

HD Finansiering

Copenhagen Business School

Hovedopgave efterår 2011



Strategisk analyse og værdiansættelse af Harboes Bryggeri A/S

Afleveringsdato: 1. november 2011

Vejleder: Claus Bajlum

Udarbejdet af: Jannik Olsen

Dato og underskrift

Indhold

1.0 Indledning	5
2.0 Problemformulering.....	6
2.1 Afgrænsning	6
2.2 Model og metode.....	7
2.2.1 Virksomhedsbeskrivelse.....	7
2.2.2 Regnskabsanalyse	7
2.2.3 Stratetisk analyse	8
2.2.4 Budgettering	8
2.2.5 Værdiansættelse	8
3.0 Stratetisk analyse.....	9
3.1 PEST-analyse.....	9
3.1.1 Politiske faktorer:	9
3.1.2 Økonomiske faktorer:	11
3.1.3 Sociokulturelle faktorer	12
3.1.4 Teknologiske faktorer	12
3.2 Porters Five Forces	13
3.2.1 Konkurrencemæssige forhold.....	14
3.2.2 Leverandører	15
3.2.3 Kunder	15
3.2.4 Nye udbydere	15
3.2.5 Substituerende produkter	16
3.3 SWOT analyse – Delkonklusion	17
3.3.1 Styrker	18
3.3.2 Svagheder	18
3.3.3. Muligheder.....	18
3.3.4 Trusler	18
4.0 Regnskabsanalyse.....	19
4.1 Reformulering	19
4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse	19
4.1.2 Reformulering af balancen	20
4.1.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen.....	21
4.2 Regnskabspraksis	21

4.3 Nøgletalsanalyse	22
4.3.1 Overskudsgrad – OG	22
4.3.2 Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed – AOH	23
4.3.3 Return On Invested Capital – ROIC	23
4.3.4 Finansiell Gearing – FGEAR	24
4.3.5 Spread	25
4.3.6 Egenkapitalforrentning – ROE	26
4.3.7 Delkonklusion	26
5.0 Budgettering	27
5.1 Nettoomsætning	28
5.2 Overskudsgrad – OG	28
5.3 Nettodriftsaktiverne – AOH	29
5.4 Skattesats	29
6.0 Værdiansættelse	30
6.1 DCF-modellen	30
6.1.1 WACC	31
6.1.2 Skatteprocent	31
6.1.3 Selskabsspecifik risikotillæg	32
6.1.4 Risikofri rente	32
6.1.5 Afkastkrav til fremmedkapitalen	32
6.1.6 Risikopræmie på aktier	33
6.1.7 Forventet afkast til aktiemarkedet	33
6.1.8 BETA	33
6.1.9 Afkastkrav til egenkapitalen – EK	35
6.1.10 Kapitalstruktur	35
6.1.11 WACC	36
6.2 Værdiansættelse - DCF	37
6.2.1 Kontrol af DCF-modellen	38
7.0 Følsomhedsanalyse	39
7.1 BETA	39
7.2 Risikopræmie på aktier	40
7.3 Den risikofrie rente	40
7.4 Selskabsspecifikt risikotillæg	40

7.5 Kapitalstruktur.....	40
7.6 Delkonklusion	40
8.0 Konklusion	41
9.0 Litteraturliste	43

Bilag

1.0 Indledning

På det sydlige Sjælland ligger to af de lidt større danske bryggerivirksomheder. Harboes Bryggeri A/S og Royal Unibrew. Begge deres brands og varianter af øl og læskedrik er kendt af de fleste danskere.

Jeg synes det kunne være interessant at gå lidt i dybden med et af disse bryggerier og analysere deres regnskaber m.m.

Valget faldt på Harboes Bryggeri A/S

Harboes Bryggeri A/S har eksisteret siden 1883 og er et velanset brand på det danske marked. Harboe er Danmarks 3. største bryggeri. De producerer og sælger flere forskellige varianter af øl og læskedrikke. Derudover involverer virksomheden sig meget i det lokale idrætsliv f.eks. som sponsor i Korsør Golfklub, Slagelse håndboldklub, Slagelse Tennisklub, Skælskør amatør-sejlkлуб m.fl. Det gør at folk i Syd- og Vestsjælland kender dette lokale bryggeri.

I en årrække var der en del skrivelser i pressen omkring deres kalkun-eventyr – Harboe Farm – hvor flere mente at de burde holde sig til at producere drikkevarer.

Det og meget mere bliver analyseret i denne opgave.

2.0 Problemformulering

Jeg vil med denne opgave beskrive Harboes virksomhed og deres måde at drive forretning på. Formålet med dette er at finde den teoretiske aktiekurs på virksomheden.

Med udgangspunkt i en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, der tilsammen danner grundlag for en fremtidig budgettering, ønskes det at værdiansætte Harboe og svare på følgende hovedspørgsmål:

"Hvad er den teoretiske værdi af Harboe aktien pr. 30.04.2011?"

Følgende underspørgsmål besvares gennem analysen:

- Hvorledes kan Harboes aktuelle, strategiske position i markedet og bryggeribranchen beskrives?
- Hvordan kan Harboes regnskabsmæssige performance beskrives?
- Hvordan påvirker de to ovenstående punkter en budgettering?
- Hvad er den aktuelle værdi af Harboe, såfremt den bestemmes ved DCF- og RIDO-modellen?

2.1 Afgrænsning

Da Harboe koncernens hovedaktivitet er bryggerivirksomheden – denne del udgør 87,5% af bruttoomsætningen, de sidste 12,5% kommer fra andre og mindre aktiviteter (Harboe Farm og produktion af maltekstrakt m.m.) afgrænses opgaven til udelukkende at fokusere på bryggeridelen. I regnskabsanalysen er der ikke reguleret for denne del. Det hele ses under ét.

Produktionen af øl og læskedrik betragtes ligeledes som en del. Hvorfor der ikke foretages en produktspecifik analyse. Produkterne vil kun i begrænset omfang blive behandlet hver for sig.

Til brug for regnskabsanalysen, benyttes de seneste 5 års regnskaber.

Opgaven baseres udelukkende på offentligt tilgængeligt materiale.

2.2 Model og metode

Opgaven er opbygget på følgende måde:



2.2.1 Virksomhedsbeskrivelse

Dette afsnit fortæller hvad det overordnet er for en virksomhed vi har med at gøre.

Hvordan har den historiske udvikling været, og hvordan ser fremtiden ud?

Hvilke markeder agerer virksomheden på, samt hvordan er den umiddelbare konkurrence.

Derudover ses der også på ejer/aktionærforhold samt direktion og bestyrelse.

Dette er med til at fastlægge fakta, til brug for analysedelen.

2.2.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de seneste fem årsregnskaber. Dette vurderes at være en relevant periode. Der kommenteres på den anvendte regnskabspraksis.

For at adskille virksomhedens driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter laves der en reformulering af regnskaberne. Dette gøres primært for at man i forbindelse med værdiansættelsen kan fokusere på den del af virksomhedens overskud der kommer fra driften – altså den primære aktivitet.

Der sker en reformulering af resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalopgørelsen.

En anden del af regnskabsanalysen, er nøgletalsanalysen. Jeg tager udgangspunkt i DuPont-pyramiden. Analysen af disse nøgletal, har til hensigt at beskrive Harboes historiske regnskabsperformance, ligesom der ønskes at komme med forklaringer til denne performance.

2.2.3 Strategisk analyse

Der vil indgå følgende modeller i den strategiske analyse:

- PEST-modellen
- Porters five forces

Analysen samles til slut ved hjælp af en SWOT-analyse.

2.2.4 Budgettering

Budgetteringen laves ud fra regnskabsanalysen samt den strategiske analyse. Derudover ses der naturligvis også på virksomhedens egne forventninger til fremtiden.

2.2.5 Værdiansættelse

Til selve værdiansættelsen anvendes DCF-modellen (Den frie cash flow-model) og der foretages en sammenligning til RIDO-modellen

DCF-modellen beregner værdien af en virksomhed, som værdien af den tilbage-diskonterede værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme.

RIDO-modellen tager udgangspunkt i den bogførte værdi af NDA (nettodriftsaktiver) og tilbagediskonterer residualindkomsten ved hjælp af det vægtede afkastkrav for ejere og långivere (WACC'en)

3.0 Stratetisk analyse

Den stratetiske analyse beskriver de forhold i og omkring virksomheden, som man ikke direkte kan aflæse i regnskabet. Det er med andre ord, de ikke finansielle værdidrivere.

Første del af analysen er en PEST analyse – en analyse der beskriver verdenen omkring Harboe.

Til at beskrive virksomheden og dens konkurrencesituation benyttes Porters Five Forces.

Som konklusion på dette afsnit, samles det hele op i en SWOT analyse.

3.1 PEST-analyse

Pest står for:

- Political (politiske faktorer)
- Economic (Økonomiske faktorer)
- Sociocultural (Sociokulturelle faktorer)
- Technological (Teknologiske faktorer)

Pestmodellen analyserer virksomhedens omverden. Ting som virksomheden ikke har indflydelse på, men som den i mere eller mindre grad er afhængig af.

3.1.1 Politiske faktorer:

- Afgifter
- Pant
- Miljø

De politiske faktorer er en af de ting der har meget stor indflydelse på hvordan Harboe kan drive sin forretning. Vedtagelse af ny, eller ændring af eksisterende lovgivning, gør at Harboe må sadle mere eller mindre om.

Forhøjelse af afgifter, gør at udsalgsprisen på varen bliver højere eller at fortjenesten bliver mindre. Alt efter hvad der sker med prisen, så kan efterspørgslen skubbe sig.

Mulige afgifter der kan ændre sig:

- Moms – da Harboe agerer i flere forskellige markeder, er der flere forskellige moms-satser at holde øje med.
- Sukkerafgift
- Alkoholafgift

I denne sammenhæng har Harboe dog igennem en længere årrække været på forkant og udviklet en bred palette af juice, cider, energidrikke m.m. Det antages at Harboe med en bred produktpalette står godt i forhold til kommende ændringer i sukker- og alkohol afgifterne.

En anden ting er lovgivning omkring returpant på flasker og dåser. Der har gennem længere tid været snak om, at indføre tysk pant på dåser købt i Tyskland, ligesom der har været snak om et fælles nordisk eller fælles europæisk pantsystem¹. Hvad det hele ender med må tiden vise. Holdningerne til panten på dåser der i dag ikke er pålagt pant, er at det helt sikkert vil gavne miljøet, men at det også vil være en kæmpe udfordring at få ensartet pantsystemerne i de enkelte lande.

Da "grænsehandel" er en væsentlig del af Harboes salg, vil det umiddelbart påvirke denne del. Men spørgsmålet er hvor meget?

En tredje faktor er miljølovgivning. Der er for tiden stor fokus på Co2 udslip og energi rigtig produktion. Harboe har et meget effektivt og moderne produktionsanlæg og lever derfor pt. op til alle miljøkrav. Ifølge årsrapporten for 2010/11, er alle enheder i produktionen certificeret i henhold til internationale kvalitets og miljøstandarder. Optimering og udbygning af eksisterende produktionsanlæg, samt opførsel af nye, sker med miljø og klima for øje. Ligesom der udarbejdes et grønt regnskab² for enheden i Skælskør. hvori der rapporteres om råvare, vand- og energiforbrug samt emissioner, udledning af spildevand og bortskaffelse af affald.

Der tages altså mange hensyn til miljøet. Så må tiden vise om Harboe også i fremtiden lever op til alle lovkrav og forventninger. Men de er rigtig godt på vej.

¹ <http://www.business.dk/foedevarer/danske-bryggerier-vil-have-faelles-daasepant-i-eu>
<http://www.business.dk/foedevarer/nyt-udspil-skal-sikre-pant-paa-tyske-daaseoel>
<http://www.business.dk/foedevarer/norden-er-paa-vej-mod-faelles-flaskepant>

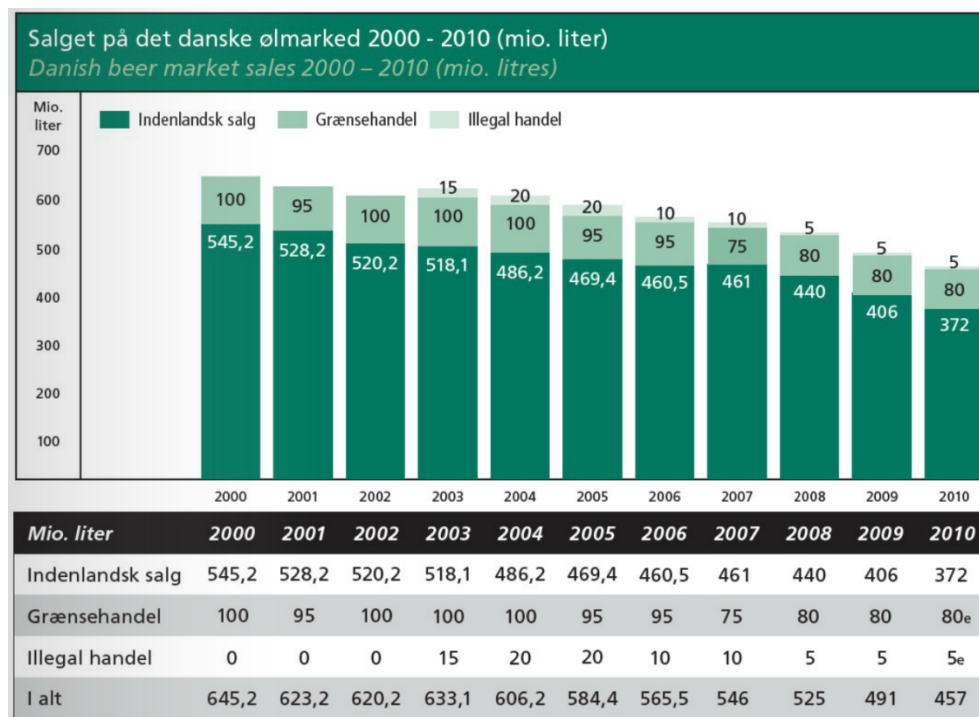
² Årsrapport 2010/11 side 25

3.1.2 Økonomiske faktorer:

- Finanskrisen
- Valutakursrisici

Harboe agerer på en lang række lande verden over. Da de fleste lande rundt om i verden er ramt af den globale finanskrisen, kan det ikke undgås at Harboe ligeledes bliver ramt på omsætningen.

Salget af øl i Danmark er faldet over de seneste år (se figur 1). Der kan være flere forklaringer til dette, men finanskrisen og befolkningens forbrugsmønster kan nok tillægges en stor vægt. Derudover går, når indkomsten og købekraften falder, folk efter substituerende produkter. I forhold til øl, er der her tale om anden form for vin eller spiritus. På læskedrikfronten, går folk i stedet efter andre produkter, som saft eller vand m.fl. Eller også går folk i en helt anden retning og køber de lidt mere luksusprægede varer som den lidt dyrere vin eller speciel øl fra det lokale micro-bryggeri. Alt dette er med til at påvirke Harboe i en negativ retning.



Figur 1 kilde Bryggeriforeningen - Tal fra Bryggeriforeningen 2011

Harboe har aktiviteter i flere forskellige lande, og udsætter sig derfor for en valutakursrisiko. Men da det meste handles i Euro, som kronen jo er rimelig bundet til, så vurderes denne risiko at være forholdsvis lille.

3.1.3 Sociokulturelle faktorer

- Livsstilsændringer
- Alternative produkter

Livsstilsændringer har gennem flere år været en stor del af danskernes dagsorden. Det være sig både med fokus på sundhed og fokus på forkælelse. Med hensyn til sundhed, så har light og "zero" produkter vundet markedsandele. Denne udvikling har Harboe også fulgt med i. Stort set alle deres læskedrikke³ fås i en light udgave og Harboe Cola fås tilmed i en "minus" udgave. Så det er også muligt at have en rimelig sund livsstil hvis man vælger Harboes produkter.

Med hensyn til forkælelse, er det i høj grad "luksusvarer" til en fornuftig pris folk går efter. Her har Harboe også formået at være med, dog kun på et enkelt produkt – "Harboe Pure"⁴ – Juice af ren frugt og uden tilsætningsstoffer, konserveringsmidler og sukker. Dette produkt giver forbrugeren god samvittighed og godt velvære, da det er sundt og produceret miljørigtigt. Samtidig sælges juicen til en rimelig pris i forhold til andre produkter af samme kvalitet.

3.1.4 Teknologiske faktorer

- Produktionsanlæg

Harboe har de seneste år investeret en del i at opdatere og udvikle deres produktionsanlæg. Det har gjort, at de i dag står rigtig stærkt i forhold til konkurrenterne specielt når det gælder tapning og behandling af emballage.

Faktisk står de så stærkt at de i tider med overkapacitet, udlejer dele af deres anlæg til de langt mindre micro-bryggerier. På den måde står anlægget ikke stille og det opretholder en vis indtjening alligevel.

³ Se Harboes produkter her <http://harboe.com/da/Products/Denmark>

⁴ www.harboepure.dk

Derudover har Harboe gennem mange år udnyttet deres viden på malt området til at udnytte malten, til både brygning af øl, og til produktion af forskellige former for maltekstrakt.

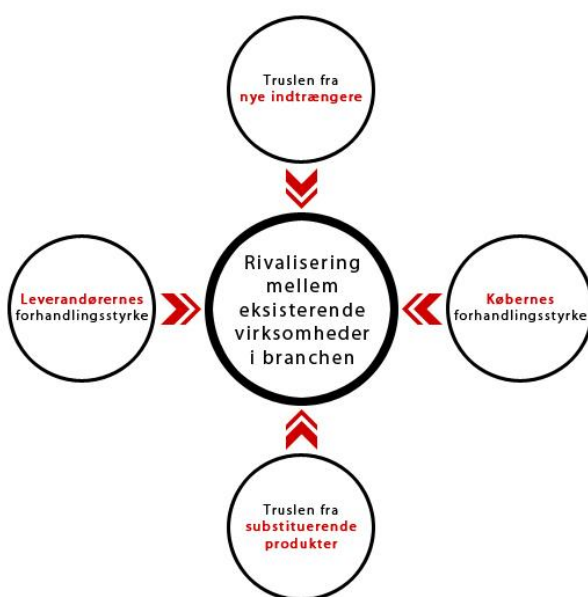
Harboe udnytter altså deres produktionsanlæg til fulde. Samtidig er de dog også klar til at kunne klare produktionsvækst i fremtiden.

3.2 Porters Five Forces

Til at beskrive det marked som Harboe agerer på, og til at vurdere truslen fra konkurrenterne anvendes modellen Porters Five Forces.

Michael Porter har udviklet Five Forces modellen til at belyse 5 elementer, som har indflydelse på strukturen og styrkeforholdet i en given branche. Modellen tager udgangspunkt i, at der er fem grundlæggende kræfter som har indflydelse på virksomheden.

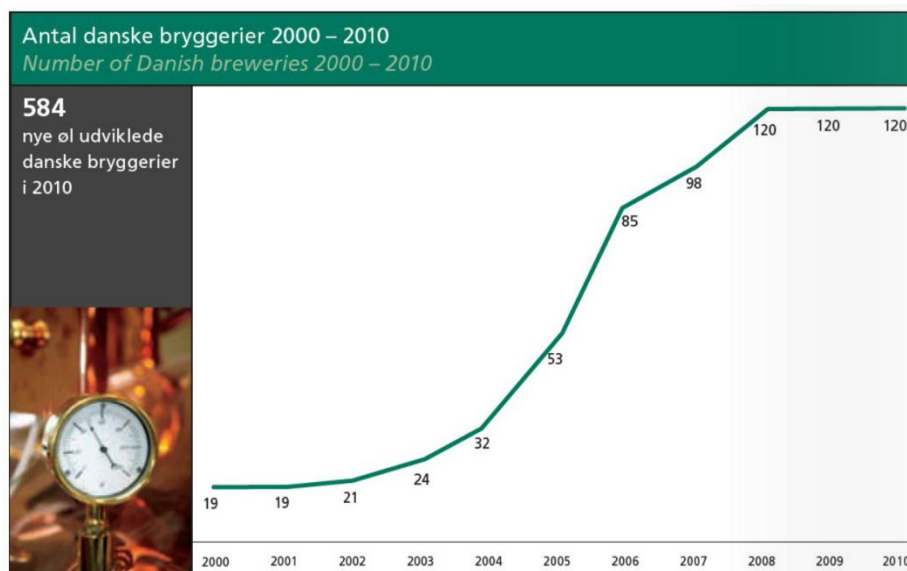
Modellen ser på følgende fem kræfter:



Figur 2 Porters five forces - kilde www.betabox.dk

3.2.1 Konkurrencemæssige forhold

Der er mange bryggerier på det danske marked. Ifølge seneste opgørelse fra Bryggeriforeningen, er der 120 danske bryggerier (se fig. 3)



Figur 3 kilde Bryggeriforeningen - Tal fra Bryggeriforeningen 2011

De 5 største bryggerier fordelt på markedsandele er:

Bryggeri	Markedsandel (øl)
Carlsberg	62 %
Royal Unibrew	20 %
Harboes Bryggeri	10 %
Bryggeriet Vestfyen	2 %
Thisted Bryghus	2 %

Figur 4 kilde www.wikipedia.dk

Af figur 4 ses at top tre udgør ca. 92% af det danske marked. De resterende 8% er fordelt på 117 bryggerier. Som det ses af figur 3 har antallet af bryggerier været stabilt de seneste 3 år. Harboe producerer primært til salg i detailbutikker, mens Carlsberg og Royal Unibrew også producerer til restaurationsbranchen. Konkurrenceformen på det danske ølmarked må betegnes som oligopol, med få store og mange små udbydere.

For at kunne konkurrere på markedet for øl og læskedrikke, skal man hele tiden videreudvikle sine produkter, samtidig også udvikle nye produkter. Her er Harboe også med fremme. Senest er de kommet med juice-market Pure, samt energi drikken X.RAY. Harboe har historisk ikke været de første på markedet med nye produkter – men de følger stille og roligt efter de store aktører og kommer med deres egne udgaver af nye produkter

3.2.2 Leverandører

Harboe oplyser ikke i deres regnskaber hvem de bruger af leverandører. Men til produktionen skal der bruges nogle fundamentale ting såsom malt, humle, sukker, emballage m.m. Det er de samme produkter/råvarer som andre bryggerier også benytter, og deraf samme priser som de nærmeste konkurrenter.

I årsrapporten 2010/11 står der følgende: "Det er afgørende, at kvaliteten af de råvarer, Harboe anvender til sine produkter, lever op til de højeste standarder for fødevarer sikkerhed. Samtidig er Harboe afhængig af, at råvarerne bliver leveret til tiden og i de mængder, der er aftalt. Hovedparten af Harboes underleverandører er EU-baserede. Leverandørsamarbejdet er ofte baseret på mangeårige relationer med afsæt i aftaler, som justeres og genforhandles for 1-2 år ad gangen. Harboe evaluerer løbende de enkelte leverandørers kvalitet og leverancesikkerhed, og på alle primære råvarer har Harboe to leverandører for at sikre højst mulig leverancesikkerhed."⁵ Dette vidner om, at Harboe er meget bevidst om krav og forventninger til leverandører.

3.2.3 Kunder

Harboes kunder er detailbutikkerne. Dansk Supermarked er en stor aftager. De forhandler både øl og læskedrik. Det er primært discountkæderne. Derudover er butikkerne syd for den danske grænse også en stor aftager. Harboe sælger ikke til restaurationsbranchen.

3.2.4 Nye udbydere

Antallet af udbydere har indtil for 2-3 år siden været kraftigt stigende. Det var en masse lokale micro-bryggerier der igennem en årrække på 5-6 år poppede op mange steder i Danmark. For at producere få typer øl i ganske få antal, krævede det ikke så meget og man kunne klare sig med brugt udstyr. Deres kapacitet var af samme årsag ikke enorm.

⁵ Årsrapport 2010/11 side 36

Det er nu nogle år siden at antallet af bryggerier i Danmark stagnerede.

Om der i fremtiden kommer nye udbydere er svært at sige. Men måske på markedet for læskedrikke (sodavand, juice og energidrik) kan der komme nye konkurrenter.

3.2.5 Substituerende produkter

Definitionen på substituerende produkter er andre produkter der kan opfylde det samme behov hos kunden/slutbrugeren. Set i forhold til ølproduktionen antages det, at der må være tale om vin og spiritus. I forhold til læskedrik, er alternativerne få eller ingen.

På øl-siden sker der ikke den store udvikling af helt nye produkter. Her er det relativt små ændringer i en eksisterende opskrift, der gør at en ny øl ser dagens lys. For at øl er øl skal det "overholde" nogle regler indenfor smag, alkoholprocent, farve m.m. Til gengæld er der produceret meget forskelligt øl med disse små nuanceforskelle. Så udvalget i supermarkedet i dag er næsten uoverskueligt.

3.3 SWOT analyse – Delkonklusion

Som delkonklusion på dette afsnit, anvendes SWOT analysen. Denne analyse ser på virksomhedens interne og eksterne forhold.

SWOT står for:

- Strengths	Styrker	(Internt)
- Weaknesses	Svagheder	
- Opportunities	Muligheder	(Eksternt)
- Threats	Trusler	

Følgende punkter vil blive gennemgået:

Styrker	Svagheder
- Stærkt og gammelt brand - Bredt sortiment - Effektivt produktionsanlæg - Faste leverandører	- Lav indtjening på det enkelte produkt - Discount varer (øl og sodavand)
Muligheder	Trusler
- Ændret efterspørgsel (livsstil) - Stort potentiale på eksport markederne	- Efterspørgsel efter substituerende produkter - Stigende afgifter - Fælles europæisk pantsystem - Finanskrisen

3.3.1 Styrker

- Stærk og gammelt brand – Harboe har gennem flere årtier været et kendt brand i Danmark. Harboe formår at holde fast i dette brand.
- Bredt sortiment – Harboe har et bredt sortiment med øl, sodavand, juice og energidrik i mange varianter – kan tilfredsstille en bred målgruppe.
- Faste leverandører – Harboe benytter sig af faste leverandører, som de stoler på, og som leverer varer til den rigtige pris til den aftalte tid.

3.3.2 Svagheder

- Lav indtjening på det enkelte produkt – Harboe har en relativ lille indtjening pr. enhed. Kunne de skrue en lille smule på prisen, ville de stå endnu stærkere.
- Discount varer (øl og sodavand) – Harboe leverer primært lavpris øl og sodavand til discountkæderne. Det kan være et problem i forhold til at kunderne køber mere luksus efter devisen – lidt men godt.

3.3.3. Muligheder

- Ændret efterspørgsel – pga. livsstilsændringer, ændrer efterspørgslen sig også. Det er godt når man som Harboe tilbyder en bred palette af light produkter og lign.
- Stort potentiale på eksportmarkedet – Harboe er allerede i gang med at udforske forskellige eksportmarkeder, men der er stadig et stort potentiale.

3.3.4 Trusler

- Efterspørgsel efter substituerende produkter – kunderne efterspørger andre drikkevarer end almindelig øl og sodavand. Det er et problem, hvis ikke Harboe formår at følge med denne efterspørgsel.
- Stigende afgifter – Det kan være en stor udfordring for Harboe, hvis der sker store eller mange ændringer i afgiftssystemet. Primært for omsætningen, idet kunderne måske ikke længere køber produkterne.
- Fælles europæisk pantsystem – Det er formentlig en god ting for miljøet, men for Harboe vil det betyde yderligere udgifter til administration
- Finanskrisen – Harboe har gennem nogle år været mere eller mindre ramt af finanskrisen. Hvordan det kan påvirke resultaterne i fremtiden vides ikke. Men folks forbrugsmønstre pga. ændret købekraft vil ramme Harboe, hvis det fortsætter.

4.0 Regnskabsanalyse

Formålet med dette afsnit er at skabe et overblik over hvordan Harboe har performet i de seneste 5 regnskabs år: 2006/07, 2007/08, 2008/09, 2009/10 og 2010/11.

Dette skal sammen med de andre delafsnit danne grundlag for den senere budgettering og værdiansættelse.

4.1 Reformulering

Reformuleringen har til formål at gøre resultatopgørelse, balance og egenkapitalopgørelse klar til analyse. Dette er hensigtsmæssigt, da virksomhedens drifts- og finansieringsaktiviteter hermed separeres fra hinanden. Opdelingen har til formål at belyse kilderne til værdiskabelse i virksomheden. Se bilag 1 – 6

4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse

Reformulering af resultatopgørelsen opdeler posterne i driftsposter og finansieringsposter. Den reformulerede resultatopgørelse viser totalindkomsten i stedet for Årets resultat i den oprindelige resultatopgørelse.

$$\text{Totalindkomst} = \text{netto overskud} \mp \text{anden totalindkomst}$$

Derudover fremgår begrebet Dirty Surplus. Dirty surplus defineres som:

Dirty Surplus er indtægter og omkostninger, samt gevinster og tab, der ikke er posteret i resultatopgørelsen. Dvs. posterne er bogført balancen/egenkapitalopgørelsen. Hvis der i egenkapitalopgørelsen ikke er bogført andre overskudskomponenter end nettooverskuddet, så er der tale om en clean surplus opgørelse.

4.1.2 Reformulering af balancen

Den reformulerede balance deler den eksisterende balance op i følgende punkter:

Aktiver	Passiver
Driftsaktiver	Hensatte forpligtelser
Finansielle aktiver	Driftsforpligtelser
	Finansielle forpligtelser
	Egenkapital
	Minoritetsaktionærenes andel af EK
Aktiver i alt	Passiver i alt

Figur 5 egen tilvirkning - kilde regnskabsanalyse og værdiansættelse en praktisk tilgang Olse Sørensen

Hele øvelsen går ud på, at finde driftsaktiver og finansielle aktiver og på passivside finde de tilsvarende finansieringskilder.

Opdelingen i ovennævnte punkter, gør det muligt, dels at finde frem til Netto Finansielle Forpligtelser (NFF), dels Netto Drifts Aktiver (NDA).

$$NFF = \text{Finansielle forpligtelser} - \text{finansielle aktiver}$$

$$NDA = NFF + \text{egenkapital} + \text{minoritets aktionærens andel af egenkapitalen}$$

En af posterne på aktivsiden er likvidbeholdningen. I den oprindelige balance dækker den over både drifts- og finansiell likviditet. Der er ikke i årsrapporterne angivet hvilken fordeling denne opdeling bør antage, så der er foretaget et skøn. Driftsaktiviteterne er estimeret til at udgøre hvad der svarer til 2% af nettoomsætningen.

	2010/11	2009/10	2008/09
Samlet likvidbeholdning	39.913	43.774	59.864
Likvidbeholdning drift (2% af nettooms.)	31.155	30.495	30.892
Likvidbeholdning finansiering	8.758	13.279	28.972

4.1.3 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen viser alle transaktioner der vedrører virksomhedens egenkapital.

Ved at reformulere denne, fremfinder man førnævnte Totalindkomst. Dette begreb kan dog aflæses direkte i årsrapportens egenkapitalopgørelse da IFRS stiller krav til dette. Men da ikke alle årene er udarbejdet efter dette princip, mangler Totalindkomsten i de første tre analyse år. Så dette er gjort for at finde Totalindkomsten i disse tre år.

4.2 Regnskabspraksis

Harboes regnskaber (Koncernregnskabet og årsregnskabet) udarbejdes efter International Financial Reporting Standards, som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber (regnskabsklasse D⁶). Regnskaberne de seneste fem år er løbende ændret, så de hele tiden alle har været aflagt i overensstemmelse med gældende standarder. Det nyeste for 2010/11 lever således op til standarden IFRS/IAS, samt de nye fortolkningsbidrag IFRIC.

I alle 5 årsregnskaber har den uafhængige revisor været det statsautoriserede revisionsselskab, Deloitte. Som konklusion⁷ på revisionen, har Deloitte i rapporten for 2010/11 skrevet følgende:

” Det er vores opfattelse, at koncernregnskabet og årsregnskabet giver et retvisende billede af koncernens og selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 30. april 2011 samt af resultatet af koncernens og moderselskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. maj 2010 - 30. april 2011 i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards, som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.”

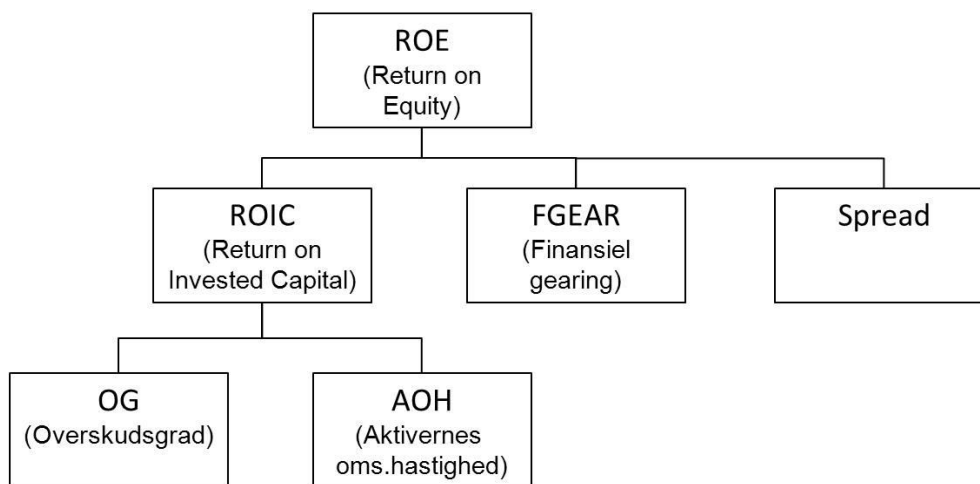
Det samme gør sig gældende i de tidligere årsrapporter.

⁶ Se mere om regnskabsklasser her: <http://www.regnskabsportal.dk/V-menu/regnskabsklasser.shtml>

⁷ Årsrapport 2010/11 side 44

4.3 Nøgletalsanalyse

Analysen af nøgletal foretages ud fra den udvidede DuPont-model. Alle beregninger er lavet i Microsoft Excel og kan ses i bilag 7



Figur 6 Den udvidede DuPont-model - Kilde: egen tilvirkning efter Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang - Ole Sørensen - 3. udgave

I denne analyse kommer man rundt om de i figur 6 nævnte nøgletal – alle tal er beregnet ud fra den reformulerede resultatopgørelse og den reformulerede balance.

4.3.1 Overskudsgrad – OG

Overskudsgraden (OG) viser virksomhedens evne til at skabe overskud. Altså forholdet mellem omsætning og omkostninger.

$$OG = \frac{\text{Resultat før finansielle poster}}{\text{Omsætning}} \cdot 100$$

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
OG	5,582%	4,220%	2,648%	1,575%	6,387%

Harboes OG er steget jævnt siden 2007/08. Det skyldes, at resultat før finansielle poster er steget i de fire sidste år – og altså er steget mere end nettoomsætningen.

4.3.2 Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed – AOH

Nettodriftsaktivernes omsætningshastighed (AOH) viser hvor god en virksomhed er til at udnytte nettodriftsaktiverne til at skabe omsætning

$$AOH = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Gennemsnitlig nettodriftsaktiver}}$$

	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
NDA	1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
AOH (Gns. NDA)	1,286	1,321	1,602	1,701	1,751
1/AOH	0,778	0,757	0,624	0,588	0,571

Harboes AOH har været svagt faldende i gennem denne 5-års periode. Hvilket kan forklares ved, at nettoomsætning er nogenlunde uændret i år 4 og 5, mens NDA er steget i samme periode.

1/AOH viser hvor meget NDA der skal til for at skabe 1 krones omsætning.

4.3.3 Return On Invested Capital – ROIC

ROIC eller afkastningsgraden

Afkastningsgraden (AG) viser hvordan virksomheden forrenter den samlede kapital.

$$ROIC = \frac{\text{Resultat før finansielle poster}}{NDA} \cdot 100$$

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Resultat af primær drift	86.959	62.342	40.904	21.595	88.328
NDA	1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
ROIC	7,119%	5,353%	3,697%	2,629%	11,181%

ROIC kan også findes ved denne formel: $ROIC = OG \cdot AOH$. Altså de to foregående nøgletal. Denne gennemgang viste en pænt stigende OG, samt en svagt faldende AOH, hvilket giver godt svar på udviklingen i ROIC, som er pænt stigende i år 2-5. Harboe er i den periode blevet bedre til at skabe værdi af driften.

4.3.4 Finansiell Gearing – FGEAR

FGEAR er forholdet mellem NFF og egenkapitalen. Formlen ser således ud:

$$FGEAR = \frac{Gns. NFF}{Gns. EK}$$

	2010/11	2009/10	2008/09
Gns. NFF	469.890	456.899	283.267
Gns. Egenkapital	741.644	697.166	680.489
FGEAR	0,634	0,655	0,416

FGEAR viser hvor stor en del af virksomheden der er finansieret via fremmedkapital holdt op i mod egenkapitalandelen. Harboes FGEAR er steget fra år 1 – 2 hvor de har påtaget sig yderligere risiko ved at forøge gælden. Fra år 2 – 3 er gælden nogenlunde uforandret mens egenkapitalen er vokset – så risikoen er igen faldet.

4.3.5 Spread

Spread er det spænd der er mellem gældsrenten (r) og ROIC. Nøgletallet skal helst være positivt idet virksomheden så ikke sætter penge til på de finansielle forpligtelser.

Rente er en beregnet rente ud fra netto finansielle poster og Netto finansielle forpligtelser.

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Netto finansielle poster	-5.848	-2.764	-7.268	-6.583	-3.099
NFF	486.041	471.738	442.060	124.474	104.172
Rente (r)	1,249%	0,586%	1,644%	5,289%	2,975%

Renten har i perioden været rimelig stabil mellem 0,586% og 2,975%. Kun år to skiller sig ud ved at være på 5,289%

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
ROIC	7,119%	5,353%	3,697%	2,629%	11,181%
r	1,249%	0,586%	1,644%	-5,289%	2,975%
Spread	5,870%	4,767%	2,053%	-2,660%	8,206%

Eneste år med negativt spread er år 2 hvorefter det stiger jævnt fra år 3-5. hvilket vil sige, at Harboe tjener penge på fremmedkapitalen. Hvilket er positivt.

4.3.6 Egenkapitalforrentning – ROE

Egenkapitalforrentningen – Return On Equity viser forholdet mellem Totalindkomsten og den gennemsnitlige egenkapital.

Ovenstående FGEAR og SPREAD er begge finansielle værdidrivere, der sammen med ROIC regulerer ROE.

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Totalindkomst	65.000	45.511	2.116	20.053	56.016
Gns. egenkapital	741.644	697.166	680.489	691.055	685.405
ROE	8,764%	6,471%	0,311%	2,902%	8,173%

ROE er de seneste 3 år steget pænt fra 0,311% til 8,764%. Et afkast til ejerne på 8,764% i 2010/11.

Som det ses af figur 6 udgør nøgletallet ROE toppen af DuPont-pyramiden, hvilket også vil sige at dette tal påvirkes af alle de andre.

4.3.7 Delkonklusion

Konklusionen på nøgletalsanalysen, må være at Harboe generelt har været inde i en positiv udvikling. Stigende OG vidner om at virksomheden er i stand til at skabe omsætning om til overskud. En AOH med en lille negativ tendens rører ikke ved det rimelig positive billede. Den stigende ROIC fortæller at Harboe udnytter driften bedre og bedre til at skabe værdi. En rimelig stabil FGEAR holdt op mod de andre nøgletal, viser at Harboe har formået at skabe en positiv udvikling, med nogenlunde samme finansiering. Det positive SPREAD viser at den nuværende kapitalstruktur er rentabel for virksomheden. Sidst men ikke mindst er den positive udvikling i ROE, at der hvert år har været et mere og mere positivt afkast til ejerne.

5.0 Budgettering

Budgetteringen samler de ikke finansielle værdidrivere fra den strategiske analyse med de finansielle værdidrivere fra regnskabs- og nøgletals analyse. Disse værdidrivere udgør tilsammen virksomhedens drift. Dette skulle gerne skabe et billede af hvordan de fremtidige pengestrømme kommer til at være. Da jeg og andre analytikere ikke har fuld indsigt i virksomheden, bliver det en tilnærmet budgettering. Men alligevel retvisende nok til den senere værdiansættelse.

Der budgetteres på samme niveau som i den øvrige del af analysen – på koncernniveau.

Budgetteringen bliver lavet over en femårig periode med en efterfølgende terminalperiode. Budgetperioden på fem år er valgt, da det er en rimelig realistisk periode at budgettere. En længere periode havde været for upræcis og en kortere ville gøre terminalperioden til den styrende.

Budgetperioden laves således, at man når "steady-state" i terminalperioden. "Steady-state" er det stadie hvor virksomheden opnår konstante vækstrater.

Der bliver budgetteret på følgende poster:

- Nettoomsætning
- Overskudsgrad – OG
- Nettoaktivernes omsætningshastighed – AOH
- Skattesats

I de kommende punkter vil de enkelte budgettestimeringer blive gennemgået. Det samlede budget kan ses i bilag 8

5.1 Nettoomsætning

Finanskrisen og de lidt negative udsigter til den nærmeste fremtid gør budgettering på nettoomsætningen svær. Harboe har en sund drift, og et bredt varesortiment. Desværre har salg af øl været faldende de seneste år. Desværre har Harboe, som så mange andre virksomheder, været ramt af finanskrisen. Derudover har Harboe og bryggerisektoren generelt været ramt af dårligt salg i sommeren 2011 – primært på grund af meget regn og køligt vejr.

Drager man Harboes Q1 regnskab med ind i overvejelserne, så viser denne delårsrapport følgende:

	Nettoomsætning
Delårsrapport 2011/12 Q1	387.954
Delårsrapport 2010/11 Q1	392.984
Forskel	- 5.030 (-1,28%)

Jeg forventer at denne udvikling svarer til årets resultat for 2011/12 og derefter vil væksten i nettoomsætningen igen blive positiv.

Periode	1	2	3	4	5	Terminal
År	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17+
Omsætningsvækst	-1,40%	2,00%	3,00%	4,00%	3,00%	2,00%

5.2 Overskudsgrad – OG

I afsnittet omkring nøgletallet Overskudsgraden, så de historiske tal således ud:

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
OG	5,582%	4,220%	2,648%	1,575%	6,387%

Med de forventninger, som Harboe selv ligger for dagen i årsrapporten 2010/11, samt det faktum at overskudsgraden har været stigende igennem de seneste 4 år, så vil jeg mene, at en overskudsgrad på ca. 5,00% er realistisk.

Budgetteringen kommer til at se således ud:

Periode	1	2	3	4	5	Terminal
År	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17+
Estimeret OG	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

5.3 Nettodriftsaktiverne – AOH

I afsnittet omkring Nøgletallet – AOH så de historiske tal således ud:

	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
NDA	1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
AOH (Gns. NDA)	1,286	1,321	1,602	1,701	1,751
1/AOH	0,778	0,757	0,624	0,588	0,571

Den faldende tendens AOH har, mener jeg ikke vil fortsætte. AOH bliver på et niveau der ligner niveauet for 2010/11

Budgetteringen kommer til at se således ud:

Periode	1	2	3	4	5	Terminal
År	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17+
AOH	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286
1/AOH	0,778	0,778	0,778	0,778	0,778	0,778

5.4 Skattesats

Der henvises til afsnittet om skattesats under WACC.

Der budgetteres med følgende skattesats:

Periode	1	2	3	4	5	Terminal
År	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17+
AOH	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%	26,00%

6.0 Værdiansættelse

I dette afsnit skal Budgetteringen sættes sammen med DCF modellen, for at finde den teoretiske pris på Harboe aktien. I de kommende underpunkter vil denne proces blive gennemgået.

6.1 DCF-modellen

DCF-modellen eller Det frie cash flow modellen, beregner værdien af en virksomhed ved at tilbagediskontere de forventede fremtidige frie pengestrømme.

Budgettet er lavet over en femårig periode og en terminalperiode. Terminalperioden er i princippet en uendelig periode. En underlig størrelse at beregne. Som tidligere beskrevet er det her virksomheden opnår en fast fremtidig vækst – også kaldet "Steady-state".

Til at beregne terminalværdien, benyttes denne formel:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCF_1}{WACC - g}$$

WACC beskrives senere og det frie cash flow, FCF findes ved denne formel:

$$FCF = C - I$$

Hvor C er pengestrømme fra driftsaktiviteten og I er pengestrømme fra investeringsaktiviteten.

Denne model er den indirekte model, hvor værdien af selve virksomheden estimeres først. Herfra trækkes værdien af netto finansielle forpligtelser – NFF. Resultatet er værdien af egenkapitalen.

Det at værdien af egenkapitalen beregnes ved at trække NFF fra virksomhedens værdi, gør at man ser på driftsaktiviteten og ikke finansieringsaktiviteten.

Det er som tidligere skrevet driften der skal være den bærende faktor og her virksomheden tjener sine penge.

6.1.1 WACC

Som diskonteringsfaktor bruges WACC (weighted average cost of capital) eller de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Sagt på en anden måde, er det gennemsnittet af afkastkravet på hhv. egenkapitalen og fremmedkapitalen.

For at beregne WACC'en for Harboe, er der nogle begreber og værdier der skal fastsættes.

WACC beregnes ud fra følgende værdier:

- Skatteprocent
- Selskabsspecifik risikotillæg
- Risikofri rente
- Afkastkrav til fremmedkapitalen - FK (efter skat)
- Risikopræmie på aktier
- Forventet afkast til aktiemarkedet
- BETA
- Afkastkrav til egenkapitalen – EK
- Kapitalstruktur

6.1.2 Skatteprocent

Selskabsskatten i Danmark er 25% (2011). Da Harboe har aktiviteter på både det danske marked og flere udenlandske markeder, fastsættes en effektiv skattesats hvor der er taget højde for både den danske sats og de udenlandske satser. Ifølge Harboe selv, har de haft følgende effektive skattesatser:

2010/11	2009/10	2008/09	Gennemsnit
25,20%	26,00%	26,90%	26,00%

Til videre beregning anvendes en skatteprocent på 26,00%

6.1.3 Selskabsspecifik risikotillæg

Harboe anses for at være en rimelig solid virksomhed og det vurderes som sandsynligt, at virksomheden hos en evt. kreditor kan opnå en relativ lav rente. Derfor sættes risikotillægget til 1,25%.

6.1.4 Risikofri rente

Den risikofrie rente er afkastet man som investor får af en risikofri investering. Som oftest ses der på den effektive rente på en lang statsobligation. I dette tilfælde har jeg valgt den effektive rente på en 10 årig dansk statsobligation. Den havde den 30. april 2011 en effektiv rente på 3,41%⁸

6.1.5 Afkastkrav til fremmedkapitalen

Afkastkravet til fremmedkapitalen beregnes ud fra ovenstående tre variable. Det såkaldte skatteskjold indregnes i afkastkravet. Formlen ser således ud:

$$R_{FK} = (R_f + R_s) \cdot (1 - t)$$

Hvor	R(FK):	Afkastkrav (efter skat) til fremmedkapital	
	R _f :	Risikofrie rente	3,41%
	R _s :	Selskabsspecifikke risikotillæg	1,25%
	t:	Skatteprocent	26,00%

Indsættes disse tal i formlen ser resultatet således ud:

$$R_{FK} = 0,0341 + 0,0125 \cdot 1 - 0,26 = 0,0345 = 3,45\%$$

⁸ Se bilag 13 – factsheet fra Sydbank

6.1.6 Risikopræmie på aktier

Risikopræmie på aktier, er det merafkast investor forventer at få i forhold til en risikofri investering, f.eks. en 10 årig dansk stats obligation. Risikopræmien kan fastsættes på flere forskellige måder:

- Gennemsnit af forskellige analytikeres vurdering af risikopræmien.
- Hvad har den historiske (ex-post) risikopræmie været?
- Hvad er forventningerne til fremtiden (ex-ante)?

Ifølge SKAT⁹ er der for tiden et risikotillæg på 4-5% - og de anbefaler at man til værdiansættelser anvender 4,50%

6.1.7 Forventet afkast til aktiemarkedet

Det forventede afkast til aktiemarkedet findes ved følgende formel:

$$R_M = R_f + R_{akt}$$

Hvor	R_M :	Forventet afkast til aktiemarkedet	
	R_f :	Risikofrie rente	3,41%
	R_{akt} :	Risikopræmie på aktier	4,50%

Indsættes disse tal i formlen ser resultatet således ud:

$$R_M = 0,0341 + 0,045 = 0,0791 = 7,91\%$$

6.1.8 BETA

BETA fortæller noget om risikoen på en enkelt aktie set i forhold til risikoen på hele aktiemarkedet. Hvor meget stiger/falder aktien når markedet stiger/falder.

<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813219&vld=202463>

Den samlede risiko på en aktie, består af to dele – systematisk risiko og usystematisk risiko. Den usystematiske risiko kan bortdiversificeres, mens den systematiske der skyldes virksomhedsspecifikke forhold, ikke kan.

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedet
$\beta = 1$	Samme risiko som markedet
$\beta > 1$	Investering med højere risiko end markedet

Figur 7 Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang.

BETA kan findes på forskellige måder:

- Regressionsanalyse af afkastet af aktien mod afkastet af markedet. For at opnå et retvisende resultat, bør der analyseres på ugentlige eller månedlige data over en periode på 3 år. Problemet er at der beregnes på historiske tal og analysen giver dermed billede af fortiden. Derudover kan der være problemer, hvis der er tale om en illikvid aktie. Derved bliver analysen upræcis.
- Lave en common sense analyse, hvor man vurderer risikoen i virksomheden og heraf beregner en BETA-værdi.
- Benytte tal fra Reuters, Bloomberg eller lign.

Da Harboe aktien er en relativt illikvid aktie, er data ikke anvendelige til at lave ovenstående regressionsanalyse. Så jeg har i stedet valgt at benytte tal fra Reuters og Bloomberg

Kilde ¹⁰	BETA værdi
Reuters 3000 Xtra	0,670
Bloomberg	0,506
Gennemsnit	0,588

Harboes BETA viser, at aktien ca. har den halve risiko i forhold til markedet.

¹⁰ Kilde – se bilag 14

6.1.9 Afkastkrav til egenkapitalen - EK

Afkastkravet til egenkapitalen, findes ved følgende formel:

$$R_{(EK)} = R_f + (\beta \cdot R_M - R_f)$$

Hvor	R_{EK} :	Afkastkrav til egenkapitalen	
	R_f :	Risikofrie rente	3,41%
	β :	BETA	0,588
	R_M :	Forventet afkast til aktiemarkedet	7,91%

Indsættes disse tal i formelen, ser resultatet således ud:

$$R_{EK} = 0,0341 + (0,588 \cdot 0,0791 - 0,0341) = 0,0606 = 6,06\%$$

6.1.10 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen er forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital.

Den historiske kapitalstruktur ser således ud:

	2010/11	2009/10	2008/09	Gennemsnit
Egenkapital	0,62	0,61	0,60	0,61
Fremmedkapital	0,38	0,39	0,40	0,39

Figur 8 kilde - egen beregning ud fra årsrapporter

I Ledelsesberetningen (årsrapport 2011/10) står der: "Koncernens målsætning for kapitalstruktur er fastlagt ud fra ønsket om løbende, at opretholde et højt økonomisk beredskab. Det muliggør de investeringer i den fortsatte organiske vækst og værdiskabelse, som er nødvendige for at være på forkant med markedsudviklingen og kundernes behov.

Det er endvidere koncernens målsætning, at det økonomiske beredskab i høj grad skal være selvfinansieret og med en fleksibilitet, der rummer mulighed for værdiskabende opkøb eller indgåelse i større samarbejder."

Hvilket kan tolkes som at selskabet ønsker at bibeholde den nuværende kapitalstruktur. Til brug for beregning af WACC, fastsættes egenkapitalandelen til 60% (fremmedkapitalandelen til 40%).

6.1.11 WACC

WACC er et udtryk for det afkast Harboe mindst skal opnå af den investerede kapital for at leve op til det minimumsafkast, som både ejerne og lånegiverne stiller til deres investering.

WACC – de vægtede gennemsnitslige kapitalomkostninger kan nu regnes ud. Formlen ser således ud:

$$WACC = R_{EK} \cdot W_{EK} + ((1 - W_{EK}) \cdot R_{FK})$$

Hvor	WACC:	Weighted Average Cost of Capital	
	REK:	Afkastkravet til egenkapitalen	6,06%
	WEK:	Egenkapitalandel	60,00%
	RFK:	Afkastkravet til fremmedkapitalen	3,45%

Indsættes disse tal i formlen, ser resultatet således ud:

$$WACC = 0,0606 \cdot 0,60 + 1 - 0,60 \cdot 0,0345 = 0,0501 = 5,01\%$$

Til at tilbagediskontere de forventede fremtidige frie pengestrømme bruges 5,01%¹¹

¹¹ Se bilag 9

6.2 Værdiansættelse - DCF

Nu er faktorerne til brug for værdiansættelsen beregnet og gennemgået. For at beregne værdien af Harboe, sættes disse faktorer ind i DCF-modellen¹².

Beregningen kan ses nedenfor

DCF

	Inde- Værende periode	Budget- periode						Terminal
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E+	
	0	1	2	3	4	5	T	
DO	-	56.830,71	57.967,33	59.706,35	62.094,60	63.957,44	65.236,59	
NDA	1.221.479,48	1.194.374,16	1.218.261,64	1.254.809,49	1.305.001,87	1.344.151,92	1.371.034,96	
Ændring i NDA		(27.105,32)	23.887,48	36.547,85	50.192,38	39.150,06	26.883,04	
FCFF		83.936,04	34.079,84	23.158,50	11.902,22	24.807,38	38.353,55	

DCF model

	Inde- Værende periode	Budget- periode						Terminal
	0	1	2	3	4	5	T	
FCFF		83.936,04	34.079,84	23.158,50	11.902,22	24.807,38	38.353,55	
PV af FCFF		79.929,22	30.903,79	19.997,77	9.787,15	19.425,24	28.598,82	
PV total budget periode	188.642,00							
Total Terminalværdi	1.298.411,46							
PV af total terminalværdi	968.177,40							
Total værdi af virksomhed (EV)	1.156.819,40							
Værdi af NFF	468.041,48							
Værdi af egenkapital (EK)	688.777,92							
Antal aktier	6.000,00							
Aktiekurs pr. Aktie pr. 30/4-2011	114,80							

¹² Se bilag 10

Den teoretiske aktiekurs var pr. 30.04.2011, 114,80 kr. Den faktiske lukkekurs den 29.04.2011 var 125,00¹³ kr. Den teoretiske kurs er ca. 8,20% lavere end lukkekursen.

Dette kan skyldes flere faktorer:

- Værdiansættelsen tager udgangspunkt i et lidt for pessimistisk budget og for lave vækstrater.
- Investorerne har set lidt for optimistisk på fremtiden.
- Udviklingen på det øvrige marked
- Konkurrenternes kursudvikling

6.2.1 Kontrol af DCF-modellen

Til at kontrollere at ovenstående beregninger er korrekte, laves endnu en værdiansættelse – denne gang efter Residualindkomstmodellen – RIDO.

Denne model regner ligesom DCF-modellen værdien af egenkapitalen. Dette gøres med udgangspunkt i den bogførte egenkapitalværdi og tillægger nutidsværdien af det overnormale overskud fra driften.

Formlen ser således ud:

$$V_0^{NDA} = NDA_0 + \frac{RIDO_1}{(1 + r_{WACC})^1} + \frac{RIDO_2}{(1 + r_{WACC})^2} + \dots \rightarrow \infty$$

Hvor NDA_0 er den bogførte værdi af nettodriftsaktiver på tidspunkt 0 (datoen for årsrapporten 30.04.2011) RIDO er driftens residual-overskud og WACC er de vægtede kapitalomkostninger.

Udregningen ses i bilag 11

Resultatet bliver ligesom ved DCF modellen 114,80 kr.

Altså er beregningen med DCF-modellen korrekt.

¹³ officiel lukkekurs 29.04.2011 – kilde www.nasdaqomxnordic.com

7.0 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen af Harboe bygger på en lang række faktorer. Da disse faktorer er fastsat ud fra budgettering og skøn og det faktum, at de i princippet kunne være en lille smule højere eller lavere, så laves denne følsomhedsanalyse for at vise i hvor høj grad den teoretiske kurs ændrer sig hvis den enkelte variable ændrer sig. Se bilag 12

Beta

	0,188	0,288	0,388	0,488	0,588	0,688	0,788	0,888	1	1,5
Kurs i kr. pr. aktie	221,95	185,29	156,65	133,66	114,80	99,04	85,69	72,23	63,19	28,82

Risikopræmie på aktier

i %	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
Kurs i kr. pr. aktie	173,42	155,63	140,21	126,71	114,80	104,20	94,72	86,19	78,47	71,45

Risikofri rente

i %	1,41	1,91	2,41	2,91	3,41	3,91	4,41	4,91	5,41	5,91
Kurs i kr. pr. aktie	396,46	269,27	195,95	148,27	114,80	90,01	70,92	86,19	55,77	43,46

Selskabsspecifikt risikotillæg

i %	0,850	0,950	1,050	1,150	1,25	1,35	1,45	1,55	1,65	1,75
Kurs i kr. pr. aktie	122,63	120,61	118,64	116,70	114,80	112,93	111,10	109,31	107,55	105,83

Kapitalandel

Egenkapital i %	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Fremmekapital i %	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0
Kurs i kr. pr. aktie	322,05	261,12	216,33	182,03	154,92	132,95	114,80	99,54	86,54	75,34	65,58

7.1 BETA

Den rigtige BETA er 0,588. I intervallet fra 0,188 og 1,5 betyder det at kursen svinger mellem 221,95 og 28,82. BETA eller risiko har altså en ret stor indflydelse på kursen. Jo lavere risiko jo højere kurs.

7.2 Risikopræmie på aktier

Den rigtige risikopræmie er 4,50 %. I intervallet fra 2,50% til 7,00% i risikotillæg betyder at kursen svinger mellem 173,42 og 43,46. Det vil sige, at den risikopræmie man får ved at købe aktien i stedet for en 10 årig dansk statsobligation har indflydelse på aktiekursen.

7.3 Den risikofrie rente

Der er i opgaven anvendt en risikofri rente på 3,41%. Hvis den svinger i intervallet fra 1,41% til 5,91, svinger kursen fra 396,46 til 43,46. Det vil sige at jo lavere rente den risikofrie investering giver, jo højere kurs på aktien og omvendt. Jo lavere renten er, jo mere får man ud af risikopræmien på aktier.

7.4 Selskabsspecifikt risikotillæg

Den teoretiske kurs er beregnet ud fra et risikotillæg på 1,25%. Hvis det svinger fra 0,85% til 1,75% så svinger kursen fra 122,63 til 105,83. Det betyder at kursen ikke er så følsom overfor denne del. Altså betyder det ikke så meget hvor risikabel virksomheden er.

7.5 Kapitalstruktur

Der er estimeret en kapitalstruktur med 60% egenkapital og 40% fremmedkapital.

Ifølge Miller og Modiglians teori om kapitalstruktur¹⁴, er det bedre med en kapitalstruktur på 100% fremmedkapital idet kapitalomkostningerne så er lig det lave afkastkrav til fremmedkapitalen. Det viser følsomhedsanalysen også meget tydeligt idet, at kursen ved 100% fremmedkapital er 322,05 og 65,58 ved 100% egenkapital.

7.6 Delkonklusion

Værdiansættelsen af Harboe viser at der er mange og ret følsomme faktorer der spiller ind på den teoretiske kurs og nok egentlig endnu flere der spiller ind på den rigtige kurs i markedet.

Der er estimeret mange faktorer i budgetteringsfasen og der er regnet mange nøgletal. Alle disse tal er blevet bearbejdet i DCF og RIDO analyserne.

Jeg er kommet frem til, at den teoretiske kurs skulle 114,80 kr. pr. aktie mod den rigtige lukkekurs på 125,- kr. den 29.04.2011.

¹⁴ Complet Compendium Finansiering side 176

8.0 Konklusion

Hovedspørgsmålet i problemformuleringen var følgende:

”Hvad er den teoretiske værdi af Harboe aktien pr. 30.04.2011?”

Svaret er forsøgt fundet gennem en analyse af Harboes Bryggeri A/S. Der er udarbejdet en teoretisk analyse og en regnskabsanalyse. Disse to er sammenfattet i budgetteringen og den endelige værdiansættelse.

Den strategiske analyse har belyst Harboes ikke finansielle værdidrivere. Analysen viste, at Harboe har et godt brand, som de kan bygge videre på i fremtiden, derudover har de et bredt sortiment og et topmoderne produktionsanlæg.

Af negative sider kan nævnes at deres stigende afgifter og et kommende (måske) fælles europæisk pantsystem kan være negativt for Harboe.

I forbindelse med regnskabsanalysen er der udarbejdet en reformulering af resultatopgørelse og balancen. Disse reformulerede opgørelser danner grundlag for nøgletalsanalysen. Denne del af regnskabsanalyse er lavet efter den udvidede DuPont-model er. Den viste at Harboe driver en fornuftig og sund virksomhed. Den relativt store egenkapitalandel sammenholdt med den positive udvikling i nøgletallene gør, at Harboe står rimelig godt i forhold til fremtiden.

Budgetteringen er lavet over en femårig periode med en efterfølgende terminalperiode. Terminalperioden er i princippet uendelig – og er ”steady state” – det vil sige en periode med fast vækst.

Her blev der budgetteret relativt forsigtigt med lav positiv vækst på 2-4% og en overskudsgrad der ligner den fra de sidste to års regnskaber – 5%

Udover budgetteringen blev der estimeret nogle variable omkring kapitalomkostningerne – WACC – WACC skulle bruges til at tilbagediskontere de fremtidige pengestrømme i værdiansættelsen.

Denne forsigtige budgettering førte så videre til selve værdiansættelsen.

Værdiansættelsen blev lavet på to måder – først efter DCF-modellen herefter som kontrol efter RIDO-modellen. Begge modeller gav samme resultat – og dermed svaret på hovedspørgsmålet i problemformuleringen:

”Den teoretiske værdi af Harboe aktien pr. 30.04.2011 er 114,80 kr.”

Prisen er ca. 8,20% lavere end den officielle lukkekurs samme dag. Det blev forklaret ved en lidt mere forsigtig budgettering, og en lidt mere optimistisk udsigt fra investorernes side.

Som afslutning er der udarbejdet en følsomhedsanalyse, der viser den teoretiske kurs ved forskellige andre scenarier, primært omkring udregningen af WACC.

9.0 Litteraturliste

Titel	Forfatter	Udgave	Forlag
Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang	Ole Sørensen	3. udgave	Gjellerup
Økonomisk virksomhedsbeskrivelse	Charlotte S. Flyger m.fl.	1. udgave 1. oplag	Jurist- og økonomforbundets Forlag
Aktieinvestering	Michael Christensen og Frank Pedersen	3. udgave	Jurist- og økonomforbundets Forlag
Valuation Measuring and Managing	Tim Koller m.fl.	5. udgave	McKinsey & Company
Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse	Bent Schack	4. udgave	Jurist- og økonomforbundets Forlag
Complet Kompendium – Finansiering	Chresten Koed og Michael Nielsen	2. udgave	Complet A/S
Økonomistyring og budgettering	Jens Ocksen Jensen	6. udgave	Academica

Andre kilder:

Harboes Bryggeri A/S hjemmeside	www.harboe.com
Barlex hjemmeside	www.barlex.dk
Årsrapporter 2006/07 – 2010/11	www.harboe.com
Business.dk – artikel Danske bryggerier vil have fælles dåsepant i EU	http://www.business.dk/foedeverer/danske-bryggerier-vil-have-faelles-daasepant-i-eu
Business.dk – artikel Nyt udspil skal sikre pant på tyske dåseøl	http://www.business.dk/foedeverer/nyt-udspil-skal-sikre-pant-paa-tyske-daaseoel
Business.dk – artikel Norden er på vej mod fælles flaskepant	http://www.business.dk/foedeverer/norden-er-paa-vej-mod-faelles-flaskepant
Diverse figurer og beregninger	www.betabox.dk
Statistik m.m. Bryggeriforeningen	www.bryggeriforeningen.dk
Diverse info om markedsandele m.m.	www.wikipedia.dk
Reuters 3000 extra – BETA værdi	Internt skærmpoint
Bloomberg – BETA værdi	Ikke muligt at skaffe skærmpoint
Info om risikofrie rente	Internt skærmpoint fra www.markets.sydbank.dk
Diverse kursinfo	www.nasdaqomxnordic.com

Bilag 1

Officiel resultatopgørelse

Harboe - resultatopgørelse

(DKK 1000)	Note	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Bruttoomsætning		1.821.269	1.804.047	1.806.440	1.607.373	1.649.489
Øl- og vandafgifter		-263.495	-279.320	-261.834	-236.475	-266.557
Nettoomsætning		1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
		-	-	-	-	-
Produktionsomkostninger	1	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
Andre driftsindtægter		18.281	18.394	22.369	14.768	18.120
Distributionsomkostninger		-183.359	-175.022	-173.455	-155.389	-150.902
Administrationsomkostninger		-51.572	-46.037	-42.841	-38.059	-35.393
Andre driftsomkostninger		-13.101	-10.269	-10.632	-11.467	-11.400
Resultat af primær drift (EBIT)		86.959	64.342	40.904	21.595	88.328
Indtægter af kapitalandele i associerede virksomheder		0	-3.458	1.493	1.298	302
Finansielle indtægter		4.981	11.180	18.285	861	865
Finansielle omkostninger		-10.829	-13.944	-25.553	-7.444	-3.964
Resultat før skat		81.111	58.120	35.129	16.310	85.531
Skat af årets resultat		-20.413	-15.247	-9.443	-4.637	-28.809
Regulering af skat vedrørende tidligere år		-45	156	-65	8.435	-219
Årets resultat		60.653	43.029	25.621	20.108	56.503

Bilag 2**Officiel Balance****Harboe Balance**

DKK 1.000

	2011	2010	2009	2008	2007
Aktiver					
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
Immaterielle aktiver	23.409	16.421	11.386	6.332	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
Reservedele 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
Materielle aktiver	871.973	857.593	801.189	793.209	834.997
Kapitalandele i associerede virksomheder			4.609	3.490	791
Finansielle aktiver disponible for salg	285.782	283.738	288.768	2.461	3.047
Deposita, lejemål	2.303	2.234	2.186	2.148	2.113
Finansielle aktiver	288.085	285.972	295.563	8.099	5.951
Udskudte skatteaktiver	886	1.299	1.575	2.093	
Langfristede aktiver	1.184.353	1.161.285	1.109.713	809.733	840.948
Varebeholdninger	138.250	122.211	118.468	114.645	102.023

Bilag 2 fortsat

Tilgodehavender fra salg	301.676	304.155	267.427	237.393	218.858
Tilgodehavender hos associerede virksomheder			4.377	5.053	3.051
Andre tilgodehavender	10.306	3.964	34.929	10.853	19.604
Periodeafgrænsningsposter	7.977	7.219	8.393	9.274	3.104
Tilgodehavender	319.959	315.338	315.126	262.573	244.617
Likvide beholdninger	39.913	43.774	59.864	12.310	27.360
Aktiver bestemt for salg	2.992	2.992	3.242	0	
Kortfristede aktiver	501.114	484.315	496.700	389.528	374.000
Aktiver	1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948
Passiver					
Aktiekapital	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
Overkurs ved emission	51.000	51.000	51.000	51.000	51.000
Andre reserver	-15.689	-20.036	-18.886	3.125	1.569
Overført resultat	657.918	639.095	572.159	582.580	572.836
Egenkapital tilhørende mederselskabets aktionærer	753.229	730.059	664.273	696.705	685.405
Egenkapital tilhørende minoritetsinteresser	209	191	190	242	414
Egenkapital	753.438	730.250	664.463	696.947	685.819
Gæld til realkreditinstitutter	253.402	290.920	317.441	23.112	25.501
Kreditinstitutter i øvrigt			1.185	3.439	9.173
Udskudte skatteforpligtelser	37.861	33.555	39.580	37.776	51.081
Periodeafgrænsningsposter	54.832	61.088	63.627	44.335	38.275

Bilag 2 fortsat

Langfristede forpligtelser	346.095	385.563	421.833	108.662	124.030
Gæld til realkreditinstitutter	36.656	26.377	5.682	5.559	9.061
Kreditinstitutter i øvrigt	169.124	154.340	135.436	60.196	29.722
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
Gæld til associerede virksomheder			11.377	6.473	20.665
Anden gæld	102.641	100.526	105.678	71.913	61.674
Periodeafgrænsningsposter	9.579	8.279	8.654	10.066	8.972
Selskabsskat	20.609	16.372	14.530	17.060	30.416
Kortfristede forpligtelser	582.955	526.800	517.130	393.652	405.099
Forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg	2.979	2.987	2.987		
Forpligtelser	932.029	915.350	941.950	502.314	529.129
Passiver	1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948

Bilag 3

Reformuleret resultatopgørelse

Harboe – Reformuleret Resultatopgørelse

(DKK 1000)	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
Produktionsomk. excl. afskrivninger	-1.127.183	-1.141.078	-1.191.501	-1.062.797	-1.023.315
Bruttoresultat	430.591	383.649	353.105	308.101	359.617
Salgs- og distributionsomkostninger	-183.359	-175.022	-173.455	-155.389	-150.902
Administrationsomkostninger	-51.572	-46.037	-42.841	-38.059	-35.393
Afskrivninger på produktionsanlæg	-113.881	-106.373	-107.642	-96.359	-91.714
Driftsoverskud fra salg før skat	81.779	56.217	29.167	18.294	81.608
Rapporteret skat	20.413	15.247	9.443	4.637	28.809
Skattefordel på finansielle poster	1.520	719	1.890	1.712	806
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	-1.347	20.587	-2.113	13.853	-3.052
Driftsoverskud fra salg efter skat	61.192	42.364	20.886	12.804	53.740
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
	5.180	8.125	11.737	3.301	6.720
Skatteeffekt	-1.347	3.833	-2.113	6.013	-3.052
				8.685	-858
				2.443	-1.747
					4.973
Andet driftsoverskud (efter-skat-poster)					
Indtægter af kapitalandele i ass. Virk.	0	-3.458	1.493	1.298	302
Dirty surplus	4.347	2.082	-23.505	-55	-487
Regulering af skat vedrørende tidligere år	-45	0	156	0	-65
				8.435	0
					-219

Jannik olsen

Hovedopgave efterår 2011

HD - Finansiering

4.302	0	-1.220	0	-22.077	0	9.678	0	-404
-------	---	--------	---	---------	---	-------	---	------

Bilag 3 - fortsat

Driftsoverskud efter skat

Netto finansielle poster

Finansielle indtægter	4.981	0	11.180	0	18.285	0	861	0	865
Finansielle omkostninger	-10.829	0	-13.944	0	-25.553	0	-7.444	0	-3.964
Netto finansielle poster	-5.848	0	-2.764	0	-7.268	0	-6.583	0	-3.099
Skatteeffekt	-1.520	0	-719	0	-1.890	0	-1.712	0	-806
Netto finansielle poster (efter-skat)	-4.328	0	-2.045	0	-5.378	0	-4.871	0	-2.293
 Totalindkomsten	 65.000	 0	 45.111	 0	 2.116	 0	 20.053	 0	 56.016

Bilag 4**Reformuleret balance****Harboe Reformuleret balance**

Aktiver	2011	2010	2009	2008	2007
Imaterielle aktiver i alt	23.409	16.421	11.386	6.332	0
Materielle aktiver i alt	871.973	857.593	801.189	793.209	834.997
Finansielle aktiver i alt	288.971	287.271	297.138	10.192	5.951
Varebeholdninger i alt	138.250	122.211	118.468	114.645	102.023
Tilgodehavender i alt	319.959	315.338	315.126	262.573	244.617
Likvide beholdninger (2% af nettooms.)	31.155	30.495	30.892	27.418	27.659
Driftsaktiver sum	1.673.717	1.629.329	1.574.199	1.214.369	1.215.247
Likvidbeholdning	8.758	13.279	28.972	-15.108	-299
Aktiver bestemt for salg	2.992	2.992	3.242	0	0
Finansielle aktiver sum	11.750	16.271	32.214	-15.108	-299
Aktiver sum	1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948

Passiver

Udskudte skatteforpligtelser	Kortsigtet	37.861	33.555	39.580	37.776	51.081
Tilbagekøbsforpligtelse, returemballage	Langsigtet	27.958	33.350	35.637	36.298	31.489
Forpligtelser tilknyttet aktiver bestemt for salg		2.979	2.987	2.987	0	0
Hensatte forpligtelser i alt		68.798	69.892	78.204	74.074	82.570
Leverandører af varer og tjenesteydelser	Langsigtet	216.388	187.556	200.136	186.087	213.100
Periodeafgrænsningsposter	Langsigtet	54.832	61.088	63.627	44.335	38.275
Periodeafgrænsningsposter	Kortsigtet	9.579	8.279	8.654	10.066	8.972
Anden gæld	Langsigtet	102.641	100.526	105.678	71.913	61.674

Bilag 4 fortsat

Gæld til associerede virksomheder	Langsigtet	0	0	11.377	6.473	20.665
Driftsforpligtelser		383.440	357.449	389.472	318.874	342.686
Gæld til realkreditinstitutter	Langsigtet	253.402	290.920	317.441	23.112	25.501
Gæld til realkreditinstitutter	Kortsigtet	36.656	26.377	5.682	5.559	9.061
Kreditinstitutter i øvrigt	Langsigtet	0	0	1.185	3.439	9.173
Kreditinstitutter i øvrigt	Kortsigtet	169.124	154.340	135.436	60.196	29.722
Selskabsskat		20.609	16.372	14.530	17.060	30.416
Finansielle forpligtelser		479.791	488.009	474.274	109.366	103.873
Egenkapital		753.229	730.059	664.273	696.705	685.405
Minoritetsaktionærens andel af EK		209	191	190	242	414
PASSIVER Sum		1.685.467	1.645.600	1.606.413	1.199.261	1.214.948
NDA		1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
Netto Finansielle forpligtelser		468.041	471.738	442.060	124.474	104.172
Egenkapital		753.229	730.059	664.273	696.705	685.405
Minoritetsaktionærens andel af EK		209	191	190	242	414
Sum		1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
Nettoomsætning		1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
NDA		1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
AOH (NDA)		1,2856	1,3210	1,6023	1,7015	1,7506
1/AOH		0,7779	0,7570	0,6241	0,5877	0,5712
GNS (1/AOH)		0,7674				

Bilag 4 fortsat**Estimering af kapitalstruktur**

Nettorentebærende gæld		140.600	149.400	119.600	80.000	46.000
Nettoomsætning	1.600.000	1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
EBITDA-margin	10%	13,97%	12,40%	10,50%	9,50%	13,80%
EBITDA	160.000	217.600	189.066	162.184	130.235	190.845
Gearing		0,65	0,79	0,74	0,61	0,24

	2010/11		2009/10		2008/09		2007/08		2006/07
Egenkapital	0,6168		0,6075		0,6005		0,8485		0,8681
Fremmedkapital	0,3832		0,3925		0,3995		0,1515		0,1319
Gearing	0,65		0,79		0,74		0,61		0,24

Bilag 5

Egenkapitalopgørelsen – årsrapporter

Egenkapitalopgørelse - Årsrapport

	Aktie- kapital	Overkurs ved emission	Reserve for valutakurs- reguleringer	Reserve for netto- opskrivning efter den indre værdi- metode	Reserve for dagsværdi- regulering af finansielle aktiver disponible for salg	Overført resultat	Egenkapi- tal tilhørende moder- selskabets aktionærer	Egenkapi- tal tilhørende minoritets- interesser	Egen- kapital i alt
Egenkapital 30.04.2006	60.000	51.000	1.138	0	664	564.179	676.981	422	677.403
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	0	0	-668	0	0	0	-668	0	-668
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	0	0	0	0	181	0	181	0	181
Indregnet direkte på egenkapitalen	0	0	-668	0	181	0	-487	0	-487
Årets resultat	0	0	0	254	0	56.257	56.511	-8	56.503
Nettoindtægter i alt	0	0	-668	254	181	56.257	56.204	-8	56.016
Udloddet udbytte jf. note 13	0	0	0	0	0	-48.000	-48.000	0	-48.000
Udbytte af egne aktier	0	0	0	0	0	400	400	0	400
Egenkapital 30.04.2007	60.000	51.000	470	254	845	572.836	685.405	414	685.819
Egenkapital 01.05.2007	60.000	51.000	470	254	845	572.836	685.405	414	685.819
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	0	0	655	0	0	0	655	0	655
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	0	0	0	0	-583	0	-583	0	-583

Bilag 5 fortsat

	0	0	655	0	-583	0	72	0	72
Indregnet direkte på egenkapitalen									
Årets resultat	0	0	0	1.484	0	18.669	20.153	-45	20.108
Nettoindtægter i alt	0	0	655	1.484	-583	18.669	20.153	-45	20.108
Indfrielse af minoritetsaktionærer	0	0	0	0	0	0	0	-127	-127
Udloddet udbytte jf. note 13	0	0	0	0	0	-9.000	-9.000	0	-9.000
Udbytte af egne aktier	0	0	0	0	0	75	75	0	75
Egenkapital 30.04.2008	60.000	51.000	1.125	1.738	262	582.580	696.705	242	696.947
Egenkapital 01.05.2008	60.000	51.000	1.125	1.738	262	582.580	696.705	242	696.947
	Aktie-kapital	Overkurs ved emission	Andre reserver	Overført resultat	Egenkapi-tal tilhørende moder-selskabets aktionærer	Egenkapi-tal tilhørende minoritets-interesser	Egen-kapital i alt		
Egenkapital 01.05.2008	60.000	51.000	3.125	582.580	696.705	242	696.947		
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	0	0	-1.153	0	-1.153	0	-1.153		
Dagsværdiregulering af finansielle aktiver disponible for salg	0	0	-21.599	0	-21.599	0	-21.599		
Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	0	0	1.494	-1.494	0	0	0		
Reserve for sikring af pengestrømme	0	0	-1.004	0	-1.004	0	-1.004		
Skat af sikringsinstrumenter	0	0	251	0	251	0	251		
Indregnet direkte på egenkapitalen	0	0	-22.011	-1.494	-23.505	0	-23.505		
Årets resultat	0	0	0	25.673	25.673	-52	25.621		
Nettoindtægter i alt	0	0	-22.011	24.179	2.168	-52	2.116		
Udloddet udbytte jf. note 13	0	0	0	-9.000	-9.000	0	-9.000		
Udbytte af egne aktier	0	0	0	75	75	0	75		

Bilag 5 fortsat

	0	0	0	-25.675	-25.675	0	-25.675	
Køb af egne aktier								
Egenkapital 30.04.2009	60.000	51.000	-18.886	572.159	664.273	190	664.463	-32.484
Årets Totalindkomst	0	0	2.082	43.208	45.110	1	45.111	
Reserve for nettoopskrivning efter indre værdis metode	0	0	-3.232	-3.232	0	0	0	
Udloddet udbytte jf. note 13	0	0	0	-9.000	-9.000	0	-9.000	
Udbytte af egne aktier	0	0	0	160	160	0	160	
Salg af egne aktier	0	0	0	29.516	29.516	0	29.516	
Egenkapitalbevægelse i alt	0	0	-1.150	66.936	65.786	1	65.787	
Egenkapital 30.04.2010	60.000	51.000	-20.036	639.095	730.059	191	730.250	
Årets resultat	0	0	0	60.635	60.635	18	60.653	
Anden totalindkomst for regnskabsåret efter skat	0	0	4.347	0	4.347	0	4.347	
Totalindkomst for regnskabåret	0	0	4.347	60.635	64.982	18	65.000	
Udloddet udbytte jf. note 14	0	0	0	-9.000	-9.000	0	-9.000	
Udbytte af egne aktier	0	0	0	526	526	0	526	
Køb af egne aktier	0	0	0	-33.338	-33.338	0	-33.338	
Egenkapitalbevægelse i alt	0	0	4.347	18.823	23.170	18	23.188	
Egenkapital 30.04.2010	60.000	51.000	-15.689	657.918	753.229	209	753.438	

Bilag 6**Reformuleret egenkapitalopgørelse****Opstilling af egenkapitaludviklingen**

	2011/10	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Egenkapital Primo	730.250	664.463	696.947	685.819	677.403
Egenkapital Ultimo	753.438	730.250	664.463	696.947	685.819
Stigning i Egenkapitalen	23.188	65.787	-32.484	11.128	8.416
Forklaring					
Årets resultat incl. minoritetsaktionærer	60.653	43.029	25.621	20.108	56.503
Dirty surplus	4.347	2.082	-23.505	-55	-487
Totalindkomst	65.000	45.111	2.116	20.053	56.016
Udloddet udbytte	-9.000	-9.000	-9.000	-9.000	-48.000
Udbytte af egne aktier	526	160	75	75	400
Køb af egne aktier	-33.338		-25.675		
Salg af egne aktier		29.516			
Transaktion med aktionærer i alt	-41.812	20.676	-34.600	-8.925	-47.600
Egkapitalen ultimo	753.438	730.250	664.463	696.947	685.819

Bilag 7**Nøgletal****Nøgletal**

	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Overskudsgrad - OG	5,582%	4,220%	2,648%	1,575%	6,387%

Nettoomsætning	1.557.774	1.524.727	1.544.606	1.370.898	1.382.932
NDA	1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
AOH	1,286	1,321	1,602	1,701	1,751
1/AOH	0,778	0,757	0,624	0,588	0,571

Resultat af primær drift (EBIT)	86.959,00	64.342,00	40.904,00	21.595,00	88.328,00
NDA	1.221.479	1.201.988	1.106.523	821.421	789.991
ROIC	7,119%	5,353%	3,697%	2,629%	11,181%

Gennemsnitlige NFF	469.890	456.899	283.267
Gennemsnitlige Egenkapital	741.644	697.166	680.489
FGEAR	0,634	0,655	0,416

Bilag 7 fortsat

Finansielle omkostninger	-10.829	-13.944	-25.553	-7.444	-3.964
Finansielle indtægter	4.981	11.180	18.285	861	865
Netto finansielle indtægter og omkostninger før skat	-5.848	-2.764	-7.268	-6.583	-3.099
NFF Ultimo	468.041	471.738	442.060	124.474	104.172
Rente r	-1,249%	-0,586%	-1,644%	-5,289%	-2,975%

ROIC	7,119%	5,353%	3,697%	2,629%	11,181%
r (NFO/NFF)	-1,249%	-0,586%	-1,644%	-5,289%	-2,975%
Spread	5,870%	4,767%	2,053%	-2,660%	8,206%

Totalindkomst	65.000	45.111	2.116	20.053	56.016
Gennemsnitlig egenkapital	741.644	697.166	680.489	691.055	685.405
ROE	8,764%	6,471%	0,311%	2,902%	8,173%

Bilag 8**Budget****Budget**

			Vækstperiode				Terminal
Periode	0	1	2	3	4	5	
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E+
Omsætningvækst		-1,40%	2,00%	3,00%	4,00%	3,00%	2,0%
OG før skat		0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
skat sats		0,26	0,26	0,26	0,26	0,26	0,26
Omsætnig	1.557.774,00	1.535.965,16	1.566.684,47	1.613.685,00	1.678.232,40	1.728.579,37	1.763.150,96
DO efter skat		56.830,71	57.967,33	59.706,35	62.094,60	63.957,44	65.236,59
AOH	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286	1,286
1/AOH	0,778	0,778	0,778	0,778	0,778	0,778	0,778
NDA	1.221.479,48	1.194.374,16	1.218.261,64	1.254.809,49	1.305.001,87	1.344.151,92	1.371.034,96
Ændring i NDA		(27.105,32)	23.887,48	36.547,85	50.192,38	39.150,06	26.883,04

Bilag 9**Beregning af WACC****Harboe WACC**

Skatteprocent (t)	26,00%		
Selskabsspecifik risikotillæg (Rs)	1,25%		
Risikofrie rente (Rf)	3,410%		
Afkastkrav (e.skat) til FK: $R(FK)=(Rf+Rs)*(1-t)$	3,45%		
Risikopræmie på aktier (Rakt)	4,50%		
Forventet afkast af aktiermarkedet ($Rm=Rf+Rakt$)	7,91%		
Beta	0,588	Bloomberg	
Afkastkrav til EK: $R(EK)=Rf+Beta*(Rm-Rf)$	6,06%	Beta	0,506
EK-andel	60,00%	Reuters Beta	0,67
		Gennemsnit	0,588
WACC	5,01%		

Bilag 10**DCF****DCF**

	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminal
	2010/11	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	2015/16E	2016/17E+
	0	1	2	3	4	5	T
DO	-	56.830,71	57.967,33	59.706,35	62.094,60	63.957,44	65.236,59
NDA	1.221.479,48	1.194.374,16	1.218.261,64	1.254.809,49	1.305.001,87	1.344.151,92	1.371.034,96
Ændring i NDA		(27.105,32)	23.887,48	36.547,85	50.192,38	39.150,06	26.883,04
FCFF		83.936,04	34.079,84	23.158,50	11.902,22	24.807,38	38.353,55

DCF model

	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminal
	0	1	2	3	4	5	6
FCFF		83.936,04	34.079,84	23.158,50	11.902,22	24.807,38	38.353,55
PV af FCFF		79.929,22	30.903,79	19.997,77	9.787,15	19.425,24	28.598,82
PV total budget periode	188.642,00						
Total Terminalværdi	1.298.411,46						
PV af total terminalværdi	968.177,40						
Total værdi af virksomhed (EV)	1.156.819,40						
Værdi af NFF	468.041,48						
Værdi af egenkapital (EK)	688.777,92						
Antal aktier	6.000,00						
Aktiekurs pr. Aktie pr. 30/4-2011	114,80						

Bilag 11**RIDO****Risidual model**

	Indeværende periode	Budgetperiode					Terminal
	0	1	2	3	4	5	6
DO		56.830,71	57.967,33	59.706,35	62.094,60	63.957,44	65.236,59
NDA	1.221.479,48	1.194.374,16	1.218.261,64	1.254.809,49	1.305.001,87	1.344.151,92	1.371.034,96
RIDO = (DO-(WACC*NDA ^{t-1}))		(4.401,57)	(1.906,17)	(1.364,62)	(808,50)	(1.461,78)	(2.145,21)
PV af RIDO		(4.191,45)	(1.728,53)	(1.178,38)	(664,83)	(1.144,64)	(1.599,61)
PV total budget periode	(10.507,43)						
Total terminalværdi	(72.623,50)						
PV af total terminalværdi	(54.152,66)						
Total værdi af virksomhed (EV)	1.156.819,40						
Værdi af NFF	468.041,48						
Værdi af egenkapital (EK)	688.777,92						
Antal aktier	6.000,00						
Aktiekurs pr. Aktie pr. 30/4-2011	114,80						
WACC	5,01%						
vækst i terminalperiode	2,00%						

Bilag 12**Følsomhedsanalyse****Følsomhedsanalyse**

Beta

	0,188	0,288	0,388	0,488	0,588	0,688	0,788	0,888	1	1,5
Kursværdi i kr. pr. aktie	221,95	185,29	156,65	133,66	114,80	99,04	85,69	72,23	63,19	28,82

Markedspræmie

i %	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
Kursværdi i kr. pr. aktie	173,42	155,63	140,21	126,71	114,80	104,20	94,72	86,19	78,47	71,45

Risikofri rente

i %	1,41	1,91	2,41	2,91	3,41	3,91	4,41	4,91	5,41	5,91
Kursværdi i kr. pr. aktie	396,46	269,27	195,95	148,27	114,80	90,01	70,92	86,19	55,77	43,46

Selskabspecifikt risikotillæg

i %	0,850	0,950	1,050	1,150	1,25	1,35	1,45	1,55	1,65	1,75
Kursværdi i kr. pr. aktie	122,63	120,61	118,64	116,70	114,80	112,93	111,10	109,31	107,55	105,83

Kapitalandel

Egenkapital i %	0	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Fremmekapital i %	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0
Kursværdi i kr. pr. aktie	322,05	261,12	216,33	182,03	154,92	132,95	114,80	99,54	86,54	75,34	65,58

Bilag 13**Fact sheet – 10 årig dansk statsobligation****DK0009922676 3% nov-2021, STA**

ISIN 1: DK0009922676 ISIN 2:

Startdato: 30-04-2011 Slutdato: 19-10-2011

Kurs	107,01	96,43
Eff. rente	2,21	3,41
Eff. varighed	8,68	9,04
Eff. konveksitet	92,23	99,48
OAS	-42,51	-38,60
Foreløbige indfrielse	0,00	0,00
Andel privatiån	0,00	0,00



Effektiv rente pr. 30.04.2011

3,41%

Bilag 14

BETA fra Reuter 3000 Xtra

Company Views - Harboes Bryggeri A/S - Microsoft Internet Explorer provide

Edit View Favorites Tools Help

Back Forward Stop Home Favorites Reload Print

Address http://xtra.session.rservices.com/rcardxtra?RIC=HARBb.CO

REUTERS Company Views

Code is Enter code: HARBb.CO GO Search

Harboes Bryggeri A/S

Overview Estimates Reports Ratios Share Data Corporate Actions Comparisons Own

Summary Company Profile Consolidated Quotes Company Events Equity Offerings

Background [Help ? More >](#)

ISIN Code	DK0060014751
Local Code ()	
Exchange	CPH
Employees	572
Website	www.harboes-bryggeri.dk
Next Event	12Dec11 >

Key Ratios [Help ? More >](#)

Return on Equity %	8.05
Return on Total Assets %	3.64
Operating Margin %	5.58
BVPS(DKK)	140.53
Quick Ratio	0.62
Total Assets / Equity	2.24
Beta (Raw Beta)	0.67
Earnings Yld %	10.39
Price To Book	0.64
Total Liab / Equity	1.24
Credit Rating	More >

BETA ifølge Reuters 0,67

Det har ikke været muligt at skaffe skærmpoint fra Bloomberg

Her er værdien 0,506