Rettigheder	5.719	5.707	5.712	5.723	0	0
Software	7.920	4.881	1.332	320	0	0
Immaterielle aktiver under opførelse	5.764	688	2.068	289	0	0
Immaterielle aktiver	23.409	16.421	11.386	6.332	0	0
Grunde og bygninger	337.159	331.848	319.406	329.773	301.666	300.995
Produktionsanlæg og maskiner	456.073	447.405	405.989	401.417	360.277	408.140
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	38.665	41.206	36.246	44.096	45.375	37.529
Reserve dele til egne maskiner	3.993	3.887	4.210	4.707	5.298	6.511
Materielle aktiver under opførelse	36.083	33.247	35.338	13.216	122.381	18.486
Materielle aktiver	871.973	857.593	801.189	793.209	834.997	771.661
Kapitalandele i associerede virksomheder	0	0	4.609	3.490	791	488
Finansielle aktiver disponible for salg	285.782	283.738	288.768	2.461	3.047	2.938
Deposita, lejemaal	2.303	2.234	2.186	2.148	2.113	2.072
Finansielle aktiver	288.085	285.972	295.563	8.099	5.951	5.498
Udskudte skatteaktiver	886	1.299	1.575	2.093	0	0
Langfristede aktiver	1.184.353	1.161.285	1.109.713	809.733	840.948	777.159
Varebeholdninger	138.250	122.211	118.468	114.645	102.023	87.512
Tilgodehavender fra salg	301.676	304.155	267.427	237.393	218.858	190.760
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	0	0	4.377	5.053	3.051	4.678
Andre tilgodehavender	10.306	3.964	34.929	10.853	19.604	1.609
Periodeafgrænsningsposter	7.977	7.219	8.393	9.274	3.104	4.241
Tilgodehavender	319.959	315.338	315.126	262.573	244.617	201.288
Likvide beholdninger	39.913	43.774	59.864	12.310	27.360	77.556
Aktier bestemt for salg	2.992	2.992	3.242	0	0	0
Kortfristede aktiver	501.114	484.315	496.700	389.528	374.000	366.356
Aktiver	1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948	1.143.515

Bilag 3 – Officielle balancer for 2006/07 – 2010/11 (fortsat)

	DKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06	2005/06
Passiver							
Aktiekapital		60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Overkurs ved emission		51.000	51.000	51.000	51.000	51.000	51.000
Reserver		-15.689	-20.036	-18.886	3.125	1.569	1.802
Overført resultat		657.918	639.095	572.159	582.580	572.836	564.179
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser		209	191	190	242	414	422
Egenkapital		753.438	730.250	664.463	696.947	685.819	677.403
Gæld til realkreditinstitutter		253.402	290.920	317.441	23.112	25.501	34.523
Kreditinstitutter i øvrigt		0	0	1.185	3.439	9.173	18.707
Udskudte skatteforpligtelser		37.861	33.555	39.580	37.776	51.081	48.881
Periodeafgrænsningsposter		54.832	61.088	63.627	44.335	38.275	31.155
Langfristede forpligtelser		346.095	385.563	421.833	108.662	124.030	133.266
Gæld til realkreditinstitutter		36.656	26.377	5.682	5.559	9.061	5.410
Kreditinstitutter i øvrigt		169.124	154.340	135.436	60.196	29.722	11.780
Leverandører af varer og tjenesteydelser		216.388	187.556	200.136	186.087	213.100	154.467
Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage		27.958	33.350	35.637	36.298	31.489	42.933
Gæld til associerede virksomheder		0	0	11.377	6.473	20.665	7.660
Anden gæld		102.641	100.526	105.678	71.913	61.674	30.142
Periodeafgrænsningsposter		9.579	8.279	8.654	10.066	8.972	73.079
Selskabsskat		20.609	16.372	14.530	17.060	30.416	7.375
Kortfristede forpligtelser		582.955	526.800	517.130	393.652	405.099	332.846
Forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg		2.979	2.987	2.987	0	0	0
Forpligtelser i alt		932.029	915.350	941.950	502.314	529.129	466.112
Passiver		1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948	1.143.515

Bilag 4 – Officielle resultatopgørelser for 2006/07 – 2010/11

tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06
Bruttoomsætning	1.821.269	1.804.047	1.806.440	1.607.373	1.649.489	1.633.524
Øl- og vandafgifter	-263.495	-279.320	-261.834	-236.475	-266.557	-272.231
Nettoomsætning	1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932	1.361.293
Produktionsomkostninger	-1.241.064	-1.247.451	-1.299.143	-1.159.156	-1.115.029	-1.081.697
Bruttoresultat	316.710	277.276	245.463	211.742	267.903	279.596
Andre driftsindtægter	18.281	18.394	22.369	14.768	18.120	14.678
Distributionsomkostninger	-183.359	-175.022	-173.455	-155.389	-150.902	-153.224
Administrationsomkostninger	-51.572	-46.037	-42.841	-38.059	-35.393	-31.216
Andre driftsomkostninger	-13.101	-10.269	-10.632	-11.467	-11.400	-10.987
Resultat af primær drift (EBIT)	86.959	64.342	40.904	21.595	88.328	98.847
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder	0	-3.458	1.493	1.298	302	-365
Finansielle indtægter	4.981	11.180	18.285	861	865	504
Finansielle omkostninger	-10.829	-13.944	-25.553	-7.444	-3.964	-4.436
Resultat før skat	81.111	58.120	35.129	16.310	85.531	94.550
Skat af årets resultat	-20.413	-15.247	-9.443	-4.637	-28.809	-31.079
Regulering af skat vedrørende tidligere år	-45	156	-65	8.435	-219	2.064
Årets resultat	60.653	43.029	25.621	20.108	56.503	65.535

Bilag 5 – Omformulerede resultatopgørelser til budgetteringsformål

	tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Nettoomsætning		1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
Produktionsomkostninger		-1.241.064	-1.247.451	-1.299.143	-1.159.156	-1.115.029
Bruttoresultat		316.710	277.276	245.463	211.742	267.903
Distributionsomkostninger		-183.359	-175.022	-173.455	-155.389	-150.902
Administrationsomkostninger		-51.572	-46.037	-42.841	-38.059	-35.393
Driftsoverskud fra salg (før skat)		81.779	56.217	29.167	18.294	81.608
Skat heraf		23.215	17.813	14.259	-1.327	31.483
Driftsoverskud fra salg (efter skat)		58.564	38.404	14.908	19.621	50.125
Andet driftsoverskud		5.180	8.125	11.737	3.301	6.720
Skat heraf		1.295	2.031	2.934	825	1.680
Driftsoverskud efter andre poster		65.039	48.560	29.579	23.747	58.525
Særlige poster		4.347	-1.376	-22.012	1.370	-185
Totalindkomst fra driften		69.386	47.184	7.567	25.117	58.340
Netto finansielle poster		-5.848	-2.764	-7.268	-6.583	-3.099
Skat heraf		1.462	691	1.817	1.646	775
Totalindkomst for koncernen		65.000	45.111	2.116	20.180	56.016
Minoritetsinteresser		-18	-1	52	45	8
Totalindkomst for moderselskabet		64.982	45.110	2.168	20.225	56.024

Bilag 6 – Harboes fordeling på bryggeri- og fødevarevirksomhed

	2010/11			2009/10			2008/09			2007/08			2006/07		
	Bryggeri- tdKK virksomhed	Fødevare- virksomhed	Elimine ringer	Bryggeri- virksomhed	Fødevare- virksomhed	Elimine ringer	Bryggeri- virksomhed	Fødevare- virksomhed	Elimine ringer	Bryggeri- virksomhed	Fødevare- virksomhed	Elimine ringer	Bryggeri- virksomhed	Fødevare- virksomhed	Elimine ringer
Resultatopgørelse															
Bruttoomsætning	1.584.148	237.121		1.562.953	241.094		1.581.273	225.167		1.373.803	233.570		1.455.792	193.697	
Øl- og vandafgifter	-263.495			-279.320			-261.834			-236.475			-266.557		
Nettoomsætning	1.320.653	237.121	0	1.283.633	241.094	0	1.319.439	225.167	0	1.137.328	233.570	0	1.189.235	193.697	0
Resultat af primær drift (EBIT)	82.009	4.950	0	58.250	6.092	0	36.117	4.787	0	20.591	1.004	0	88.450	-122	0
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder	0	0		0	-3.458		0	1.493		0	1.298		0	302	
Finansielle indtægter	4.981	474	-474	11.159	34	-13	18.283	169	-129	857	843	-839	837	467	439
Finansielle omkostninger	-10.113	-1.190	474	-12.648	-1.309	13	-24.019	-1.701	129	-5.576	-2.707	839	-2.495	-1.908	-439
Resultat før skat	76.877	4.234	0	56.761	1.359	0	30.381	4.748	0	15.872	438	0	86.792	-1.261	0
Skat af årets resultat	-19.379	-1.079		-13.881	-1.210		-8.662	-846		4.842	-1.044		-29.490	462	
Årets resultat	57.498	3.155	0	42.880	149	0	21.719	3.902	0	20.714	-606	0	57.302	-799	0
Anden totalindkomst	4.347			2.082			-23.505	0		117			-487	0	
Totalindkomst for koncernen (inkl. minoritetsint.)	61.845	3.155	0	44.962	149	0	-1.786	3.902	0	20.831	-606	0	56.815	-799	0
Balance															
Segmentaktiver, langfristede	1.107.434	85.429	-8.510	1.074.843	93.979	-7.537	1.022.271	90.991	-8.158	711.335	105.530	-10.622	737.703	112.720	-10.266
Associerede virksomheder								4.983	-374		3.490			791	
Segmentaktiver, kortfristede	459.917	71.738	-30.541	440.182	56.038	-11.905	451.128	58.471	-12.899	351.312	38.394	-178	341.495	59.225	-26.720
Aktiver	1.567.351	157.167	-39.051	1.515.025	150.017	-19.442	1.473.399	154.445	-21.431	1.062.647	147.414	-10.800	1.079.198	172.736	-36.986
Segmentforpligtelser, langfristede	354.605	0	-8.510	388.382	4.718	-7.537	419.157	10.834	-8.158	102.891	16.393	-10.622	112.477	21.819	-10.266
Segmentforpligtelser, kortfristede	578.898	37.577	-30.541	512.828	28.864	-11.905	505.691	27.325	-12.899	375.193	18.637	-178	393.892	37.927	-26.720
Forpligtelser	933.503	37.577	-39.051	901.210	33.582	-19.442	924.848	38.159	-21.057	478.084	35.030	-10.800	506.369	59.746	-36.986

Bilag 7 - Aktivernes omsætningshastighed eksklusiv fødevarevirksomhed

tDKK	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2007/06	2005/06
Fødevarevirksomhed samt elimineringer	6,85%	9,48%	10,10%	16,22%	15,47%	18,51%
Netto arbejdskapital	27.378	30.696	8.175	13.154	-29.730	-39.341
Langfristet kerne NDA	847.237	829.862	694.955	638.243	662.607	588.971
Netto finansielle forpligtelser	124.332	130.458	105.750	67.462	53.187	-2.365
Egenkapital	750.283	730.101	597.380	583.936	579.690	551.994
Beregning ekskl. fødevarevirksomhed						
Netto arbejdskapital	0,022	0,015	0,008	-0,007	-0,029	
Langfristet kerne NDA	0,538	0,500	0,432	0,474	0,453	
Beregning inkl. fødevarevirksomhed						
Netto arbejdskapital	0,020	0,013	0,005	-0,010	-0,033	
Langfristet kerne NDA	0,545	0,529	0,497	0,564	0,545	

Bilag 8 – Noter til budgetteringen

Note 1 - Skat	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
Skatteomkostning	19.379	24.217	29.931	35.715	42.069	48.767
Skattefordel finansielle poster	1.283	1.540	1.848	2.032	2.235	2.459
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	1.334	1.583	1.598	1.614	1.632	1.650
Total skat	21.996	27.339	33.377	39.361	45.936	52.876
Note 2 - Andet driftsoverskud	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16
Offentlige tilskud	12.657	12.657	12.657	12.657	12.657	12.657
Lejeindtægter	5.624	6.906	7.100	7.298	7.503	7.713
Andre driftsudgifter	-13.101	-13.232	-13.364	-13.498	-13.633	-13.769
Andet driftsoverskud	5.180	6.331	6.392	6.457	6.527	6.601

Bilag 9 – Budgettering inklusiv terminalperioden (2016/17)

	DKK	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
Resultatopgølse								
Nettoomsætning		1.320.653	1.347.066	1.387.478	1.429.102	1.486.266	1.545.717	1.607.546
Produktionsomkostninger		-1.042.494	-1.042.494	-1.052.919	-1.063.448	-1.084.717	-1.106.411	-1.128.539
Bruttoresultat		278.159	304.572	334.559	365.654	401.550	439.306	479.006
Distributionsomkostninger		-154.022	-158.642	-164.988	-171.587	-180.167	-189.175	-198.634
Administrationsomkostninger		-47.466	-48.890	-50.846	-52.879	-55.523	-58.300	-61.215
Driftsoverskud fra salg (før skat)		76.672	97.040	118.726	141.188	165.859	191.831	219.158
Skat heraf (note 1)		21.996	27.339	33.377	39.361	45.936	52.876	60.199
Driftsoverskud fra salg (efter skat)		54.675	69.701	85.349	101.826	119.924	138.955	158.959
Andet driftsoverskud (note 2)		5.337	6.331	6.392	6.457	6.527	6.601	6.679
Skat heraf (note 1)		1.334	1.583	1.598	1.614	1.632	1.650	1.670
Driftsoverskud efter andre poster		61.347	77.615	93.340	109.898	128.082	147.206	167.307
Særlige poster		4.347	4.390	4.434	4.479	4.524	4.569	4.614
Totalindkomst fra driften		65.694	82.005	97.774	114.377	132.606	151.775	171.922
Netto finansielle poster		-5.132	-6.158	-7.390	-8.129	-8.942	-9.836	-10.820
Skat heraf (note 1)		1.283	1.540	1.848	2.032	2.235	2.459	2.705
Totalindkomst for koncernen		61.845	77.387	92.232	108.280	125.899	144.398	163.807
Minoritetsinteresser		-18	412	492	577	671	770	873
Totalindkomst for moderselskabet		61.827	77.799	92.723	108.857	126.570	145.167	164.680
Balance								
Langfristet kerne driftsaktiver i alt		847.237	872.654	898.834	925.799	962.831	1.001.344	1.041.398
Netto arbejdskapital i alt		27.378	27.652	27.928	28.207	28.489	28.774	29.062
Netto driftaktiver		874.615	900.306	926.762	954.006	991.320	1.030.118	1.070.460
Netto finansielle forpligtelser		124.332						
Egenkapital		750.283						

