

12. maj 2025

Thisted BRYGHUS

Anno 1902

Værdiansættelse af Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik

Afgangsprojekt HD2 – Regnskab og økonomistyring
Aalborg Universitet

Udarbejdet af:

Gruppe 17

Jacob Harboe, studienr.: 20 23 21 37

Vejleder:

Christian Farø

Antal sider:

47

Abstract

The primary objective of this report is to determine the estimated value of the Danish company Aktieselskabet Thisted Bryghus & Thisted Mineralvandsfabrik. To ensure the accuracy and reliability of the valuation, the analysis is grounded in insights derived from both strategic and financial assessments.

The strategic analysis focuses on the internal and external factors that influence the company's strategic decision-making. Key factors such as rising inflation and changing consumer behavior have a significant impact on the company's financial performance. The company's core competence lies in its ability to develop new beer varieties with a strong emphasis on quality. This has contributed to widespread recognition among beer enthusiasts and a solid market position.

The financial analysis is based on the most recent five fiscal years, with the latest being 2023/24. The company has faced significant cost-related challenges, partly due to rising prices and partly due to the construction of a brand-new brewery facility, which has yet to yield its full return. However, the company is far from alone in experiencing pressure, as many of its closest competitors have also seen a decline.

Based on the strategic and financial analyses, a budget has been prepared under the assumption that prices will normalize, and consumer demand will recover, leading to increased sales. This budget serves as the foundation for the final valuation of the company using the Discounted Cash Flow (DCF) model. On this basis, the theoretical value of the company is estimated at DKK 239,505,843. However, this valuation is based on numerous uncertain factors and estimates, making it highly sensitive to even minor changes. Nevertheless, the value is considered to be realistic.

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	1
INDHOLDSFORTEGNELSE.....	2
1. INDLEDNING	5
2. PROBLEMSTILLING	6
2.1. Problemformulering	7
3. TEORI OG METODE.....	8
3.1. Metode.....	8
3.2. Kildekritik	8
3.3. Afgrænsning	9
3.4. Definitioner	10
3.5. Opbygning.....	10
4. VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE	11
4.1. Brand	11
4.2. Størrelse.....	11
4.3. Ejerstruktur.....	11
5. STRATEGISK ANALYSE	12
5.1. Eksterne forhold	12
5.1.1. PESTEL-analyse	12
5.1.2. Porsters Five Forces	15
5.2. Interne forhold.....	17
5.2.1. Porters Værdikædeanalyse	17
5.2.2. Boston-matrixen	20
5.3. SWOT-analyse.....	22
5.3.1. Styrker	22
5.3.2. Svagheder	23
5.3.3. Muligheder	23
5.3.4. Trusler.....	23
5.4. Delkonklusion på strategisk analyse	24
6. REGNSKABSANALYSE.....	25
6.1. Forudsætninger i regnskabstal.....	25
6.1.1. Ændring i anvendt regnskabspraksis.....	25

6.1.2.	Reformulering af resultatopgørelse	25
6.2.	Udvikling i regnskabsposter	26
6.3.	Opbygning af analyse	27
6.4.	Profitabilitetsanalyse	27
6.4.1.	Return on Equity (ROE).....	27
6.4.2.	Return on invested Capital (ROIC).....	28
6.4.3.	Operating profit margin (EBIT%).....	28
6.4.4.	Capital Turnover.....	28
6.5.	Gearing	29
6.5.1.	Financial cost ratio	29
6.5.2.	Financial structure ratio.....	29
6.5.3.	Financial leverage multiplier.....	29
6.6.	Øvrige nøgletal	30
6.6.1.	Soliditetsgrad og debt to equity ratio	30
6.6.2.	Quick ratio.....	30
6.6.3.	Tax effect ratio.....	30
6.7.	Working capital requirement og finansiering.....	31
6.8.	Cash to cash period	32
6.9.	Frit Cash Flow	32
6.10.	Konkurrentanalyse	33
6.11.	Delkonklusion på regnskabsanalyse.....	35
7.	BUDGETTERING	36
7.1.	Budgetteret omsætning.....	36
7.2.	Budgetterede omkostninger.....	37
7.3.	Budgetteret EBIT%	37
7.4.	Budgetteret Netcapex	38
7.5.	Budgetteret WCR	39
8.	VÆRDIANSÆTTELSE.....	40
8.1.	WACC	40
8.1.1.	Beta.....	40
8.1.2.	Den Risikofrie rente	41
8.1.3.	Markedsrisikopræmien.....	41

8.1.4.	Cost of Equity.....	41
8.1.5.	Den gennemsnitlige gældsrente	42
8.1.6.	Den effective skatteprocent	42
8.1.7.	Egenkapitals- og gældsandel.....	42
8.1.8.	Beregning af WACC.....	42
8.2.	Det frie Cash flow	42
8.3.	DCF-modellen.....	43
8.3.1.	Terminalværdi	43
8.3.2.	Enterprise Value	43
8.3.3.	Kritik af model	45
9.	KONKLUSION.....	46
9.1.	Strategisk analyse.....	46
9.2.	Regnskabsanalyse.....	46
9.3.	Værdiansættelse	47
10.	LITTERATURLISTE.....	48
11.	BILAG.....	53
11.1.	Bilag 1	53
11.2.	Bilag 2	54
11.3.	Bilag 3	55
11.4.	Bilag 4	56
11.5.	Bilag 5	57
11.6.	Bilag 6	58
11.7.	Bilag 7	59
11.8.	Bilag 8	60
11.9.	Bilag 9	61
11.10.	Bilag 10	63
11.11.	Bilag 11	64
11.12.	Bilag 12	65
11.13.	Bilag 13	66
11.14.	Bilag 14	67

1. Indledning

Siden 1902 har Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik været et selvstændigt bryggeri beliggende i Thisted. Selskabets hovedaktivitet har siden dets start været fremstilling og salg af øl og mineralvand (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.).

Særligt er bryghuset anerkendt for sine specialøl, da de igennem de seneste år formået at markere sig som et af Danmarks mest innovative bryggerier med et stort fokus på produktudvikling af specialøl og dets kvalitet. Dette kan også afspejles i, at A/S Thisted Bryghus flere år i streg blev udkåret som Årets Danske Bryggeri af foreningen Danske Ølentusiaster, samt modtager af Den Danske Ølpris fra selv samme forening (Danske Ølentusiaster, u.d.). For som selskabet selv skriver på deres egen hjemmeside;

”Øl er mere end bare øl. Det er en kunstform, der forener mennesker, skaber fællesskaber og sætter gang i samtaler. Og det er vi stolte over at være en del af!”

(Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.).

Dette har blandt andet bevirket til, at A/S Thisted Bryghus har fået en særlig plads i lokalsamfundet i Thy. Lokalbefolkningen er meget stolte af deres over 100 år gamle bryggeri og støtter ivrigt op om projektet.

A/S Thisted Bryghus er også det, som man kalder folkeaktieselskab, hvilket vil sige, at de over 2.000 aktionærer er navnenoterede og næsten alle er bosiddende i lokalområdet (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.). Aktierne handles sjældent og går endda i arv hos nogle. Dette skyldes blandt andet, at aktiebrevet også fungerer som adgangsbillet til bryghusets ordinære generalforsamling. Modsat mange andre er den ordinære generalforsamling i A/S Thisted Bryghus bestemt ikke en kedelig affære. Denne anses som et træfpunkt med masser af god øl og kaldes også for den 4. højtid i Thy (Christensen, 2023).

A/S Thisted Bryghus har derfor i mange Thyboers øjne været et folkekært foretagende og står derfor ud fra mængden som virksomhed.

2. Problemstilling

I Danmark har der igennem en længere årrække været stor efterspørgsel på specialøl og man har set et dissideret boom af mikrobryggerier landet over (Bryggeriforeningen, 2023). På hyl-derne i supermarkederne og fustagerne på beværtningerne ses et bredt udvalg af spændende etiketter og i populærkulturen hitter blandt andet tv-udsendelser som Anders Breinholts Julekalender med ølsmagning af en lang række specialøl (Mikkelsen, 2023).

Dette har A/S Thisted Bryghus også nydt godt af med deres anerkendte udvalg af specialøl, som også ses flere steder. Dette afspejles også i deres årsregnskaber, hvor de igennem en lang årrække har haft et fornuftigt resultat på bundlinjen. Dette har dog ændret sig i de seneste tre år, hvor Bryghuset i deres årsregnskaber har præsenteret nogle af deres laveste lavere resulta-ter i flere år (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025). Hvad skyldes dette og hvad er kan det forventes fremadrettet?

A/S Thisted Bryghus står dog ikke alene med et dalene resultat, for bryggeribranchen har væ-ret generelt nedadgående de seneste par år og flere har også måtte se sig nødsaget til at lukke ned (Bryggeriforeningen, 2025). Den nedadgående tendens skyldes en lang række faktorer, så som;

- En hård konkurrence i branchen grundet de mange udbydere af øl og forskellige spe-cialøltyper.
- Stigende produktionsomkostninger, som følgende af stigende energi-, transport- og rå-varepriser.
- En generel ændring i forbrugeradfærden, hvor markedet flytter sig mod billigere pro-dukter på baggrund af dalene købekraft blandt forbrugerne.

Dette kan have katastrofale konsekvenser for fremtiden for A/S Thisted Bryghus, hvis deres tilpasningsevne ikke er fleksibel nok til at imødegå disse problemer. Ved selskabets seneste generalforsamling kunne ledelsen blandt andet berette, at A/S Thisted Bryghus fortsat er godt udrustet til at kunne klare sig i de kommende år (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025). Men kan virksomheden se sig nødsaget til at skulle lade sig op-købe af et af de storebryggerier, som nogle andre mikrobryggerier har måtte gøre, for at kunne overleve? Og hvad ville den estimerede værdi af virksomheden være i tilfælde af et potentielt opkøb?

2.1. Problemformulering

Denne rapport har på baggrund af ovenstående problemstilling til formål belyse nogle af de strategiske og regnskabsmæssige forhold i A/S Thisted Bryghus. Analysen af disse forhold sammenfattes og benyttes herefter som fundament til at besvare følgende problemformulering:

Hvad er den estimerede fundamentale værdi af Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik pr. 30-09-2024?

Til besvarelsen af problemformuleringen anvendes en række underspørgsmål fordelt på tre kategorier. Disse er følgende:

Strategisk analyse:

- Hvilke interne og eksterne faktorer har indflydelse på A/S Thisted Bryghus strategiske beslutningstagen?
- Hvilken markedsposition i den danske bryggeribranche befinder A/S Thisted Bryghus sig i?
- Hvordan vil A/S Thisted Bryghus skabe vækst på kort og lang sigt?

Regnskabsanalyse:

- Hvordan har A/S Thisted Bryghus' hoved- og nøgletal udviklet sig de seneste 5 år?
- Hvordan påvirkes udviklingen i nøgletallene på baggrund af den strategiske analyse?
- Hvordan klarer A/S Thisted Bryghus sig økonomisk sammenlignet med sine nærmeste konkurrenter i bryggeribranchen?

Værdiansættelse:

- Hvad er den estimerede fundamentale værdi af A/S Thisted Bryghus pr. 30-09-2024?

3. Teori og metode

Følgende afsnit vil indeholde en beskrivelse af den anvendte teori, modeller og dataindsamling til udarbejdelsen af denne rapport. Dette danner grundlag for rapportens struktur og anvendelse

3.1. Metode

I denne rapport anvendes det deduktive analysedesign, hvor analysen tager udgangspunkt i eksisterende teorier og modeller, som efterfølgende anvendes til at undersøge og vurdere A/S Thisted Bryghus. Den deduktive metode muliggør en systematisk og teoretisk funderet analyse, hvor konklusionerne drages på baggrund af kendt viden og etablerede rammeværk. Ved at anvende den deduktive metode sikres en teoretisk forankret analyse, hvor konklusionerne udspringer af modeller og begreber. Dette bidrager til at øge validiteten i rapportens resultater.

Dataindsamlingen i denne rapport er primært baseret på desk-research, hvortil der hovedsageligt anvendes sekundære datakilder (Rolighed Andersen, Warming Jensen, Risgaard Olsen, Østergaard Olsen, & Schmalz, 2017, s. 122-124). Hertil tages der udgangspunkt i eksterne datakilder, som både består skriftlige officielle og officløse datakilder (Rolighed Andersen, Warming Jensen, Risgaard Olsen, Østergaard Olsen, & Schmalz, 2017, s. 134-135). De anvendte officløse datakilder består af årsrapporter, brancherapporter samt information fra A/S Thisted Bryghus' egen hjemmeside, samt teori, litteratur og modeller fra HD-studiet. De officielle datakilder omfatter materiale fra SKAT samt relevant gældende lovgivning, som danner grundlag for den juridiske og skattemæssige kontekst i analysen.

Kvalitative data anvendes primært i forbindelse med de strategiske analyser, mens kvantitative data danner grundlag for regnskabsanalysen. Ved at kombinere begge datatyper opnås en mere nuanceret og balanceret analyse, hvilket bidrager til at styrke rapportens objektivitet og validitet.

3.2. Kildekritik

Der er i denne rapport anvendt sekundære kilder i form af avisartikler, hjemmesider m.fl. til indsamling af data. Kilderne stammer fra nyhedsmedier og foreninger, som er uafhængige af A/S Thisted Bryghus og har derfor ikke direkte interesse i virksomheden. Subjektivitet og

troværdighed er vurderet ved hver enkelt kilde og sammenholdt med andre lignende kilder for bekræftelse.

Der er i denne rapport indhentet informationer til virksomhedsbeskrivelsen fra A/S Thisted Bryghus' egen hjemmeside. Denne kilde kan anfægtes, da der givet vis ikke foreligger en objektiv fremstilling af A/S Thisted Bryghus på deres hjemmeside, da det er i virksomheden ønske at fremstå positivt for omverdenen. Denne kilde indeholder derfor høj grad af subjektivitet og anvendes udelukkende til generel og overfladisk viden.

Flere af modellerne anvendt i denne rapport til både den strategiske analyse og værdiansættelsen af virksomheden forudsætter intern viden og en større indsigt i selskabet for at kunne skabe det mest retvisende billede. Da det ikke har været muligt at indhente insiderviden eller bekræftelse af eksterne oplysninger fra primære kilder i selskabet kan akkuratessen af resultaterne fra de anvendte modeller anfægtes.

Den primære kilde til indsamling af data vedrørende virksomhedens regnskabsmæssige forhold er de officielle årsrapporter for A/S Thisted Bryghus. Disse er anført med en revisorpåtegning med høj grad af sikkerhed og underskrevet det statsautoriserede revisionspartnerselskab RSM Danmark, som er uafhængig af A/S Thisted Bryghus. På baggrund af denne vurdering anses årsrapporterne for at have en høj grad af pålidelighed.

3.3. Afgrænsning

I denne rapport foretages værdiansættelsen på baggrund af offentlig tilgængelig information, som er udgivet forinden afhandlingsdatoen d. 12. maj 2025. Der afgrænses derfor fra eventuelle forhold, som kan have indflydelse på værdiansættelsen, som er opstået efter dags dato.

I denne rapport har det ikke været muligt at få adgang til intern viden, hvilket har begrænset indhentning af detaljerede og specifikke oplysninger. Dette har betydet, at datakilderne til baggrund for analysen i denne rapport afgrænses udelukkende til offentligt tilgængelige data og eksterne kilder, hvilket kan påvirke dybden og præcisionen af konklusionen.

I denne rapport vil fokus i den strategiske analyse primært ligge på produktionen af øl. Denne afgrænsning foretages, da ølproduktionen står for størstedelen af omsætningen hos selskabet, samt hovedfokus for produktudvikling også ligger i denne kategori. Dog vil produktionen af mineralvand også kort berøres, da virksomheden for nyligt har relanceret en del produkter i

denne kategori. Regnskabsanalysen vil dog tage udgangspunkt i hele selskabets produktsortiment og der vil her ikke skelnes imellem produktionen af øl og mineralvand.

Denne rapport baserer sig på regnskabstal fra de seneste fem års offentliggjorte årsrapporter (2019/20–2023/24). Tallene fra 2018/19 er dog inddraget for at kunne beregne nødvendige primotal til regnskabsanalysen. Analysen afgrænses dermed til en nyere periode, hvilket giver et aktuelt billede af virksomhedens økonomiske udvikling. Da regnskabsåret afsluttes 30-09, foreligger der ikke nyere data, og efterfølgende begivenheder er derfor ikke medtaget.

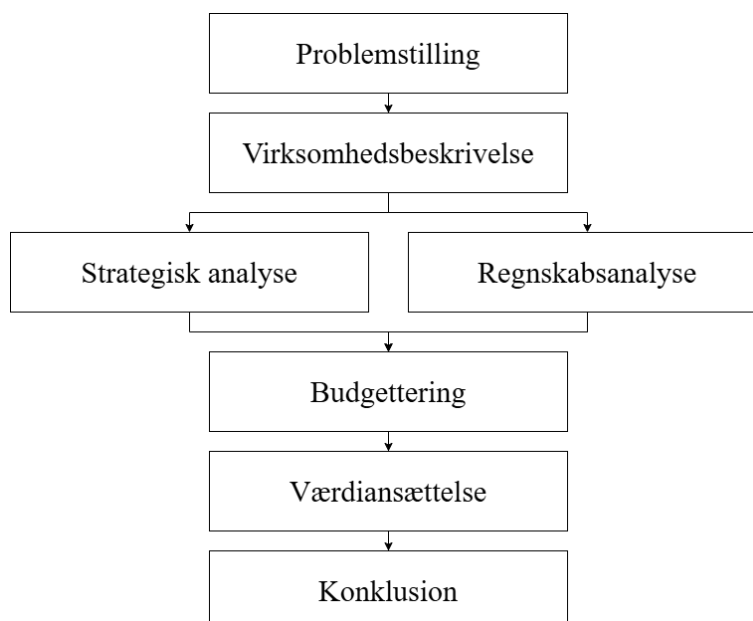
I denne rapport afgrænses der udelukkende til anvendelse af DCF-modellen som værktøj for værdiansættelsen af A/S Thisted Bryghus. Dette gøres, da DCF-modellen er den mest anvendte model til værdiansættelser. Andre modeller er fravalgte, da brugen af flere værdiansættelsesmodeller vil være for omfattende i forhold til denne rapports begrænsede omfang.

3.4. Definitioner

I denne rapport vil Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik og dets binavn, A/S Thisted Bryghus, samt begreberne ”bryghuset”, ”virksomheden” og ”selskabet” blive anvendt i flæng.

3.5. Opbygning

Denne rapport er opbygget ud fra følgende diagram:



Figur 1 - Opgavestruktur (egen tilvirkning)

4. Virksomhedsbeskrivelse

4.1. Brand

A/S Thisted Bryghus er et regionalt, uafhængigt bryggeri beliggende i Thisted i det nordvestlige Jylland (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.). Bryggeriet blev grundlagt i 1902 og har siden da været en stor spiller i den danske bryggeribranche. Virksomheden har en passion for kvalitet og formålet at kombinere traditionelle bryggeteknikker med innovative smagskombinationer, hvilket har givet dem stor anerkendelse blandt ølentusiaster.

Bryggeriet er særligt kendt for specialøl som Limfjords Porter og Porse Guld, hertil var virksomheden det første danske bryggeri til at introducere økologisk øl i 1995. Virksomheden har i de senere år investeret i modernisering og udvidelse af produktionsfaciliteterne. De arbejder aktivt med bæredygtighed og brug af lokale råvarer fra naturen i Nationalpark Thy.

4.2. Størrelse

A/S Thisted Bryghus kategoriseres som et regionsbryggeri (Mikrobryggerier.dk, 2025). Denne kategori er en fællesbetegnelse for nogle af de større bryggerier i Danmark, der fortsat har en bryggerikapacitet på under 10 mio. liter årligt, altså langt under kapaciteten for de store bryggerier. I denne kategori findes også andre bryggerier så som Skagen Bryghus A/S, Skagen Bryghus A/S og Hancock Bryggerierne A/S.

Regionsbryggerier har en unik størrelse, da de er små nok til at kunne innovere og eksperimentere på niveau med mikrobryggerierne, men de er derimod veletablerede og store nok til at kunne foretage store investeringer i anlæg og produktionsmaskiner, samt at kunne modstå eventuelle store udsving i økonomien.

4.3. Ejerstruktur

A/S Thisted Bryghus er tegnet som et aktieselskab og har en ejerstruktur, der primært består af private aktionærer. Investorerne, hvis man kan kalde dem det, består både lokale og interessenter med tilknytning til området omkring Thisted. Bryggeriet er ikke børsnoteret, hvilket betyder, at aktierne ikke handles offentligt. Aktierne bliver nærmere brugt som adgangsbillet til den 4. højtid i Thy, som er selskabets generalforsamling. Aktierne handles derfor sjældent, da alene arrangementet har stor værdi for aktionærerne.

5. Strategisk analyse

Formålet med den strategiske analyse er at skabe et klart overblik over den strategiske position hos A/S Thisted Bryghus. Analyseafsnittet er derfor opdelt i en ekstern og en intern analyse, som tilsammen danner grundlaget for en samlet SWOT-analyse.

5.1. Eksterne forhold

Ved en analysering af virksomhedens eksterne forhold vil man typisk følge tragtmodellen set i Bilag 1, hvor der startes i virksomhedens fjernmiljø, som den enkelte virksomhed ikke har indflydelse på, og derefter bevæge sig indad mod virksomhedens nærmiljø, hvortil de har større indflydelse. Til makroanalysen (fjernmiljø) anvendes der i denne rapport PESTEL-analysen og til mikroanalysen (nærmiljø) anvendes modellen Portes Five Forces. Konklusionerne fra disse analyser vil derefter samles i de eksterne faktorer i SWOT-analysen.

5.1.1. PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er et nyttigt redskab til at analysere omverden i en given branche (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 156-158). I denne rapport anvendes modellen til at belyse de udefrakommende faktorer, der gør sig gældende i bryggeribranchen. Et overblik af modelens opbygning findes i Bilag 2.

5.1.1.1. Politiske forhold

I Danmark skal der betales punktafgift på øl på baggrund af alkoholindholdet i det færdige produkt (Skattestyrelsen, 2025). Øl-afgiften svarer til 74 øre pr. flaske for en almindelig pilsner på 33 cl flaske og 134 øre pr. flaske for en 5,5% specialøl på 50 cl flaske. Hertil pålægges der også moms 25% ved salget af det færdige produkt.

I 2018 forpligtede den danske bryggeri- og tapperibranche sig over for Europa-Kommissionen til at øge anvendelsen af genanvendt plast i nye plastflasker. Målet for 2025 var, at mindst 50% af materialet i nye flasker skulle bestå af genanvendt plast, med en ambition om at nå 100% genanvendt plast i alle plastflasker senest i 2030 (Bryggeriforeningen, 2024).

5.1.1.2. Økonomiske forhold

Danmark har igennem de sidste par år været præget af høj inflation, som følge af blandt andet Covid-19 pandemien og nu krig i Ukraine (Danmarks Statistik, u.d.). Dette har betydet prisstigninger på en lang række forbrugsvarer og energipriser, som har gjort slutforbrugers

købekraft mindre. Den administrerende direktør, Aage Svenningsen oplyser ved den seneste generalforsamling, at markedet er præget af tilbageholdenhed hos slutforbrugerne grundet de generelle økonomiske forhold. Forbrugeradfærden er også ved at ændre sig, hvor flere forbrugere flytter sig fra det dyre specialølsesegment over i det billigere pilsner/classic-segment for at spare penge. (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025).

I Danmark har udlånsrenten gennem de seneste par år været meget høj (Danmarks Nationalbank, 2025), hvilket har betydet for mange virksomheder, at det har været dyrere eller lige frem umuligt at låne penge. Dette har gjort det svært for mange virksomheder at finansiere deres projekter.

5.1.1.3. Social/kulturelle forhold

I Danmark er der kommet et stigende fokus på folkesundhed og alkoholforbrugsvaner. I 2022 opdaterede Sundhedsstyrelsen sine anbefalinger om alkohol og sænkede det anbefalede maksimale forbrug til højst 10 genstande om ugen og maksimalt 4 genstande på samme dag for voksne over 18 år (Sundhedsstyrelsen, 2022). Derudover ses der også en stigende efterspørgsel på alkoholfri øl blandt øl blandt forbrugerne (Bryggeriforeningen, 2024).

I 2025 har danske forbrugere reageret på udtalelser fra Donald Trump med en bevægelse mod amerikanske varer, hvilket har øget interessen for europæiske produkter (Eriksen, 2025). Salling Group har markeret disse varer med stjerner (Salling Group, u.d.), hvilket kan påvirke salget af amerikanske sodavandsmærker som Coca Cola og Pepsi, der nu møder konkurrence fra danske alternativer.

5.1.1.4. Teknikse forhold

Teknologien er konstant i udvikling – også inden for bryggeribranchen. En af de nyeste trends, der har set stor fremgang blandt danske mikrobryggerier, er opsamling af CO₂ fra gæringsprocessen, som genanvendes til skummet i øllen (Bryggeriforeningen, 2024). Denne teknologi har længe været tilgængelig for de store bryggerier, men den kan nu skaleres ned til en passende størrelse for mikrobryggerierne. Bryggerierne behøver derfor ikke at skulle købe CO₂ fra en ekstern leverandør og kan derved spare en del penge. Denne løsning er også godt for miljøet, da CO₂'en fra gæringsprocessen ellers ville være gået til spilde.

Den teknologiske udvikling i solceller og batterier har gjort dem billigere end nogensinde før (GreenEnergy4U, 2024). Dette vil sammen med de stigende energipriser give bryggerier et

større incitament til at installere solceller som led i deres produktion. Ølproduktionen er meget energitung, hvorfor der kan være mange penge at spare ved at kunne producere dele af energiforbruget selv.

5.1.1.5. Miljømæssige forhold

Godt vejr er lig med øl vejr. En regnfuld sommer kan have store konsekvenser salget af øl på diverse udendørs festivaler, udeservering på barer og cafeer, sportsarrangementer og grillafte-
ner i privaten. Med det sagt så kan en meget tør sommer også have store konsekvenser for landbruget og høsten af de råvarer som anvendes i ølproduktionen. Slår høsten fejl, kan dette gå ud over råvarepriserne eller at visse råvarer endda bliver helt utilgængelige og derved må stoppe produktionen af øl.

5.1.1.6. Lovgivningsmæssige forhold

Fra den 1. april 2025 trådte de nye skærpede regler i kraft for salg af alkohol til unge mellem 16 og 17 år. Fremover må denne aldersgruppe kun købe drikkevarer med en alkoholprocent på maksimalt 6% (Sikkerhedsstyrelsen, u.d.).

5.1.1.7. Sammenfatning

Ud fra ovenstående punkter er et af de mest kritiske forhold for A/S Thisted Bryghus de økonomiske forhold. Hvis virksomhedens produkter bliver for dyre at producere og slutforbrugeren vælger andre billigere alternativer, så har virksomheden ikke længere et forretningsgrundlag.

5.1.1.8. Kritik af model

PESTEL-analysen er kun et enkelt ben i analysen af virksomhedens eksterne forhold og tager ikke forbehold for en række faktorer. Blandt andet beskriver den udelukkende, hvordan den fjerne omverdenen påvirker virksomheden og ikke, hvordan virksomheden kan påvirke omverdenen. Den fjerne omverden er også et stort begreb og det kræver derfor en enorm viden omkring alle faktorer, der kan påvirke virksomheden. Modellen vil derfor næsten altid være ufuldstændig. Modellen giver også kun et statisk øjebliksbillede af virksomhedens omverden og bør derfor holdes løbende opdateret for at kunne bruges effektivt. Eksempelvis har Covid-19 restriktionerne ikke længere indflydelse på virksomheden, men går man blot tre år tilbage, var det nok en af deres allerstørste udfordringer.

5.1.2. Porsters Five Forces

Porters Five Forces-modellen er et nyttigt redskab til at analysere konkurrencesituationen i en branche (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 164-172). I denne rapport anvendes modellen til at belyse de konkurrenceforhold, der gør sig gældende i bryggerbranchen. Et overblik af modellens opbygning findes i Bilag 3.

5.1.2.1. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke afhænger af, hvor unikke og prisdygtige deres produkter er, samt hvor let der kan anskaffes substituerende alternativer. De primære råvarer i ølproduktionen – såsom gær, humle, og malt – kan leveres af mange forskellige udbydere, hvilket begrænser leverandørernes forhandlingsstyrke. Det samme gælder for emballagen, som udelukkende består af standardisere glasflasker og metalkapsler. Da der er mange leverandører på dette marked, er forhandlingsstyrken her også lav. Ølbrygning er en energikrævende proces, hvilket gør stabil forsyning af el, vand og gas afgørende. Da der findes mange udbydere på disse markeder, er leverandørernes forhandlingsstyrke generelt lav. Det samme gælder for transport, som er essentiel for bryghusets landsdækkende distribution – også her er forhandlingsstyrken lav på grund af det brede udbud af transportleverandører.

Det bør dog noteres, at selv med en lav forhandlingsstyrke hos mange af bryghusets leverandører, så har både inflation og energikrise i det danske samfund påvirket indkøbspriserne negativt, da de næsten alle er steget markant inden for de sidste fem år (se Bilag 4).

5.1.2.2. Kundernes forhandlingsstyrke

A/S Thisted Bryghus tilbyder et bredt sortiment af produkter til både store og små mellemhandlere på det danske marked. Blandt de større samarbejdspartnere findes Coop, Salling Group, Dagrofa, REMA 1000 og ABC Lavpris (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.). Derudover samarbejder bryghuset også med en lang række mindre forhandlere, restaurationer og beværtninger, som er geografisk spredt over hele landet. Mellemhändlerens forhandlingsstyrke afhænger af deres størrelse, hvor især de store aktører har en stærk position grundet deres markedsandel. Et godt samarbejde med disse er afgørende for Thisted Bryghus' konkurrenceevne, da et brud eller skift til andre leverandører kan få alvorlige konsekvenser. Derfor er det også vigtigt at fastholde loyale slutkunder, da mellemhändlerne følger forbrugernes efterspørgsel.

Bryghusets slutkunder er forbrugerne, der køber bryghusets produkter hos mellemhandlerne. Slutkunderne har stor forhandlingsstyrke, da forbrugeren til enhver tid kan vælge at købe et substituerende produkt uden større konsekvenser for dem selv.

5.1.2.3. Trusler fra nye udbydere

Ølbranchen er præget af intens konkurrence, hvilket gør det vanskeligt for nye aktører at etablere sig. Markedet domineres af store bryggerier, hvilket skaber høje adgangsbarrierer og dermed reducerer risikoen for nye indtrængere. Det kræver betydelige investeringer at opbygge produktionsfaciliteter, etablere et stærkt brand og sikre en effektiv distributionskanal. Dette har dog ikke stoppet mange for at prøve, da der igennem en lang årrække har været stor vækst i branchen i form af stigende antal af bryggerier, men dette har dog ændret sig igen, da flere bryggerier har set sig nødsaget til at lukke på grund af de høje omkostninger og mange flere frygter også en potentiel lukning (Bryggeriforeningen, 2025). Dette har medført en vis tilbageholdenhed for nye udbydere, hvorfor denne trussel vurderes lav.

5.1.2.4. Substituerende produkter

A/S Thisted Bryghus tilbyder et bredt sortiment, der omfatter Pilsner/Classic, specialøl, sæsonøl, fadøl, gaveæsker, julekalendere samt økologiske øl, sodavand, spiritus og drinks.

Ved pilsner/classic-segmentet er A/S Thisted Bryghus i meget hård konkurrence. Produktet er homogent i forhold til deres konkurrenter og adskiller sig ikke meget, da der også er en stærk forventning hos slutforbrugeren om, hvad en pilsner skal smage af. Det er især her, hvor de store bryggerier som Carlsberg, Royal Unibrew og Harboes Bryggerier, dominerer markedet. Grundet deres markedsandel har de også stor indflydelse på markedsprisen på pilsner/classic-segmentet. Dette kaldes også et oligopol. Derudover har de store produktionsanlæg, der grundet stordriftsfordelene, kan holde prisen i bund for deres produkter. A/S Thisted Bryghus kan her have svært ved at følge med de lave priser, hvortil de er nødsaget til at sælge deres pilsner/classic med en lavere avance. Det samme gør sig også gældende for sodavand.

Virksomhedens hovedfokus ligger dog i specialølsegmentet, hvor de bedere kan differentiere sig fra konkurrenterne. Her er den direkte konkurrence de andre mikrobryggerier så som Ska-gen Bryghus A/S, Svaneke Bryghus A/S og Hancock Bryggerierne A/S, der ligeledes tilbyder specialøl, gaveæsker og økologiske drikkevarer. Her konkurreres primært på innovation og kvalitet, hvor prisen ikke har lige så stor indflydelse. Der er dog mange aktører på markedet med et bredt udvalg af produkter, hvorfor konkurrencen fortsat vurderes hård.

5.1.2.5. Konkurrencesituationen på markedspladsen

De beskrevne forhold ovenfor påvirker konkurrencen i bryggeribranchen. Den største konkurrencemæssige påvirkning er de substituerende produkter fra de etablerede udbydere i branchen, som ligger i et stort spænd fra de små mikrobryggerier til de helt store udbydere. Der ses øget professionalisering og innovation i branchen og markedet er præget af ustabile råvarepriser og hård priskonkurrence på slutprodukterne.

5.1.2.6. Kritik af model

Ligesom PESTEL-analysen er Porters Five Forces model kun et enkelt ben i analysen af virksomhedens eksterne forhold og tager ikke forbehold for en række faktorer. Blandt andet bygger modellen på en forholdsvis statisk forståelse af markedet og konkurrenceforholdene. I praksis er markedet dynamisk og kan derfor ændre sig som følge af økonomiske, politiske og samfundsmæssige forhold.

5.2. Interne forhold

Ligesom den eksterne analyse følger den interne analyse en tragtmodel som vist i Bilag 5. I denne rapport tages der udgangspunkt i en værdikædeanalyse, som afdækker i hvor høj grad virksomhedens processer skaber værdi for kunderne og virksomheden, hvorefter der foretages en gennemgang af virksomhedens produktportefølje. Der anvendes her Porters Værdikædeanalyse og Boston-matrixen. Konklusionerne fra disse analyser vil derefter samles i de interne faktorer i SWOT-analysen.

5.2.1. Porters Værdikædeanalyse

Porters værdikæde anvendes som et analyseværktøj til at skabe indsigt i virksomhedens overordnede procesforløb (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 186-189). Modellen opdeler virksomhedens aktiviteter i primære og støtteaktiviteter, som tilsammen bidrager til at skabe værdi for kunden og virksomheden. Et overblik af modellens opbygning findes i Bilag 6.

5.2.1.1. Primæraktiviteter

Den indgående logistik for A/S Thisted Bryghus omfatter indkøbet af virksomhedens råvarer og emballage. Bryggeriet har fokus på kvalitet af dets råvarer, som de mener kan smages i det færdige produkt. Dertil har de også fokus på, at deres råvarer gerne skal hentes lokalt, herunder porsen fra Nationalpark Thy, samt økologisk malt fra deres samarbejdspartner Gyrum Gård.

Fremstillingsprocessen for A/S Thisted Bryghus omfatter virksomheden produktion af øl og mineralvand og er det vigtigste element for virksomheden. Processen for brygningen kan opdeles i tre hovedfaser: mæskning, urteseparering og kogning. Hver af disse processer overvåges nøje for at sikre en effektiv omdannelse af råvarerne, så den ønskede kvalitet i det færdige produkt opnås. I 2019 åbnede A/S Thisted Bryghus dørene op for deres nye bryggeri, som gav dem mulighed for at kunne mere end fordoble deres produktion af øl, samt udvide deres produktmix (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2019).

Den udgående logistik for A/S Thisted Bryghus omfatter den videre levering af deres produkter ud til deres forhandlere. Det er vigtigt at denne del i kæden forløber sig gnidningsfrit, da virksomheden ellers vil brænde inde med varer og hylderne i butikkerne bliver fyldt ud med andre produkter.

Markedsføringen af A/S Thisted Bryghus sker både på sociale medier, lokale nyhedsmedier, og deres egen hjemmeside. Hertil har virksomheden generelt en stor lokal opbakning og får derved næsten gratis markedsføring, da det nærmest er en selvfølge, at øllet i fustagerne ved flere serveringssteder og lokale arrangementer, altid er fra A/S Thisted Bryghus.

Service efter salg gør A/S Thisted Bryghus ikke det store ud af, da der er tale om almindelige konsumvarer. Der tilbydes ingen form for serviceydelse eller garanti, da produktet indtages af kunden af kunden umiddelbart efter levering og der derfor ikke er noget behov for yderligere sammenspil med virksomheden. Fokus for både kunde og virksomhed ligger herefter på det næste salg.

5.2.1.2. Støtteaktiviteter

Virksomhedens infrastruktur omhandler ombygningen af organiseringen hos A/S Thisted Bryghus. Øverst er ejerne, men da der her er tale om et aktieselskab, findes der ingen reelle ejere, da alle aktionærer har en ejerandel under 5% (CVR - Det Centrale Virksomhedsregister, u.d.). Der er derfor ingen af ejerne, der har bestemmende indflydelse i virksomheden og kan derfor ikke foretage beslutninger for virksomheden (Møller, 2019, s. 12-14). Selskabets ledelse består derfor af en bestyrelse, som vælges på generalforsamlingen (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2023) Bestyrelsen har herefter indsat en administrerende direktør, Aage Svenningsen, som forestår den daglige drift af virksomheden (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Thisted Mineralvandsfabrik, u.d.). Hertil er der under den administrerende direktør også ansat en økonomi- salgs- og produktionschef, som hver især

har ansvaret for deres respektive områder. En effektiv funktionsadskillelse er ofte afgørende for en virksomheds succes. Den bidrager til at minimere fejl og sikrer, at de organisatoriske aktiviteter kan prioriteres og håndteres effektivt i det daglige arbejde.

Menneskelige ressourcer omfatter virksomhedens medarbejdere og deres kompetencer. A/S Thisted Bryghus er en mindre produktionsvirksomhed med gennemsnitligt 24 medarbejdere, herunder to chefbryggere, som forestår produktudviklingen i Bryghuset (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025). Hertil har bryghuset et stærkt lokalt engagement, hvilket har skabt en loyal kundebase og bidraget til dets gode omdømme. Blandt andet arrangeres der plukkedage i Nationalpark Thy, hvor frivillige og aktionærer deltager i indsamlingen af ingredienser til ølproduktionen.

Produkt- og teknologiudvikling omfatter de processer som relaterer sig til videreudviklingen af virksomhedens nuværende produktionsaktiviteter. A/S Thisted Bryghus har igennem de seneste fem år gennemgået en betydelig produktionsomstrukturering. Dette startede med opførelsen af det nye bryggeri, nye tankanlæg, robotter, flaskeskylleanlæg, solcelleanlæg, opsamlingsanlæg. Alt dette gøres for at kunne udvide og optimere virksomhedens produktion, samt energi- og ressourcebesparelser, som i sidste ende bidrager til den grønne omstilling.

Indkøbs- og forsyningsfunktionen omfatter virksomhedens evne til at indkøbe dens råvarer, samt forsyning. Grundet de stigende indkøbs- og forsyningsomkostninger har virksomheden set sig nødsaget til at optimere og så vidt muligt begrænse deres omkostninger hertil, da det i sidste ende ville kunne på deres avance og konkurrencedygtighed negativt.

5.2.1.3. Kritik af modellen

Ligesom de forrige modeller tager Porters Værdikædeanalyse udgangspunkt i et øjeblikksbillede. Modellen er også af en ældre årgang og tager derfor primært udgangspunkt i produktionsvirksomheder med dens meget lineære tilgang til virksomhedens aktiviteter. Den er derfor ikke særlig fleksibel og mangler tværgående tænkning internt i virksomheden. Hertil bør det også noteres, at den heller ikke inkluderer pladser til nye aktiviteter så som CSR, bæredygtighed og miljøhensyn, som i dag er centrale for mange virksomheders strategi og værdiskabelse.

5.2.2. Boston-matrixen

Boston-matrixen er et analyseværktøj, der har til formål at skabe et overblik af virksomhedens produktportefølje, som virksomheden producerer til deres kunder og hvor de befinder sig i markedet (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 195-197). Der findes ingen officielle salgsstatistikker over produkterne fra A/S Thisted Bryghus kun et produktkatalog (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, u.d.). Matrixen er derfor opbygget på generel viden, samt produkternes synlighed og omdømme i offentligheden. Et overblik af modellens opbygning ses i Bilag 7.

5.2.2.1. Stjerner

Stjerner er produkter med høj vækst og høj markedsandel. De er blandt de mest efterspurgte i deres kategori og forventes at bidrage markant til indtjeningen. Dette inkluderer blandt andet produkter så som:

- Limfjords Porter: En ikonisk øl med både national og international anerkendelse. Den har høj markedsandel i sin niche og nyder fortsat vækst, især blandt specialølentusiaster. Dette er også et produkt, der fortsat videreudvikles med nye varianter, der er lagret på whisky- og egetræsfade, samt med smag af engelsk lakrids.

5.2.2.2. Malkekøer

Malkekøer er produkter med lav vækst og høj markedsandel. Disse produkter er veletablerede på markedet og kræver kun minimale investeringer for at oprethold markedspositionen. Dette er typisk virksomhedens kerneprodukt. Dette inkluderer blandt andet produkter så som:

- Porse Guld: En klassiker med stabil efterspørgsel. Den genererer sandsynligvis solid indtjening uden behov for store investeringer.
- Thy Pilsner/Classic: En lokal favorit med høj markedsandel i Nordjylland, men i et marked med lav vækst.

5.2.2.3. Spørgsmålstegn

Spørgsmålstegn er produkter med høj vækst og lav markedsandel. Dette er typisk nye produkter, som endnu ikke har opnået en høj markedsandel. Omvendt kan de også risikere aldrig at få det. Der udvikles i høj grad hos A/S Thisted Bryghus og der er derfor mange produkter i denne kategori. Dette inkluderer blandt andet produkter så som:

- Sodavand: Forholdsvis nye segmenter for bryghuset, som har set god vækst over det sidste år, men har endnu ikke opnået en stærk position på markedet. Der er derfor fortsat potentiale for disse
- Alkoholfri øl: I 2022 lancerede bryghuset en række forskellige alkoholfrie varianter af deres almindelige udvalg. Med den stigende efterspørgsel på alkoholfri øl har disse potentiale til at øge deres markedsandel.
- Nye belgiske øl fra 2025: Hvis de får god modtagelse, kan de hurtigt blive stjerner i sortimentet, især hvis de rammer en voksende trend.

5.2.2.4. Hunde

Hunde er produkter med lav vækst og lav markedsandel. Disse produkter bidrager sjældent positivt til bundlinjen og optager ressourcer, som med fordel kunne anvendes mere effektivt andre steder i virksomheden. Den typiske strategi er derfor at udfase dem. A/S Thisted Bryghus tester jævnligt nye produkter i små oplag. Hvis de ikke opnår tilstrækkelig efterspørgsel, bliver de ikke genproduceret. Thisted Bryghus har derfor ingen hunde, da produkterne udfases inden da.

5.2.2.5. Kritik af model

Boston-matrixen som analyseværktøj er meget simpelt, hvilket også er en svagehed for modellen. Den forenkler komplekse markedsforhold til blot to dimensioner, hvor der ikke findes klare definitioner for modellens parametre, hvortil det kan være vanskeligt at definere en relativ markedsandel eller markedsvækst præcist. For at kunne placere disse kræver det dyb indsigt i markedet og salgstal. Ligesom de forrige modeller, som er anvendt i rapporten, så giver modellen kun et øjeblikks billede og skal løbende opdateres, især med spørgsmålstejn og hunde.

5.3. SWOT-analyse

Konklusionen fra de interne og eksterne analyser skal nu sammenfattes i en SWOT-analyse, som har til formål at belyse nogle af de styrker, svagheder, muligheder og trusler, som A/S Thisted Bryghus har.

Interne forhold	S Styrker	<ul style="list-style-type: none"> - Innovativ produktudvikling - Diversificering i andre produktkategorier - Veletableret og anerkendt brand - Lokal opbakning - Nyt og teknologisk avanceret produktionsanlæg - Tæt samarbejde med både leverandører og kunder - Grøn omstilling
	W Svagheder	<ul style="list-style-type: none"> - Begrænset national og international markedsandel - Begrænset synlighed uden for lokalområdet - Kapacitetsudfordringer - Høj ressource afhængighed - Afhængighed af detailhandlen
Eksterne forhold	O Muligheder	<ul style="list-style-type: none"> - Lukning af konkurrenter - Nye trends i drikkevaremarkedet - Eksport og internationalisering - Festivaler og events - Direkte salg og e-handel
	T Trusler	<ul style="list-style-type: none"> - Inflation og økonomiske forhold - Klimaforandringer - Hård konkurrence og mange udbydere - Ændret forbrugeradfærd - Alkoholpolitik

Figur 2 - SWOT-analyse (egen tilvirkning)

5.3.1. Styrker

Der hersker ingen tvivl om, at en af A/S Thisted Bryghus største styrker er der evne til at innovere. De udvikler jævnligt nye produkter og følger trends i branchen. Dette gøres både inden for deres specialøl, men også i diversificering af deres produktmix. Hertil har de også moderniseret deres produktion, således at de bedre kan imødegå denne omstilling og derved

styrke deres produktudvikling. Dette gøres også med stor opbakning af lokalsamfundet, da virksomheden har god kundeloyalitet og er et anerkendt brand.

5.3.2. Svagheder

Virksomhedens størrelse er en af deres svagheder, da de har en meget lille markedsandel af det samlede ølmarked. Virksomheden har heller ikke fokus på at ekspandere markedsandel, hvilket gør dem relativt usynlige uden for deres eget lokalområde. Dertil har de også brugt mange penge i en presset økonomisk tid på nye, store og dyre produktionsanlæg, som endnu ikke har givet et fyldestgørende afkast, fordi deres salg ikke har været stigende. Produktionen er ressourcetung og er derfor meget overfølsom overfor udsving i priserne. Derudover kommer størstedelen af deres omsætning fra meget få men store kunder i form af detailkæderne, hvilket kan have alvorlige konsekvenser, hvis butikkerne vælger at ophøre deres samarbejde.

5.3.3. Muligheder

Normalvis er det ikke en positiv ting, at bryggeribranchen er presset. Dette har dog den betydning, at flere af Bryghusets konkurrenter er nødt til at lukke. Dette kan i sidste ende betyde større markedsandel for A/S Thisted Bryghus, da konkurrencen er mindre. A/S Thisted Bryghus er god til at innovere og følge trends i samfundet og der kan pludselig åbne sig en guldgrube. Virksomheden har også mulighed for at ekspandere til nye markeder eller markere sig til flere af landets festivaler og events. Dertil hører også muligheden for direkte salg til deres slutforbrugere, hvortil melleghandlerne helt kan omgås.

5.3.4. Trusler

Virksomhedens største trusler er især udviklingen i samfundsøkonomien. Højere priser betyder både lavere avance på deres produkter, men det betyder også mindre købekraft hos slutforbrugeren, hvorfor dette vil påvirke salget. Hertil kommer også klimaforhold, som kan påvirke ressourcepriserne i form af dårlig høst eller ingen sol til solcellerne. Derudover påvirker en dårlig sommer også salget af øl. Der er også mange udbydere af specialøl på markedet og konkurrencen er hård både på pris og produktudvalg. Der er sker hele tiden ændring i forbrugeradfærden og lovgivningen af alkoholiske drikkevarer, hvortil bryghuset er nød til at følge med tiden, vis de vil bevare deres position.

5.4. Delkonklusion på strategisk analyse

Strategien i A/S Thisted Bryghus har indtil nu tjent dem rigtig godt. Virksomheden står stærkt og formår at følge med tiden. Der er dog enkelte svaghedstegn i form af de stigende priser og ændring i forbrugsvanerne, som A/S Thisted Bryghus ikke har formået at imødekomme. Dette gør sig dog gældende for branchen generelt og med virksomhedens omstillingsparathed anses det ikke som værende alvorlige problemer for virksomheden. A/S Thisted Bryghus har forsøgt at tilpasse sig udfordringerne ved at udvikle nye produkter til følge ændringerne hos forbrugere, samt investere i energibesparende forbedringer til deres produktion, som skal mindske deres ressourceomkostninger. Det kan derfor konkluderes at virksomhedens strategi fortsat er fordelagtig for virksomheden og at dens nuværende udfordringer godt kan overkommes.

6. Regnskabsanalyse

6.1. Forudsætninger i regnskabstal

6.1.1. Ændring i anvendt regnskabspraksis

Der er ved regnskabsaflæggelsen af den seneste aflagte årsrapport A/S Thisted Bryghus for 2023/24 foretaget ændring i anvendt regnskabspraksis vedrørende udbetaling af fritvalgstillæg (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025). Ændringen har medført øgede personaleomkostninger, samt en korrektion af disse med 5 års tilbagevirkende kraft. Dette har blandt andet haft indflydelse på flere resultatposter, skat af årets resultat, anden gæld, hensættelser til udskudt skat, samt overført resultat, som ultimo reguleres med i alt t.DKK -1.913.

Korrektionen er i årsrapporten for 2023/24 foretaget på hoved- og nøgletal samt sammenligningstal for 2022/23. Den fulde effekt på alle regnskabsposter er dog ikke oplyst, og en selvstændig beregning heraf vil indebære betydelig usikkerhed, bl.a. vedrørende fordeling af personaleomkostninger og skatteberegning. Derfor tages der alene udgangspunkt i de faktisk oplyste tal, og sammenligningstal ses bort fra. Korrektionen foretages kun på overført resultat for 2023/24. Dette skaber en vis skævvridning, da resultatet for 2023/24 inkluderer ekstra personaleomkostninger, som ikke fremgår af 2022/23, men vurderes som den mest retvisende tilgang.

Opstillingen af virksomhedens regnskabstal, som benyttes i denne rapport ses i Bilag 8 og Bilag 9.

6.1.2. Reformulering af resultatopgørelse

I forbindelse med regnskabsanalysen af A/S Thisted Bryghus skal EBITDA udspecificeres i resultatopgørelsen. Afskrivningerne er fordelt ud på produktions- distributions- og administrationsomkostninger og er derfor ikke præsenteret særskilt. Fordelingen er dog oplyst i note 2 Materielle anlægsaktiver i årsrapporten, hvorfor denne kan modregnes i de respektive resultatposter (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025). Afskrivningerne skal også benyttes til at beregne virksomhedens nettoinvesteringer. Den reformulerede resultatopgørelse til analysebrug er vist i bilag 10.

6.2. Udvikling i regnskabsposter

For at danne sig et overblik af udviklingen af regnskabsposterne hos A/S Thisted Bryghus tages der her udgangspunkt i indekstal fra den reformulerede resultatopgørelse fra Bilag 10.

Indekstal reformuleret resultatopgørelse						
t.DKK		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Nættöomsætning		100%	114%	109%	108%	113%
Produktionsomkostninger		100%	115%	123%	115%	119%
Bruttoresultat		100%	112%	91%	99%	104%
Distributionsomkostninger		100%	95%	98%	92%	104%
Administrationsomkostninger		100%	104%	108%	122%	140%
EBITDA		100%	143%	73%	98%	87%
Afskrivninger		100%	110%	118%	139%	151%
EBIT		100%	177%	25%	55%	20%
Andre finansielle indtægter		100%	104%	17%	56%	1332%
Andre finansielle omkostninger		100%	120%	122%	215%	252%
EBT		100%	184%	13%	35%	0%
Skat af årets resultat		100%	181%	9%	32%	-11%
EAT		100%	185%	14%	36%	3%

Figur 3 - Indekstal reformuleret resultatopgørelse (egen tilvirkning)

Indekstallene viser et tydeligt mønster: Omsætningen hos A/S Thisted Bryghus er steget stabilt siden basisåret, men driftsomkostningerne er vokset hurtigere, hvilket har reduceret EBITDA. Øgede investeringer har medført højere afskrivninger, og stigende markedsrenter har især øget renteudgifterne. Samlet set er årets resultat (EAT) i 2023/24 faldet til blot 3 % af niveauet i 2019/20, hvilket har væsentlig betydning for nøgletalsanalysen.

Managerial Balance Sheet						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Likvider	6	2	2.837	3	2	6
I. Arbejdskapital (WCR)	-4.983	7.437	10.854	8.575	10.825	13.895
Anlægsaktiver	43.523	51.919	48.984	55.297	56.361	51.206
Hensættelser	-2.988	-3.728	-4.528	-4.591	-4.829	-4.211
Invested capital	35.559	55.629	58.147	59.284	62.359	60.896
Kortfristet gæld (rente)	3.618	2.293	1.287	3.139	3.306	4.970
Langfristet gæld	154	18.982	17.769	16.695	18.688	17.394
Egenkapital	31.787	34.354	39.091	39.450	40.365	38.532
Capital employed	35.559	55.629	58.147	59.284	62.359	60.896

Figur 4 - Managerial Balance Sheet (egen tilvirkning)

Nettoinvesteringer (Netcapex)						
t.DKK	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	
Materielle anlægsaktiver ultimo	51.807	48.863	55.185	56.250	51.093	
Materielle anlægsaktiver primo	43.418	51.807	48.863	55.185	56.250	
Afskrivninger	3.908	4.314	4.606	5.443	5.907	
Netcapex	12.297	1.370	10.928	6.508	750	

Figur 5 - Specifikation af Nettoinvesteringer (egen tilvirkning)

Der er til den videre beregning af nøgletalsanalysen udarbejdet et Managerial Balance Sheet (Hawawini & Viallet, 2022, s. 112-116) for A/S Thisted Bryghus, som er vist ovenfor. Heri er arbejdskapitalen, som viser den likviditet, der er bundet i den daglige drift, også udspecificeret senere i afsnittet. Virksomhedens nettoinvesteringer er også udarbejdet på baggrund af udspecificerede afskrivninger fra Bilag 10.

6.3. Opbygning af analyse

Return on equity er det generelle udtryk for, om virksomheden er rentabel. Der er dog flere drivere, der spiller ind på, hvordan udviklingen i dette nøgletal forløber sig. Dette gøres ud fra modellen vis i Bilag 11. Der vil i de følgende afsnit derfor dykkes ned i, hvordan nøgletallene udregnes og hvilket effekt de har på ROE

6.4. Profitabilitetsanalyse

Profitabilitet		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
ROE		7,76%	12,90%	0,91%	2,29%	0,20%
ROIC (AG)		8,11%	11,52%	1,57%	3,34%	1,20%
EBIT% (OG)		7,12%	11,07%	1,63%	3,61%	1,26%
Capital turnover (AOH)		1,14	1,04	0,97	0,92	0,95

Figur 6 - Nøgletal profitabilitet (egen tilvirkning)

6.4.1. Return on Equity (ROE)

ROE viser, hvor meget aktionærene har tjent på deres investering i virksomheden. ROE beregnes på baggrund af EAT divideret med den gennemsnitlige egenkapital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 194-195). I analyseperioden er ROE faldet markant fra 7,76% i 2019/20 ned til 0,20% i 2023/24. Dette er hovedsageligt et produkt af de stigende råvare- og energipriser, som har plaget virksomheden meget igennem de seneste år. Herudover har virksomheden også foretaget en del investeringer, som både afskrives og finansieres med rentebærende gæld. Alt dette har negativ indflydelse på ROE. Trods det alvorlige fald har ROE dog beholdt sig positiv i hele analyseperioden, så A/S Thisted Bryghus har stadig formået at forrente den indskudte kapital positivt.

ROE sammenlignes med den risikofrie rente med tillæg af risikoen ved at drive virksomhed. Den risikofrie rente betegnes som den effektive rente på en 10-årig statsobligation (Skattestyrelsen, u.d.). Ifølge Danmarks Statistik var den effektive rente 1,85% pr. 30-09-2024 (Danmarks Statistik, 2025). SKAT anbefaler en risikopræmie, der er forskellen mellem og den

risikofrie rente, på 4,50%-point (Skattestyrelsen, u.d.). Det gode forrentningskrav bør derfor være 6,35% eller derover. Ud fra denne forudsætning er en ROE på 0,20% i det seneste regnskabsår for A/S Thisted Bryghus på et særdeles utilfredsstillende niveau.

Med det i mente bør det dog også noteres, at A/S Thisted Bryghus ikke udlodder udbytte til deres aktionærer. Den negative udvikling i ROE ikke har den store betydning for aktionærerne i sidste ende.

6.4.2. Return on invested Capital (ROIC)

ROIC viser virksomhedens evne til at generere afkast på investeringer. ROIC beregnes på baggrund af EBIT divideret med den gennemsnitlige investerede kapital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 195-199). I analyseperioden er ROIC faldet fra 8,11% i 2019/20 ned til 1,20% i 2023/24. Dette viser at virksomheden har haft et aftagende afkast på dens investeringer, altså at investeringer generer et mindre overskud end tidligere, dog stadig positivt. ROIC sammenlignes også med den risikofrie rente, hvor et niveau på 1,20% i 2023/24 også må vurderes at være utilfredsstillende. ROIC har også bidraget til den negative udvikling i ROE.

6.4.3. Operating profit margin (EBIT%)

EBIT% viser virksomheden evne til at danne overskud af deres omsætning. EBIT% beregnes på baggrund af EBIT divideret med omsætningen (Hawawini & Viallet, 2022, s. 198). I analyseperioden er EBIT% faldet fra 7,12% i 2019/20 ned til 1,26% i 2023/24. Dette skyldes isæt de stigende råvare- og energipriser, som derved har gjort, at fortjenesten er blevet mindre. EBIT% har også bidraget til den negative udvikling i ROIC.

6.4.4. Capital Turnover

Capital Turnover viser forholdet mellem omsætning og investeringer i virksomhedens og hvor mange gange den omsætter den investerede kapital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 198). Capital Turnover beregnes på baggrund af omsætningen divideret med den gennemsnitlige investerede kapital. I analyseperioden er Capital Turnover faldet en smule fra 1,14 gange i 2019/20 ned til 0,95 gange i 2023/24. Dette skyldes, at der trods stigning i omsætningen er sket forholdsmeæssigt højere stigninger i virksomhedens investerede kapital. Capital Turnover har også bidraget til den negative udvikling i ROIC.

6.5. Gearing

Gearing	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Financial cost ratio	0,89	0,93	0,46	0,57	0,00
Times interest-earned ratio	9,45	13,85	1,84	2,31	1,00
Financial structure ratio	1,38	1,55	1,50	1,52	1,56
Fin lev multiplier	1,23	1,44	0,68	0,87	0,00

Figur 7 - Gearing (egen tilvirkning)

6.5.1. Financial cost ratio

Financial cost ratio beskriver forholdet i virksomhedens finansiering sker igennem gæld eller egenkapital (Hawawini & Viallet, 2022, s. 201). Financial cost ratio beregnes på baggrund af EBT divideret EBIT. Når Financial cost ratio nærmer sig 1, så viser det at virksomheden i en større grad er finansieret via deres egenkapital og ikke igennem gæld. Denne fungerer som løftestang til den finansielle gearing. I analyseperioden er Financial cost ratio faldet en fra 0,89 i 2019/20 ned til 0,00 gange i 2023/24. Dette skyldes at virksomhedens renteomkostninger er næsten lig EBIT, hvorfor EBT er tæt på 0. Dette ses også ved beregningen for Times interest-earned ratio som beskriver forholdet mellem de finansielle omkostninger og EBIT og hvor mange gange EBIT dækker de finansielle omkostninger. I 2023/24 er den lig 1, hvilket vil sige at de finansielle omkostninger og EBIT er lige store.

6.5.2. Financial structure ratio

Financial structure ratio beskriver hvordan den investerede kapital er finansieret (Hawawini & Viallet, 2022, s. 203). Financial structure ratio beregnes på baggrund af den gennemsnitlige investerede kapital divideret den gennemsnitlige egenkapital. I analyseperioden er Financial structure ratio forholdsvis ens gennem hele perioden og ender på et niveau på 1,56 i 2023/24.

6.5.3. Financial leverage multiplier

Hvis man ganger Financial cost ratio med Financial structure ratio får man Financial leverage multiplier, som er et udtryk for virksomhedens finansielle gearing (Hawawini & Viallet, 2022, s. 204). Da Financial cost ratio er næsten lig 0, så har det en negativ effekt på Financial leverage multiplier, som derved også bliver næsten lig 0. Alt dette har sammenlagt en negativ indvirkning på ROE.

6.6. Øvrige nøgletal

Øvrige nøgletal	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Debt to equity ratio	51,90%	47,35%	48,06%	47,48%	48,81%
Soliditetsgrad	48,10%	52,65%	51,94%	52,52%	51,19%
Quick ratio	0,80	1,30	0,68	0,82	0,85
Tax effect ratio	0,78	0,78	0,85	0,79	40,00

Figur 8 - Øvrige nøgletal (egen tilvirkning)

6.6.1. Soliditetsgrad og debt to equity ratio

Soliditetsgraden beskriver hvor stor en andel af virksomhedens aktiver, der finansieres igennem egenkapitalen. Soliditetsgraden beregnes på baggrund af egenkapitalen divideret aktivmassen. En generel tommelfingeregel for en god soliditetsgrad er, at den helst skal ligge over 40%. Dette gør soliditetsgraden hos A/S Thisted Bryghus gennem hele perioden og ender på 51,19% i 2023/24. Virksomheden er derfor bedre rustet til at kunne modstå negative resultater, samt at de nemmere vil kunne optage nye lån til finansiering af deres projekter. Debt to equity ratio beskriver hvor stor en del af aktiverne, der er finansieret af gæld, altså modsat af soliditetsgraden.

6.6.2. Quick ratio

Quick ratio beskriver virksomhedens evne til at kunne betale dens kortfristede gæld med dens likvider (Hawawini & Viallet, 2022, s. 172-173). Quick ratio beregnes på baggrund af tilgodehavender og likvider divideret kortfristet gæld. Nøgletallet skal her helst være 1 eller derover, da alt kortfristet gæld i så fald vil kunne betales. I analyseperioden holder Quick ratio sig generelt under 1 foruden 2020/21, hvor der var en stor likvid beholdning. Virksomheden har generelt ikke en særlig stor likvid beholdning, da meget af den bruges på at investere i anlægsaktiver. Virksomheden har med et niveau på 0,85 i 2023/24 ikke mulighed for at kunne tilbagebetale alt deres kortfristede gæld. Nøgletallet har dog ingen betydning for going concern,

6.6.3. Tax effect ratio

Tax effect ratio beskriver skatteforholdene i virksomheden (Hawawini & Viallet, 2022, s. 203-204). Tax effect ratio beregnes på baggrund af EAT divideret EBT. I analyseperioden ligger tax effect ratio omkring 0,78, som svarer til en skatteprocent på 22%, som også er tilsvarende den almindelige selskabsskat i Danmark. I 2023/24 ligger den dog på 40, hvilket skyldes at der i dette regnskabsår er indregnet en skatteindtægt, som følge af regulering af udskudt skat. Dette har en positiv indvirkning på ROE.

6.7. Working capital requirement og finansiering

1. Spec. Arbejdskapital (WCR)						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Varebeholdning	6.191	8.060	8.609	10.325	9.913	11.217
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	9.367	11.306	13.580	9.531	10.105	12.496
Andre tilgodehavender	384	10	124	504	360	221
Periodeafgrænsningsposter	118	120	109	297	118	120
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-110	-129	-5.946	-9.709	-5.940	-6.581
Anden gæld	-20.933	-11.930	-5.622	-2.373	-3.731	-3.578
Arbejdskapital (WCR)	-4.983	7.437	10.854	8.575	10.825	13.895
Delta WCR (ændring)		12.420	3.417	-2.279	2.250	3.070
WCR i % af oms		14,31%	18,35%	15,12%	19,25%	23,77%

Figur 9 - Specifikation af arbejdskapital (egen tilvirkning)

Finansiering						
t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Net Longterm Financing	-11.583	1.417	7.876	848	2.692	4.720
Net Shortterm Financing	3.612	2.291	-1.550	3.136	3.304	4.964
Liquidity ratio	232,44%	19,06%	72,56%	9,89%	24,87%	33,97%
Self-sustainable growth rate (SGR)		7,76%	12,90%	0,91%	2,29%	0,20%
Sales growth		-3,02%	13,87%	-4,13%	-0,82%	3,94%

Figur 10 - Finansiering (egen tilvirkning)

Som en naturlig forlængelse af de foregående analyser er det relevant at undersøge selskabets likviditet og dens udvikling over tid, herunder hvordan arbejdskapitalen (WCR) er blevet finansieret (Hawawini & Viallet, 2022, s. 159-163). Net Longterm Financing (NLF) og Net Shortterm Financing (NSF) viser, i hvilket omfang virksomheden WCR er dækket af henholdsvis langfristede og kortfristede gældsforpligtelser og om der er matching mellem de to gældstyper. Hvis det ene af de to tal er negative, så er der ikke matching imellem finansieringstyperne. Dette svinger i løbet af perioden for A/S Thisted Bryghus, men de ender med en fin matching i slutåret. Dette tyder på at virksomheden fører en matching strategi (Hawawini & Viallet, 2022, s. 175-177).

Liquidity ratio beskriver forholdende mellem den langfristede og kortfristede finansiering af WCR. Denne har tidligere været høj, men er faldet meget i perioden, hvilket ikke er godt, da dette kan indikere likviditetsproblemer for virksomheden. Tendensen er dog opadgående igen, hvilket tyder på bedre tider.

Self-sustainable growth rate (SGR) angiver, hvor meget en virksomhed kan øge sin omsætning, uden at det kræver ændringer i kapitalstruktur eller driftsmæssige forudsætninger

(Hawawini & Viallet, 2022, s. 211-215). For A/S Thisted Bryghus har denne udviklet sig i negativ retning. Denne sammenholdes med udviklingen i omsætningen (growth rate) ud fra diagrammet i Bilag 12. I og med niveauet i SGR generelt ligger over sales growth, så tyder dette på, at A/S Thisted Bryghus potentielt står over for et finansieringsproblem. Denne konstatering understøtter og bekræfter de tidligere analytiske fund baseret på nøgletalsanalysen.

6.8. Cash to cash period

For at understøtte analysen i udviklingen i WCR foretages en vurdering af virksomhedens cash-to-cash period. Dette indebærer en beregning af henholdsvis collection period, inventory turnover period og payment period. Disse komponenter indgår i cash-to-cash-perioden, som angiver den gennemsnitlige tid, der forløber fra A/S Thisted Bryghus betaler sine leverandører, til virksomheden modtager betaling fra sine kunder. Dette er illustreret i Bilag 13.

Cash to cash period						
		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Average collection period (ACP)		79,43	83,79	61,34	65,57	78,01
Inventory turnover (gange om året)		3,66	3,93	3,51	3,42	3,13
Inventory turnover i dage (ITO)		99,83	92,76	103,88	106,57	116,77
Average payment period (APP)		1,50	63,05	93,27	64,64	66,05
Cash to cash period		177,76	113,51	71,95	107,50	128,73

Figur 11 - Cash-to-Cash Period (egen tilvirkning)

Overordnet set er virksomhedens Cash-to-Cash periode faldet igennem analyseperioden. Dette skyldes dog, at average payment period er meget lav, da man tidligere ikke har indregnet kreditorer på samme måde, som i de senere regnskabsår. Ser man bort fra det første år, så er Cash-to-Cash perioden stigende, som følge af de stigende lagerdage. Dette tyder på, at virksomheden producerer mere end, hvad de kan nå at omsætte. Både debitor- og kreditor-dagene er meget svingende i perioden, men som hovedpunkt bør virksomheden arbejde på at få nedbragt debitor- og lagerdage, for at skabe mere likviditet i virksomheden, som ikke er bundet op på tilgodehavender og lagre.

6.9. Frit Cash Flow

Som en naturlig udvidelse af analysen af virksomhedens cash-to-cash-periode er det relevant at undersøge udviklingen i det frie cash flow. Dette kan bidrage til at vurdere, hvilken effekt den længere liggetid på lageret og de forlængede betalingsfrister hos kunderne har haft, særligt i lyset af selskabets overordnede økonomiske situation. Det frie cash flow nedenfor er

beregnet på baggrund af den investerede kapital, da udregningen her står upåvirket af virksomhedens gældsstruktur. Der tages her også udgangspunkt i en skatteprocent på 22%.

Frit cash flow						
t.DKK		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
EBIT*(1-tax)		2.885	5.110	720	1.584	576
Afskrivninger		3.908	4.314	4.606	5.443	5.907
Delta WCR		-12.420	-3.417	2.279	-2.250	-3.070
Netcapex		-12.297	-1.370	-10.928	-6.508	-750
Frit cash flow		-17.923	4.637	-3.323	-1.731	2.663

Figur 12 - Frit Cash Flow (egen tilvirkning)

Det frie cash flow har udvist betydelige udsving i analyseperioden, hvilket primært kan forklares ved ændringer i arbejdskapitalbehovet (Delta WCR) samt niveauet af nettoinvesteringer (NetCapex). En stigning i WCR vil normalvis anses, som en god ting, men stigningen her skyldes pengebindinger i stigende debitorer og varelagre, så påvirker det cash flowet negativt. Hertil har de store investeringer også haft en betydelig indvirkning på cash flowet. Selvom det ikke er fordelagtigt, at selskabet i flere år har haft et negativt frit cash flow, indikerer likviditetsgraden og soliditetsgraden, at der ikke er tale om insolvens. Det peger snarere på en virksomhed, der midlertidigt er udfordret af investerings- og likviditetsmæssige forhold, primært som følge af eksterne faktorer.

6.10. Konkurrentanalyse

Som tidligere nævnt i rapporten, er der i bryggeribranchen hård konkurrence, da der er mange udbydere, der tilbyder lignende produkter. For at kunne vurdere konkurrencedygtigheden hos A/S Thisted Bryghus, kan det være nødvendigt at sammenholde deres regnskabstal med nogle af deres direkte konkurrenter. Til denne analyse er der fremvalgt tre andre bryghuse, som er af nogenlunde samme størrelsesorden som A/S Thisted Bryghus, samt har nogenlunde samme produktmix og kultstatus:

- Skagen Bryghus A/S (Skagen Bryghus A/S, 2025).
- Hancock Bryggerierne (Hancock Bryggerierne A/S, 2025)
- Svaneke Bryghus (Svaneke Bryghus A/S, 2025).

Virksomhederne er dog forskellige i deres regnskabsaflæggelse, så der skal først tages nogle forholdsregler:

- Regnskabsår: Ikke alle virksomheder følger samme regnskabsperiode, så der tages her udgangspunkt i det skatteår, som regnskabet aflægges.
- Omsætning: Ikke alle selskaber oplyser omsætning i deres årsrapport – dette sammenligningstal fravælges derfor. Overskudsgraden kan derfor eller ikke beregnes.
- Resultatopgørelse: Disse er både funktionsopdelte og artsopdelte, hvorfor sammenligningsgrundlag ikke kan ske på baggrund af hverken bruttoresultat eller EBITDA.
- Managerial Balance Sheet: Da der ikke er udviklet et Managerial Balance Sheet for de andre bryghuse, tages der i denne sammenligning udgangspunkt i de almindelige balancetal til beregning af nøgletal. Disse vil derfor afvige fra ovenstående analyse.

Ud fra ovenstående faktorer er det derfor besluttet at sammenligne virksomhederne på baggrund af EBIT, indekstal heraf, samt ROIC. Grafdiagrammer af de anvendte tabeller i dette afsnit er vist i Bilag 14.

EBIT						
t.DKK		2020	2021	2022	2023	2024
A/S Thisted Bryghus		3.699	6.551	923	2.031	739
Skagen Bryghus A/S		2.551	1.345	1.824	244	1.504
Svaneke Bryghus A/S		4.186	3.824	1.634	1.871	3.954
Hancock Bryggerier A/S		4.441	3.710	6.218	8.207	106

Figur 13 - EBIT (egen tilvirkning)

EBIT indeks						
		2020	2021	2022	2023	2024
A/S Thisted Bryghus		100%	177%	25%	55%	20%
Skagen Bryghus A/S		100%	53%	72%	10%	59%
Svaneke Bryghus A/S		100%	91%	39%	45%	94%
Hancock Bryggerier A/S		100%	84%	140%	185%	2%

Figur 14 - Indekstal (egen tilvirkning)

Aktivmasse							
t.DKK		2019	2020	2021	2022	2023	2024
A/S Thisted Bryghus		59.590	71.416	74.243	75.957	76.859	75.266
Skagen Bryghus A/S		25.944	25.985	23.816	28.066	26.875	27.535
Svaneke Bryghus A/S		46.584	48.516	48.006	44.745	43.136	45.606
Hancock Bryggerier A/S		32.959	42.059	48.398	48.817	55.774	59.503

Figur 15- Aktivmasse (egen tilvirkning)

Ud fra ovenstående tabeller kan det ses, at næsten alle virksomhederne har lidt af nedgang over den seneste femårige periode og ender alle med en EBIT lavere end sammenligningsåret. Hancock Bryggerierne A/S ser en fremgang det meste af perioden, men falder så til sidst i perioden og får faktisk det dårligste resultat af dem alle. Udviklingen i indekstallene viser de

klare konsekvenser af den stigende inflation, som har gjort det dyrere for virksomhederne at producere deres produkter. Der ses dog et mindre opsving for Skagen Bryghus A/S og Svaneke Bryghus A/S hen mod slutningen af perioden, hvilket kan indikere, at de har formået at styre deres omkostninger bedre end de andre.

Aktivmassen er her også inkluderet for at sammenholde størrelsen på virksomhederne. A/S Thisted Bryghus starter på et lignende niveau med de andre virksomheder, men ender altså som langt den største i slutningen af analyseperioden, som følge af de mange investeringer de har foretaget i perioden.

ROIC						
		2020	2021	2022	2023	2024
A/S Thisted Bryghus		5,65%	8,99%	1,23%	2,66%	0,97%
Skagen Bryghus A/S		9,82%	5,40%	7,03%	0,89%	5,53%
Svaneke Bryghus A/S		8,80%	7,92%	3,52%	4,26%	8,91%
Hancock Bryggerier A/S		11,84%	8,20%	12,79%	15,69%	0,18%

Figur 16 - ROIC (egen tilvirkning)

Kigger man på ROIC, så har tendensen været den samme. Alle virksomhederne på nær Hancock Bryggerierne A/S har set en generel nedgang af afkastet hen over analyseperioden. A/S Thisted Bryghus og Hancock Bryggerierne A/S ser nogle af deres laveste afkast hidtil i slutningen af analyseperioden, hvortil Skagen Bryghus A/S og Svaneke Bryghus ser et lille opsving igen. Ud fra disse tal kan det tydes, at A/S Thisted Bryghus ikke er de eneste i branchen, som har lidt af nedgang, men hvor nogle af virksomhederne langsomt er på vej op igen, så har A/S Thisted Bryghus ikke formået dette endnu.

6.11. Delkonklusion på regnskabsanalyse

A/S Thisted Bryghus har tidligere haft nogle rigtig gode år og klarede sig umiddelbart fint igennem Covid-19 pandemien uden de store skrammer. Til gengæld har inflationskrisen ramt dem meget hårdt og de har derfor haft nogle af deres laveste resultater de sidste tre år. Virksomhedens likviditet har også taget et hårdt dyk som følge af de mange investeringer, som virksomheden har gjort sig inden for de sidste par år. Virksomheden har dog fortsat en fin soliditet og er derfor godt udrustet til at kunne klare sig et stykke endnu. Virksomheden formår trods modgang fortsat at præsentere overskud lidt endnu, hvorfor alt ikke ser helt sort ud endnu. Bryghuset klarer sig umiddelbart også fint i forhold til konkurrenterne, da de også har set en hård nedgang i de seneste år.

7. Budgettering

Dette afsnit vil fokusere på budgetlægning af både drifts- og finansieringsaktiviteter for A/S Thisted Bryghus. Formålet er at belyse, hvordan virksomheden kan skabe værdi fremadrettet. Budgettet vil blandt andet blive udarbejdet med afsæt i tallene fra regnskabsanalysen, samt den strategiske analyse og dens indsigt i de ikke-finansielle værdidrivere baseret på observationer fra samfund og branche.

Det udarbejdede budget dækker over en periode på fem år. Denne tidshorisont er valgt, da A/S Thisted Bryghus opererer i et marked præget af begrænset vækst eller endda nedgang, hvilket medfører en forventning om kun moderat udvikling i perioden.

7.1. Budgetteret omsætning

Den makroøkonomiske udvikling, både på globalt og nationalt plan, udgør en væsentlig faktor for bryghusets fremtidige muligheder. Den aktuelle økonomiske situation er imidlertid karakteriseret ved en høj grad af usikkerhed, hvilket komplicerer forudsigelser og strategisk planlægning. Danmarks Nationalbank forventer dog en stabilisering i inflationen og udsigt til fremgang i dansk økonomi, til trods for geopolitisk usikkerhed (Danmarks Nationalbank, 2025). Dette er gode nyheder for A/S Thisted Bryghus, da dette vil betyde en normalisering i råvare-, energi- og transportpriserne, samt at forbrugernes købekraft igen vil stige, hvilket i sidste ende kan øge salget igen. Derudover er den hårde konkurrence på bryggerimarkedet og aftagende, da flere bryggerier har lukket ned eller måske er blevet mere tilbageholdende.

Den gennemsnitlige stigning i omsætningen hos A/S Thisted Bryghus har hen over de sidst fem år lagt på ca. 3,21% årligt. Ud fra ovenstående oplysninger forventes dette tal dog at kunne blive højere, hvorfor den årlige vækst i procent fastsættes derfor 4%, hvilket stadig er konservativt sat.

Udvikling omsætning						
t.DKK	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	GNS.
Nætoomsætning	51.951	59.157	56.713	56.247	58.464	
Stigning i procent		13,87%	-4,13%	-0,82%	3,94%	3,21%

Figur 17- Udvikling omsætning (egen tilvirkning)

Budgetteret omsætning						
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B
Nætoomsætning	58.464	60.803	63.235	65.764	68.395	71.130
Budgetteret vækst i procent		4%	4%	4%	4%	4%

Figur 18 - Budgetteret omsætning (egen tilvirkning)

7.2. Budgetterede omkostninger

Til budgettering af omkostningerne vil man i almindelig forstand kunne anvende common size modellen, hvori omkostningerne tager udgangspunkt i en fast andel af omsætningen.

Common size						
	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	GNS.
Produktionsomkostninger	56,72%	57,26%	63,97%	60,36%	59,97%	59,66%
Distributionsomkostninger	21,62%	17,98%	19,36%	18,43%	19,91%	19,46%
Administrationsomkostninger	7,02%	6,39%	6,92%	7,92%	8,75%	7,40%

Figur 19- Common size (egen tilvirkning)

Denne tilgang tager dog ikke forbehold for eventuelle ændringer omkostningsforholdene, da de stiger fast i takt med omsætningen. Særligt produktions- og distributionsomkostninger har ved udgangen af perioden set store stigninger, som følge af den øgede inflation. Som nævnt i tidligere afsnit, forventes det at dette vil stagnere, hvorfor der må forventes en lavere stigning end ovenstående. Der tages derfor udgangspunkt i en stigning i produktions- og distributionsomkostninger på 3% og en stigning i administrationsomkostninger på 1%

Budgetteret omkostninger						
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B
Produktionsomkostninger	-35.061	-36.113	-37.196	-38.312	-39.461	-40.645
Stigning i procent		3%	3%	3%	3%	3%
Andel af omsætning		59,39%	58,82%	58,26%	57,70%	57,14%
Distributionsomkostninger	-11.639	-11.988	-12.348	-12.718	-13.100	-13.493
Stigning i procent		3%	3%	3%	3%	3%
Andel af omsætning		19,72%	19,53%	19,34%	19,15%	18,97%
Administrationsomkostninger	-5.118	-5.169	-5.221	-5.273	-5.326	-5.379
Stigning i procent		1%	1%	1%	1%	1%
Andel af omsætning		8,50%	8,26%	8,02%	7,79%	7,56%

Figur 20 - Budgetteret omkostninger (egen tilvirkning)

7.3. Budgetteret EBIT%

Der er ingen kendskab til store projekter i pipelinen for A/S Thisted Bryghus foruden opførelsen af Brygge-kulturen Hus i den gamle bryggeri-bygning. Omkostningerne forbundet hertil er dog ukendte, hvorfor der ikke tages yderligere hensyn. Dog har virksomheden altid løbende investeringer i året i forbindelse med udskiftning af materiel. Det forventes derfor af de nuværende afskrivninger vil falde med 0,5% årligt i takt med at noget materiel fuldt afskrives.

Budgetteret afskrivninger						
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B
Afskrivninger	-5.907	-5.877	-5.848	-5.819	-5.790	-5.761
Budgetteret vækst i procent		-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

Figur 21 - Budgetteret afskrivninger (egen tilvirkning)

Budgetteret resultatopgørelse						
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B
Nættöomsætning	58.464	60.803	63.235	65.764	68.395	71.130
Produktionsomkostninger	-35.061	-36.113	-37.196	-38.312	-39.461	-40.645
Bruttoresultat	23.403	24.690	26.038	27.452	28.933	30.485
Distributionsomkostninger	-11.639	-11.988	-12.348	-12.718	-13.100	-13.493
Administrationsomkostninger	-5.118	-5.169	-5.221	-5.273	-5.326	-5.379
EBITDA	6.646	7.532	8.470	9.461	10.508	11.613
Afskrivninger	-5.907	-5.877	-5.848	-5.819	-5.790	-5.761
EBIT	739	1.655	2.622	3.642	4.718	5.852
EBIT%	1,26%	2,72%	4,15%	5,54%	6,90%	8,23%

Figur 22 - Budgetteret resultatopgørelse (egen tilvirkning)

Udviklingen i de forrige forudsætninger resulterer derfor i ovenstående resultatopgørelse. EBIT har igennem de sidste par år været relativ lav og forventes at fortsætte sådan i den kommende tid. Dette skyldes at den procentuelle stigning i omsætningen er konservativt sat, samt at afskrivningerne fortsat er meget høje. Dog forventes det at EBIT% på sigt vil kunne vende tilbage til samme niveau som nogle af de tidligere år før inflationen ramte.

7.4. Budgetteret Netcapex

Der som nævnt, er der ingen kendte nye investeringer, men der udskiftes løbende materiel i virksomheden. Investeringerne er derfor sat i den lave ende, men med stigning mod slutningen af budgetperioden, da det må forventes, at der igen efter udgangen af budgetperioden bør investeres i nyt produktionsudstyr, da det har en forventet levetid på 5-15 år ifølge anvendt regnskabspraksis (Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik, 2025).

Budgetteret Netcapex						
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B
Materielle anlægsaktiver primo	56.250	51.093	46.156	41.190	37.194	33.168
Nettoinvesteringer	750	1.000	1.000	2.000	2.000	3.000
Afskrivninger	5.907	5.937	5.966	5.996	6.026	6.056
Materielle anlægsaktiver ultim	51.093	46.156	41.190	37.194	33.168	30.112

Figur 23 - Budgetteret Netcapex (egen tilvirkning)

7.5. Budgetteret WCR

Til den videre beregning af det frie Cash flow værdiansættelsen i næste afsnit, skal et budget for arbejdskapitalen også udarbejdes.

Budgetteret WCR							
t.DKK	2023/24R	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B	Årlig %
Varebeholdning	11.217	11.329	11.442	11.557	11.672	11.789	1,0%
Tilgodehavender fra salg og tjen	12.496	12.746	13.001	13.261	13.526	13.797	2,0%
Andre tilgodehavender	221	222	223	224	225	227	0,5%
Periodeafgrænsningsposter	120	121	121	122	122	123	0,5%
Leverandører af varer og tjenest	-6.581	-6.713	-6.847	-6.984	-7.123	-7.266	2,0%
Anden gæld	-3.578	-3.650	-3.723	-3.797	-3.873	-3.950	2,0%
Arbejdskapital (WCR)	13.895	14.056	14.218	14.383	14.550	14.719	
Delta WCR (ændring)		161	163	165	167	169	

Figur 24 - Budgetteret WCR

Der forventes ikke den store ændring i arbejdskapitalen, da udviklingen i resultatposterne også er forholdsvis forsigtig. Debitorer forventes at stige sammen med omsætningen, da et stigende antal kunder og ordrer altid vil medføre en stigende debitormasse. Der gøres dog forhåbninger om, at debitor dagene mindskes, hvorfor den procentuelle stigning er lille. Det samme gør sig gældende for kreditorer, da flere ordrer også betyder mere indkøb. Derudover vurderes lageret også at stige, men med den forhåbning om, at lager dagene også skal falde markant, sammenholdt med det nuværende. Alt dette vil forbedre virksomhedens Cash-to-Cash periode og dermed dens likviditet. Til sidst vurderes det, at der også vil ske en stigning i anden gæld, hvorunder moms, ølafgift og medarbejderrelateret forpligtelser også hører ind under. Denne post forventes også at stige i takt med den stige aktivitet i virksomheden.

8. Værdiansættelse

Dette afsnit har til formål at fastsætte den estimerede fundamentale markedsværdi for A/S Thisted Bryghus pr. 30-09-2024. Beregningen bygger på indsigter fra både den strategiske og finansielle analyse fra tidligere afsnit. Et budget er også udarbejdet i forrige afsnit som grundlag for vurderingen. Værdiansættelsen foretages ved hjælp af the Discounted Cash Flow model (DCF-modellen) (Hawawini & Viallet, 2022, s. 328-330), som opbygges på baggrund af det kapitalomkostningerne og det frie Cash-flow i virksomheden.

8.1. WACC

Et af hovedelementerne i DCF-modellen er beregningen af virksomhedens kapitalomkostninger (WACC) (Hawawini & Viallet, 2022, s. 439). Denne repræsenterer virksomhedens samlede kapitalomkostning, beregnet som et vægtet gennemsnit af omkostningerne ved egenkapital og gæld. Den giver et samlet billede af, hvad det koster virksomheden at rejse kapital fra forskellige finansieringskilder. WACC'en udregnes via følgende formel:

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

Elementerne i overstående udgør følgende:

- k_E = Omkostninger for finansiering gennem egenkapital
- k_D = Omkostninger for finansiering gennem fremmedkapital
- E = Egenkapitalfinansiering
- D = Gældsfinansiering
- T_c = Den effektive skatteprocent

Hertil skal en række yderligere parametre fastsættes, som beskrives i følgende afsnit

8.1.1. Beta

Beta afspejler den risiko, der er forbundet med at investere i A/S Thisted Bryghus' aktie i forhold til markedsrisikoen generelt. Den viser, hvor følsom aktiens afkast er over for bevægelser i det samlede marked. Jo højere beta, jo højere risiko for investeringen. En beta over 1 indikerer, at aktien svinger mere end markedet. En beta på 1 betyder samme følsomhed som markedet, mens en beta under 1 viser lavere kursfølsomhed. Betaen for A/S Thisted bryghus

kan beregnes på baggrund af den gennemsnitlige beta for det generelle branche i Europa og kan ses i nedenstående figur:

Industry Name	Number of firm	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered bet
Beverage (Alcoholic)	50	0,61	58,59%	13,68%	0,42
Beverage (Soft)	15	0,65	33,20%	16,70%	0,52

Figur 25 – BetaEurope (Damodaran, 2025)

Ifølge denne figur kan den foreløbige unlevered betaværdi fastsættes til 0,42 på baggrund af, at A/S Thisted Bryghus' primære salg består af alkoholiske drikkevarer. Herefter skal der tages højde for gældsandelen i virksomheden ved at gange beta med målet for debt-equity (Hawawini & Viallet, 2022, s. 433-435). Dette forhold fastsættes til 20%, hvorfor beregningen bliver:

$$\beta = 0,42 * (1 + 20\%) = 0,50$$

8.1.2. Den Risikofrie rente

Den risikofrie rente blev beskrevet tidligere i regnskabsanalysen og betegnes som den effektive rente på en 10-årig statsobligation (Skattestyrelsen, u.d.). Ifølge Danmarks Statistik var den effektive rente 1,85% pr. 30-09-24 (Danmarks Statistik, 2025).

8.1.3. Markedsrisikopræmien

Også som tidligere nævnt er markedsrisikopræmien det merafkast, en investor forventer ved at investere i aktier frem for risikofrie aktiver som statsobligationer. Den kompenserer for den højere risiko, der er forbundet med aktiemarkedet. SKAT anbefaler en risikopræmie på 4,50% (Skattestyrelsen, u.d.).

8.1.4. Cost of Equity

Efter fastsættelse af ovenstående parametre kan de første led i WACC'en beregnes, som er Ke (Cost of Equity) Denne regnes på følgende måde:

$$k_{E,i} = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_{equity,i} = 0,5 * 4,5\% + 1,85\% = 4,10\%$$

Elementerne i overstående udgør følgende:

- R_F = Den risikofrie rente = 1,85%
- $[E(R_M) - R_F]$ = Markedsrisikopræmien = 4,5%
- β_e = A/S Thisted Bryghus' betaværdi = 0,5

8.1.5. Den gennemsnitlige gældsrente

Den gennemsnitlige gældsrente beregnes på baggrund af finansieringsomkostningerne divideret med de samlede rentebærende gældsposter for 2023/24:

$$\text{Gældsrente} = \frac{737}{2} \left(\frac{7429 + 9201 + 1343 + 3627}{2} \right) = 6,82\%$$

8.1.6. Den effective skatteprocent

Den effective skatteprocent fastsættes til 22%, da dette er skatteprocenten i Danmark. A/S Thisted Bryghus er ikke på andre markeder end det danske, hvorfor fastsættelsen vurderes forsvarlig. Hertil har dette også været den historiske skatteprocent i regnskabsanalysen.

8.1.7. Egenkapitals- og gældsandel

Det ønskede debt-equity mål er tidligere fastsat til 20%. Dette er gjort på baggrund af de seneste års fordeling af egenkapital og gæld. Egenkapitalsandelen kan derfor fastsættes som følgende:

$$k_E = \frac{1}{1 + 20\%} = 83\%$$

Gældsandelen er det modsatte af egenkapitalsandelen, hvorfor denne så er 17%

8.1.8. Beregning af WACC

Da alle elementer i WACC'en nu er fastlagt, kan den endelige formel beregnes:

$$83\% * 4,10\% + 6,82\% * (1 - 22\%) * 17\% = 4,31\%$$

8.2. Det frie Cash flow

Ud fra de tidligere beregninger i budget-afsnittet kan det budgetterede fri cash flow beregnes på samme måde som i regnskabsanalysen

Budgetteret frit cash flow						
t.DKK	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B	
EBIT*(1-tax)	1.291	2.045	2.841	3.680	4.565	
Afskrivninger	5.877	5.848	5.819	5.790	5.761	
Delta WCR	-161	-163	-165	-167	-169	
Netcapex	-1.000	-1.000	-2.000	-2.000	-3.000	
Frit cash flow	6.008	6.730	6.495	7.303	7.157	

Figur 26 – Budgetteret frit cash flow (egen tilvirkning)

Som det ses i ovenstående tabel, så er cash flowet positivt og stigende gennem hele den budgettede periode. Dette skyldes, at EBIT er stigende som følge af stigende omsætning og af-tagende omkostninger, samt en lav ændring i arbejdskapitalen og markant lavere investerin-ger. Dette påvirker udregningen i DCF-modellen positivt.

8.3. DCF-modellen

8.3.1. Terminalværdi

Terminalværdien (DCF Value) repræsenterer nutidsværdien af virksomhedens forventede frie pengestrømme ud over den eksplicite budgetperiode. I dette tilfælde indtræder terminalperio-den efter regnskabsåret 2029/30 og antager, at virksomheden fortsætter som going concern i al fremtid. Ved beregning af DCF Value anvendes nedstående formel:

$$\text{DCF Value} = \frac{\text{Cashflow i terminalåret}}{\text{WACC} - \text{Vækstrate}}$$

Ved denne beregning skal der fastsættes en vækstrate, som har stor indflydelse for den ende-lige værdiansættelse. Den terminale vækstrate er i dette tilfælde fastsat til 1,5 %, hvilket af-spejler en konservativ vurdering baseret på den forventede langsigtede inflation og BNP-vækst i Danmark (Danmarks Statistik, u.d.). Dette niveau vurderes at være i overensstem-melse med virksomhedens modenhed og markedsposition

$$\text{DCF Value} = \frac{8059 \text{ t. DKK}}{4,31\% - 1,5\%} = 286.783 \text{ t. DKK}$$

Herefter skal DCF Value tilbagediskonteres til nutidværdien, for at give et retvisende billede af virksomhedens værdi i nutidspenge. Dette gøres med denne formel:

$$\text{DCF Value} * (1 + \text{WACC})^{-\text{antal budgetår}} = 286.783 * (1 + 4,31\%)^{-5} = 232.233 \text{ t. DKK}$$

8.3.2. Enterprise Value

Da alle faktorer til beregningen af den teoretiske værdi (Enterprise Value) nu er fastlagte, kan den endelige DCF-model opstilles:

Værdi ud fra DCF:		2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B	2029/30T
Vækst i omsætningen		4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Omsætning		60.803	63.235	65.764	68.395	71.130	73.976
EBIT%		2,72%	4,15%	5,54%	6,90%	8,23%	9,53%
WCR		14.056	14.218	14.383	14.550	14.719	14.890
Tax effect ratio		0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Frit cash flow	t.DKK	2024/25B	2025/26B	2026/27B	2027/28B	2028/29B	2029/30T
Omsætning		60.803	63.235	65.764	68.395	71.130	73.976
Vareforbrug (Cost of goods sold)		36.113	37.196	38.312	39.461	40.645	41.865
Salgs- og administrationsomk.		17.157	17.569	17.991	18.426	18.872	19.330
Afskrivninger (depreciation)		5.877	5.848	5.819	5.790	5.761	5.732
EBIT		1.655	2.622	3.642	4.718	5.852	7.049
EBIT*(1-tax)		1.291	2.045	2.841	3.680	4.565	5.498
+depreciation		5.877	5.848	5.819	5.790	5.761	5.732
-investeringer (net Capax)		1.000	1.000	2.000	2.000	3.000	3.000
-ændring i WCR		161	163	165	167	169	171
Free cash flow		6.008	6.730	6.495	7.303	7.157	8.059
Terminalværdi	286.783						
Antal år - terminalåret (det sidste år)	5 år						
NPV af explicit forecast periode	29.631						
NPV af terminalværdi	232.233						
Samlet EV	261.864						
+cash	6						
-gæld	22.364						
=Værdi af EK (Equity Value)	239.506						
Enterprise Value i DKK	239.505.843						

Figur 27 - Værdiansættelse af A/S Thisted Bryghus DCF-model (egen tilvirkning)

På baggrund af de ovenstående beregninger, som tager udgangspunkt i det udarbejdede budget og de fastsatte forudsætninger, er den teoretiske værdi af A/S Thisted Bryghus blevet beregnet til 239.505.843 kr. ved anvendelse af DCF-modellen.

Da selskabet ikke er børsnoteret, findes der ikke en aktuel kursværdi, som beregningen kan sammenlignes med. Den teoretiske værdi er dog opgjort pr. aktie og fremgår nedenfor:

Enterprise fordelt pr. aktie i DKK			
Samlet aktiekapital:	900.000		
Nominel værdi	Antal aktier	Værdi pr. aktie	I alt
1.500	112	399.176	44.707.757
750	236	199.588	47.102.816
300	1.504	79.835	120.072.263
150	692	39.918	27.623.007
			239.505.843

Figur 28 - Enterprise Value fordelt pr. aktie (egen tilvirkning)

Det særlige ved aktionærene hos A/S Thisted Bryghus er, at langt størstedelen af dem ikke ejer aktier i selskabet på baggrund af et fremtidigt afkast. Der udloddes heller ikke udbytte til aktionærene, så aktien har for de fleste absolut ingen anden betydning andet end et finansielt klenodie, som indeholder en åben invitation til fællesspisning en gang om året. Aktien sælges også sjældent til uregulerede priser eller går endda i arv. Udregningen af den teoretiske værdi er derfor primært forbeholdt en eventuel opkøbssituation af et større selskab.

8.3.3. Kritik af model

DCF-modellen er et af de mest anvendte værktøjer til værdiansættelse af en virksomhed. Modellen er teoretisk veldokumenteret og bygger på stærke fundamentale økonomiske principper. Modellen er fleksibel og kan tilpasses forskellige scenarier og forudsætninger, men dette er også en af dens største svagheder. Modellen er nemlig ekstremt følsom over for input som vækstrater, diskonteringsrente og budgetterede pengestrømme, hvilket kan give store udsving i den endelige værdiansættelse. Herudover fokuserer den også på fremtidige pengestrømme, hvilket er centralt for virksomhedens reelle værdi. Det er dog svært at spå om, hvad fremtiden bringer og budgetter holder sjældent 100% i en branche i stor forandring.

9. Konklusion

Dette rapportens primære formål har været at estimere den fundamentale værdi af Thisted Bryghus pr. 30-09-2024. For at muliggøre en valid værdiansættelse har det været nødvendigt at gennemføre en række analyser, herunder en strategisk analyse, der belyste en række interne og eksterne forhold for virksomheden. Endvidere er der foretaget en regnskabsanalyse med henblik på at opnå en dybere forståelse af virksomhedens finansielle performance. Disse analyser har tilsammen dannet grundlag for den efterfølgende budgettering, som udgør fundamentet for værdiansættelsen. Konklusionen kan derfor opdeles i de tre hovedemner fra rapportens problemformulering.

9.1. Strategisk analyse

Der er en lang række af både interne og eksterne faktorer, som har haft indflydelse på A/S Thisted Bryghus strategiske beslutningstagen. Særligt har den stigende inflation ramt dem hårdt, samt en ændring i forbrugeradfærden som følge heraf. Virksomheden har foretaget mange tiltag for at imødegå disse tendenser, hvilket indikerer en stærk fleksibilitet fra Bryghusets side. Dette har også gjort, at virksomheden har en stærk markedsposition da de er landskendte for at innovere og produktudvikle. Samtidig har de også en stærk lokal opbakning, som bidrager til at fastholde deres nuværende position. Vil Bryghuset skabe vækst på sigt, skal de fortsætte med at innovere i håb om at ramme en trend hos forbrugerne. Samtidigt vil et øget fokus på omkostningsstyring og -begrænsning gavne dem i det lange løb, da de ikke længere vil være så følsomme for pludselige ændringer i samfundsøkonomien.

9.2. Regnskabsanalyse

Det må siges at A/S Thisted Bryghus har haft nogle dårlige år over den sidste tid. Virksomheden hovedtal har vist nogle af deres laveste resultater længe og nøgletallene viser, at der kan være risiko for likviditetsproblemer i den nærmeste fremtid. Som nævnt i de eksterne forhold, så har især inflationen haft indflydelse på de stigende ressourceomkostninger, som har påvirket resultatet i en negativ retning. Dertil skal det siges, at A/S Thisted Bryghus' konkurrenter også er hårdt ramte og at de umiddelbart fortsat er fint stillet i forhold til den nærmeste konkurrence.

9.3. Værdiansættelse

I det beregnede budget ses der positivt på fremtiden. Det forudsættes at inflationen vil falde og dermed stagnere den negative udvikling i produktionsomkostningerne, samt at forbrugerne vil få en større købekraft, hvorfor salget af øl igen forventes at stige. De mange år med dyre investeringer forventes også at stagnere, hvilket giver plads i det frie cash flow. På baggrund af de forudgående beregninger og forudsætninger forventes der derfor at kunne svare på;

Hvad er den estimerede fundamentale værdi af A/S Thisted Bryghus pr. 30-09-2024?

Det kan konkluderes at virksomhedens teoretiske værdi er 239.505.843 kr. ved anvendelse af DCF-modellen. Dog er den anvendte model meget følsom overfor dens skønnede parametre, så resultatet af dette kan nemt ændre sig.

Hvorvidt A/S Thisted Bryghus vil lade sig opkøbe af et større bryggeri, er helt op til selskabets ledelse og dets aktionærer. Det er dog tvivlsomt, at de er villige til at opgive deres lokalforankring og den 4. højtid i Thy. Man kan trække bryghuset ud af Thisted, men man kan ikke trække Thisted ud af bryghuset.

10. Litteraturliste

- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (28. november 2019). *Thisted Bryghus indvier nyt bryghus med folkefest*. Hentet 11. maj 2025 fra [via.ritzau.dk](https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13584011/thisted-bryghus-indvier-nyt-bryghus-med-folkefest?publisherId=11980452):
<https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13584011/thisted-bryghus-indvier-nyt-bryghus-med-folkefest?publisherId=11980452>
- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (27. februar 2021). *Årsrapport 01.10.2019 - 30.09.2020*. Hentet fra [Datacvr.virk.dk](https://datacvr.virk.dk):
<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzNiLzMzL2FjLzQxLzM3ZWmtNDAYNy1iODlmLWE0OTRlYjgxMDA3MA&cvrNummer=39220814>
- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (21. februar 2022). *Årsrapport 01.10.2020 - 30.09.2021*. Hentet fra [Datacvr.virk.dk](https://datacvr.virk.dk):
<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzAwL2UzL2Y1LzQ0LzZhMWQtNGJlYi04ZmUwLTM1ZGRiOTdkMzQ5ZQ&cvrNummer=39220814>
- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (28. januar 2023). *Vedtægter*. Hentet 11. maj 2025 fra [Thisted-Bryghus.dk](https://thisted-bryghus.dk): <https://thisted-bryghus.dk/wp-content/uploads/2023/08/Vedtaegter-280123-underskrevet.pdf>
- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (16. februar 2023). *Årsrapport 01.10.2021 - 30.09.2022*. Hentet fra [Datacvr.virk.dk](https://datacvr.virk.dk):
<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzZiLzFmLzY1L2ExL2NiOGMtNGFiMi05YTlZLTdlYTU4MTE0ZmJhYw&cvrNummer=39220814>
- Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (5. februar 2024). *Årsrapport 01.10.2022 - 30.09.2023*. Hentet 11. maj 2025 fra [Datacvr.virk.dk](https://datacvr.virk.dk):
<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzL2Q2LzdkLzYxL2Y1LzM5YzItNGM5MS05MTEyLWYzODViMzBjYTUwNA&cvrNummer=39220814>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (25. januar 2025). *Thisted Bryghus præsenterer vækst og nye tiltag trods udfordringer i 2024*. Hentet 11. maj 2025 fra Thisted-Bryghus.dk: <https://thisted-bryghus.dk/thisted-bryghus-praesenterer-vaekst-og-nye-tiltag-trods-udfordringer-i-2024/>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (11. februar 2025). *Årsrapport 01.10.2023 - 30.09.2024*. Hentet 11. maj 2025 fra Datacvr.virk.dk: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzI1L2JiLzI2LzZmL2E5MTQtNDQ3My04YWw2LWU3NWUxMWIxM2E4ZQ&cvrNummer=39220814>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (u.d.). *Find den helt rigtige øl til dig*. Hentet 11. maj 2025 fra Thisted-Bryghus.dk: <https://thisted-bryghus.dk/oe/>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (u.d.). *Om Bryghuset*. Hentet 11. maj 2025 fra Thisted-Bryghus.dk: <https://thisted-bryghus.dk/om-bryghuset/>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Mineralvandsfabrik. (24. oktober 2024). *Bevilling fra Realdania til Bryggekluturens Hus*. Hentet 11. maj 2025 fra Thisted-bryghus.dk: <https://thisted-bryghus.dk/bevilling-realdania-bryggekluturens-hus/>

Aktieselskabet Thisted Bryghus & Thisted Mineralvandsfabrik. (u.d.). *Kontakt os*. Hentet 11. maj 2025 fra Thisted-bryghus.dk: <https://thisted-bryghus.dk/kontakt/>

Bryggeriforeningen. (7. marts 2023). *Endnu flere bryggerier i Danmark*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/endnu-flere-bryggerier-i-danmark/>

Bryggeriforeningen. (11. april 2024). *Alkoholfri øl fejrer jubilæum med rekordsalg*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/alkoholfri-oe-fejrer-jubilaem-med-rekordsalg/>

Bryggeriforeningen. (07. november 2024). *Branchen følger EU's mål for genanvendt plast i nye flasker*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/branchen-foelger-eus-maal-for-genanvendt-plast-i-nye-flasker/>

Bryggeriforeningen. (4. juli 2024). *Flere mikrobryggerier forvandler CO₂ til øl-skum*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/flere-mikrobryggerier-forvandler-co%e2%82%82-til-oel-skum/>

Bryggeriforeningen. (9. januar 2025). *Antallet af danske bryggerier falder*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/antallet-af-danske-bryggerier-falder/>

Bryggeriforeningen. (4. marts 2025). *Frygt for lukning af bryggerier stiger*. Hentet 11. maj 2025 fra Bryggeriforeningen.dk: <https://bryggeriforeningen.dk/frygt-for-lukning-af-bryggerier-stiger/>

Christensen, C. G. (28. januar 2023). *Den fjerde højtid er tilbage: Endelig er det tid til bajere og gule ærter*. Hentet 11. maj 2025 fra Nordjyske.dk: <https://nordjyske.dk/nyheder/thisted/den-fjerde-hoejtid-i-thy-er-tilbage-endelig-er-det-tid-til-bajere-og-gule-aerter/4103455>

CVR - Det Centrale Virksomhedsregister. (u.d.). *AKTIESELSKABET THISTED BRYGHUS & THISTED MINERALVANDSFABRIK*. Hentet 11. maj 2025 fra datacvr.virk.dk: <https://datacvr.virk.dk/enhed/virksomhed/39220814?fritekst=thisted%2520bryghus&sideIndex=0&size=10>

Damodaran, A. (5. januar 2025). Hentet 11. maj 2025 fra pages.stern.nyu.edu: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaEurope.xls>

Danmarks Nationalbank. (22. april 2025). *Officielle rentesatser*. Hentet 11. maj 2025 fra Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser- pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>

Danmarks Nationalbank. (19. marts 2025). *Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider*. Hentet 11. maj 2025 fra Nationalbanken.dk: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2025/udsigt-til-lavere-loenstigninger-og-stabil-inflation-trods-usikre-tider>

Danmarks Statistik. (11. maj 2025). *MPK3: Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type*. Hentet 11. maj 2025 fra Statistikbanken.dk: <https://www.statistikbanken.dk/MPK3>

Danmarks Statistik. (11. maj 2025). *PRIS111: Forbrugerprisindeks (2015=100) efter varegruppe og enhed*. Hentet 11. maj 2025 fra Statistikbanken.dk:
<https://www.statistikbanken.dk/pris111>

Danmarks Statistik. (u.d.). *Forbrugerprisindeks*. Hentet 11. maj 2025 fra DST.dk:
<https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/prisindeks/forbrugerprisindeks>

Danmarks Statistik. (u.d.). *Nøgletal for nationalregnskabet (BNP)*. Hentet 11. maj 2025 fra dst.dk: <https://www.dst.dk/da/Statistik/emner/oekonomi/nationalregnskab/noegletal-for-nationalregnskabet-bnp>

Danske Ølentusiaster. (u.d.). *Årets Danske Bryggeri*. Hentet 11. maj 2025 fra ale.dk:
<https://ale.dk/aktiviteter/arets-danske-bryggeri/>

Eriksen, I. (26. februar 2025). *Danskere boykotter amerikanske varer – men har det overhovedet en effekt?* Hentet 11. maj 2025 fra Videnskab.dk:
<https://videnskab.dk/kultur-samfund/danskere-boykotter-amerikanske-varer-men-har-det-overhovedet-en-effekt/>

GreenEnergy4U. (22. november 2024). *Prisen på solceller: En udvikling over de seneste 10 År*. Hentet 11. maj 2025 fra Greenenergy4u.dk: <https://greenenergy4u.dk/blog/prisen-p%C3%A5-solceller-en-udvikling-over-de-seneste-10-%C3%A5r>

Hancock Bryggerierne A/S. (20. marts 2025). *Årsrapport 01.10.2023 - 30.09.2024*. Hentet 11. maj 2025 fra datacvr.virk.dk:
<https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzM1LzQ5LzFhLzE2LzczNzAtNGEYy1hYWxLTM1YThjNzJkNWNIYQ&cvrNummer=32371817>

Hawawini, G., & Viallet, C. (2022). *Finance for Executives - Managing for Value Creation* (7 udg.). Cengage Learning EMEA.

Mikkelsen, S.-V. (22. november 2023). *Ny omgang af Breinholts Julekalender*. Hentet 11. maj 2025 fra Juleweb.dk: <https://juleweb.dk/nyhed202321/>

Mikrobryggerier.dk. (11. maj 2025). *Regionsbryggerier*. Hentet fra Mikrobryggerier.dk:
<https://mikrobryggerier.dk/bryggeritype/regionsbryggerier/>

Møller, P. F. (2019). *Introduktion til koncernregnskaber* (14 udg.). Gjellerup.

Rolighed Andersen, F., Warming Jensen, B., Risgaard Olsen, M., Østergaard Olsen, S., & Schmalz, P. (2017). *International Markedsføring* (5 udg.). København: Trojka.

Salling Group. (u.d.). *Mærkning for europæisk ejerskab*. Hentet 11. maj 2025 fra Sallinggroup.com: <https://www.sallinggroup.com/maerkning>

Sikkerhedsstyrelsen. (u.d.). *Alderskontrol med salg af alkohol*. Hentet 11. maj 2025 fra SIK.dk: <https://www.sik.dk/erhverv/medicin-og-alderskontrol/alderskontrol/alderskontrol-salg-alkohol>

Skagen Bryghus A/S. (28. april 2025). *Årsrapport 01.01.2024 - 31.12.2024*. Hentet 11. maj 2025 fra datacvr.virk.dk: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzUzLzIxLzMyLzNILzhlMWEtNDE5Zi05NDU2LTBiMmViODNiNjc4MQ&cvrNummer=29222886>

Skattestyrelsen. (31. 01 2025). *Afgiftens størrelse og beregning*. Hentet 11. maj 2025 fra Info.skat.dk: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1975521>

Skattestyrelsen. (u.d.). *Markedsrisikopræmie*. Hentet 11. maj 2025 fra info.skat.dk: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813219#_ftn1

Skattestyrelsen. (u.d.). *Risikofri rente*. Hentet 11. maj 2025 fra info.skat.dk: https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813218#_ftnref1

Sundhedsstyrelsen. (7. marts 2022). *10-4 – Sundhedsstyrelsen melder nye genstandsgrænser ud*. Hentet 11. maj 2025 fra SST.dk: <https://www.sst.dk/da/nyheder/2022/10-4-Sundhedsstyrelsen-melder-nye-genstandsgraenser-ud>

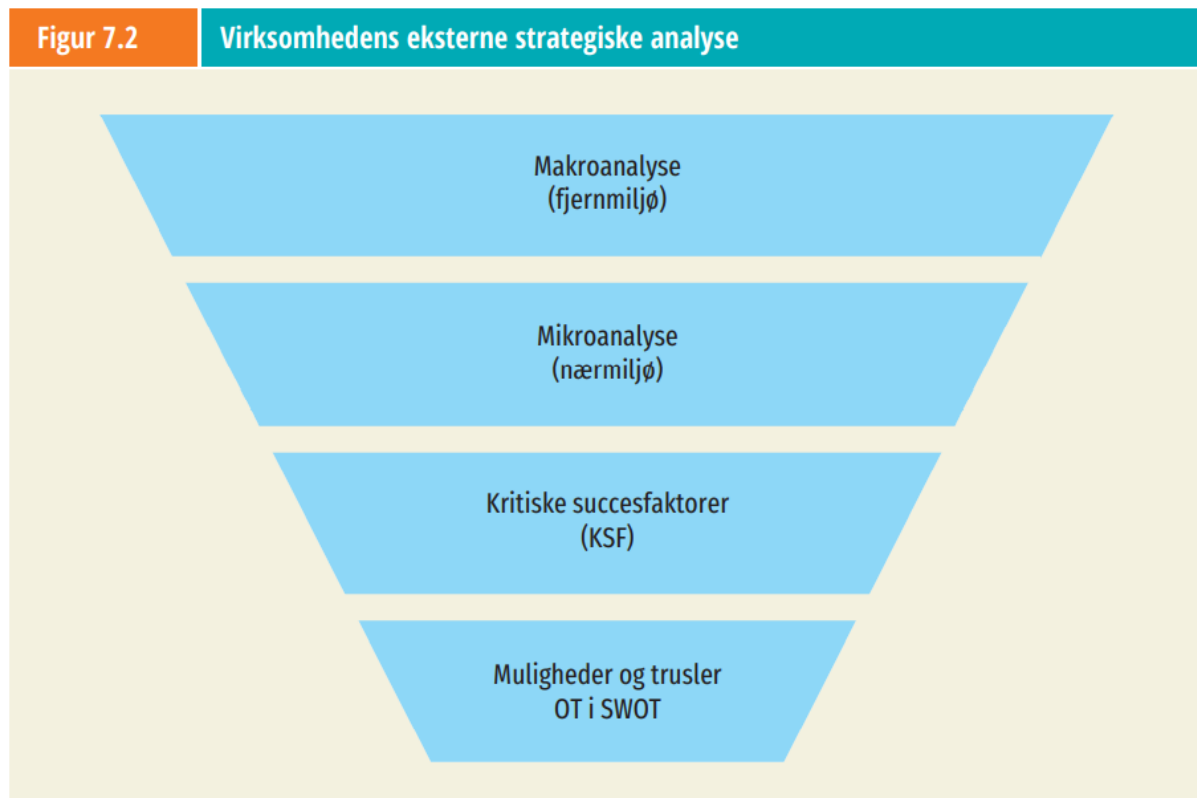
Svaneke Bryghus A/S. (28. marts 2025). *Årsrapport 01.01.2024 - 31.12.2024*. Hentet 11. maj 2025 fra datacvr.virk.dk: <https://datacvr.virk.dk/gateway/dokument/downloadDokumentForVirksomhed?dokumentId=amNsb3VkczoVLzAzLzM3L2FjLzI4LzgyLzA0NjctNGY1OC05NzdllWQzZjBkNTQ1MDliMg&cvrNummer=28669070>

Vestergaard Olsen, N., Straunstrup, E., & Herman, L. (2022). *STRATEGI – det strategiske lederskab* (1 udg.). København: Trojka.

11. Bilag

11.1. Bilag 1

Virksomhedens eksterne strategiske analyse (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 154-155)



11.2. Bilag 2

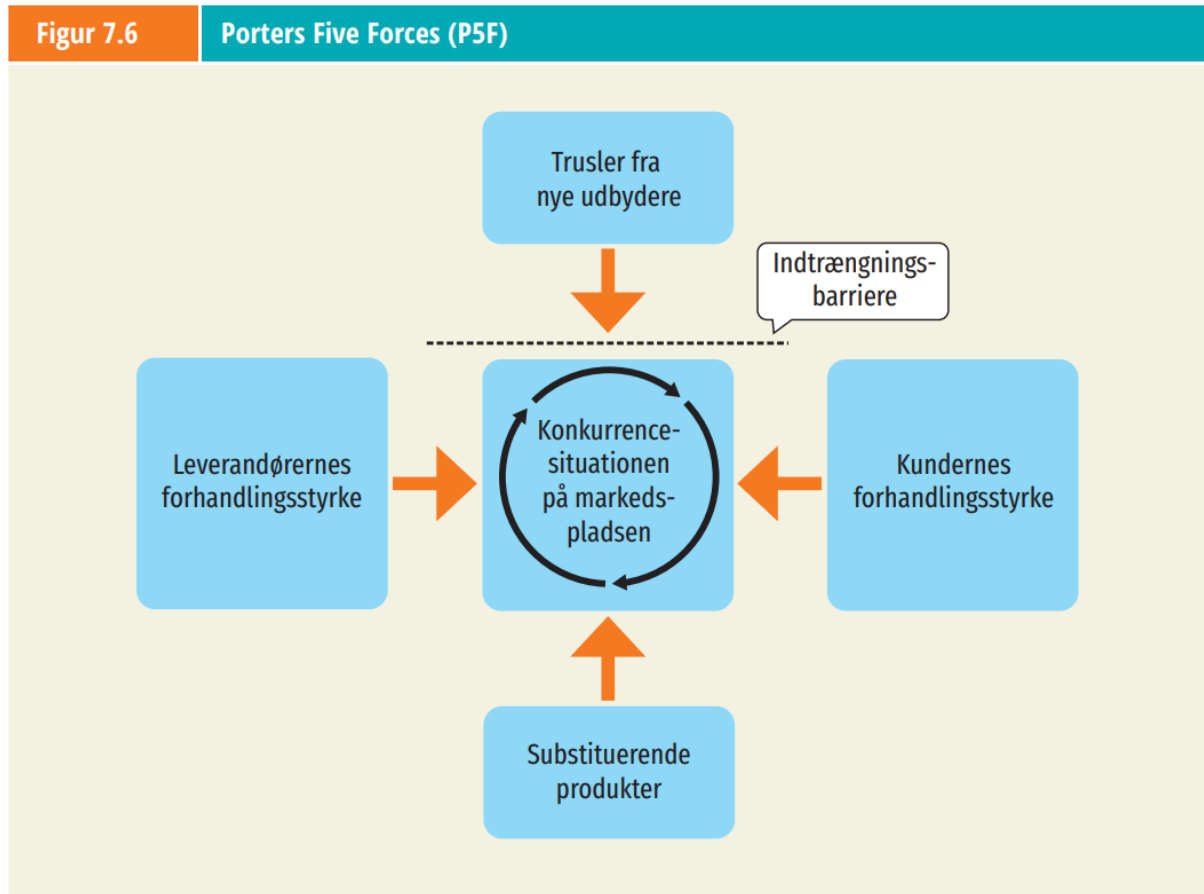
PESTEL-analyse (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 157)

Figur 7.3 PESTEL-analyse	
Faktor	Diverse eksempler på påvirkninger fra fjernmiljøet
P (Politisk)	<ul style="list-style-type: none">– Skattepolitiske forhold, fx selskabsskatten– Arbejdsmarkedsregler, fx forhold vedr. udenlandsk arbejdskraft– Politisk fastlagte CO₂ afgifter⁶ med det formål at reducere CO₂ udledningen
E (Økonomisk)	<ul style="list-style-type: none">– Høj og lav konjunktur– Renteniveauet fastlagt af Den Europæiske Centralbank⁷ (ECB)
S (Socialt / Kulturelt)	<ul style="list-style-type: none">– Øget kulturel diversitet i samfundet– Me-Too-debatten
T (Teknisk)	<ul style="list-style-type: none">– Industriens øgede brug af internettet (Industri 4.0 / Internet of Things)– Teknologiske nyskabelser, fx udvikling af COVID-19⁸ vaccine på rekordtid
E (Miljø)	<ul style="list-style-type: none">– Mildt og mere regnfuldt vejr. Hyppigere forekomst af skybrud– Øget fokus på biodiversitet
L (Lovgivning)	<ul style="list-style-type: none">– Gennemførelse af en CO₂-reduktion via lovgivningsmæssig regulering– Omlægning af personbeskatning med henblik på øget arbejdsudbud
Sammenfatning	<ul style="list-style-type: none">– Sammenfatning af de udefra givne forhold med angivelse af, hvilke forhold der har størst betydning for virksomheden i den nuværende situation

Kilde: Baseret på Grant, Robert M., Contemporary Strategy Analysis, Wiley, 8. udgave 2013.

11.3. Bilag 3

Porters Five Forces (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 165)



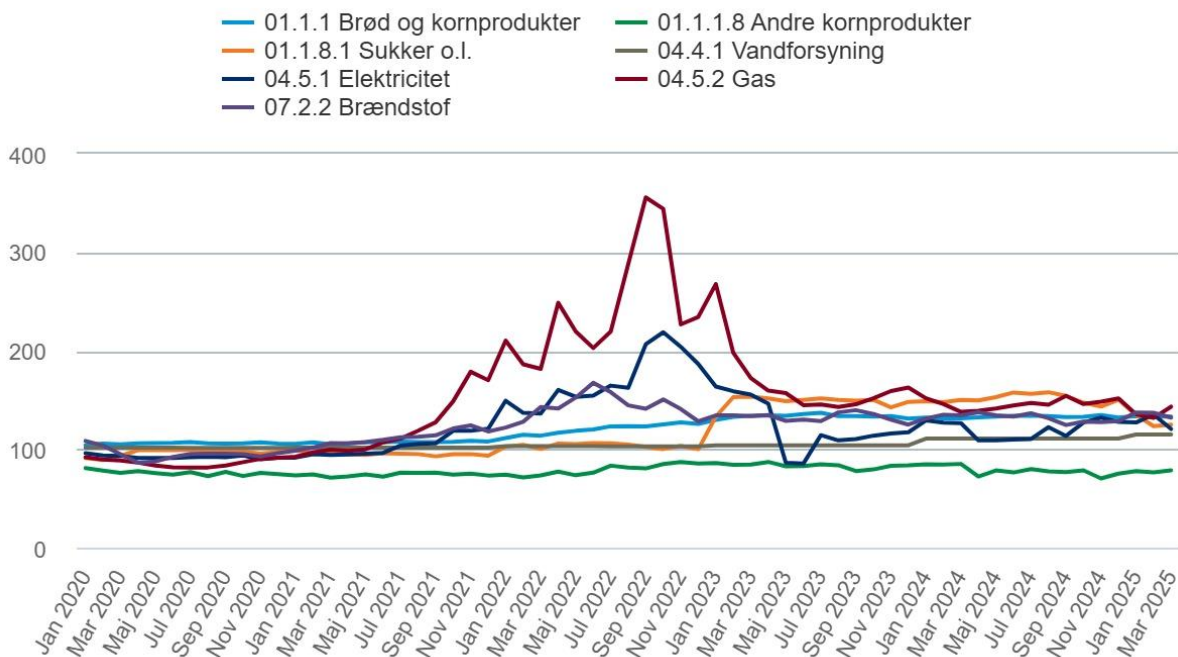
Kilde: Porter, E. M., Competitive Strategy - techniques for analyzing industries and competitors, Free Press, 1980.

11.4. Bilag 4

Forbrugerindeks for perioden 2020-2025 (Danmarks Statistik, 2025)

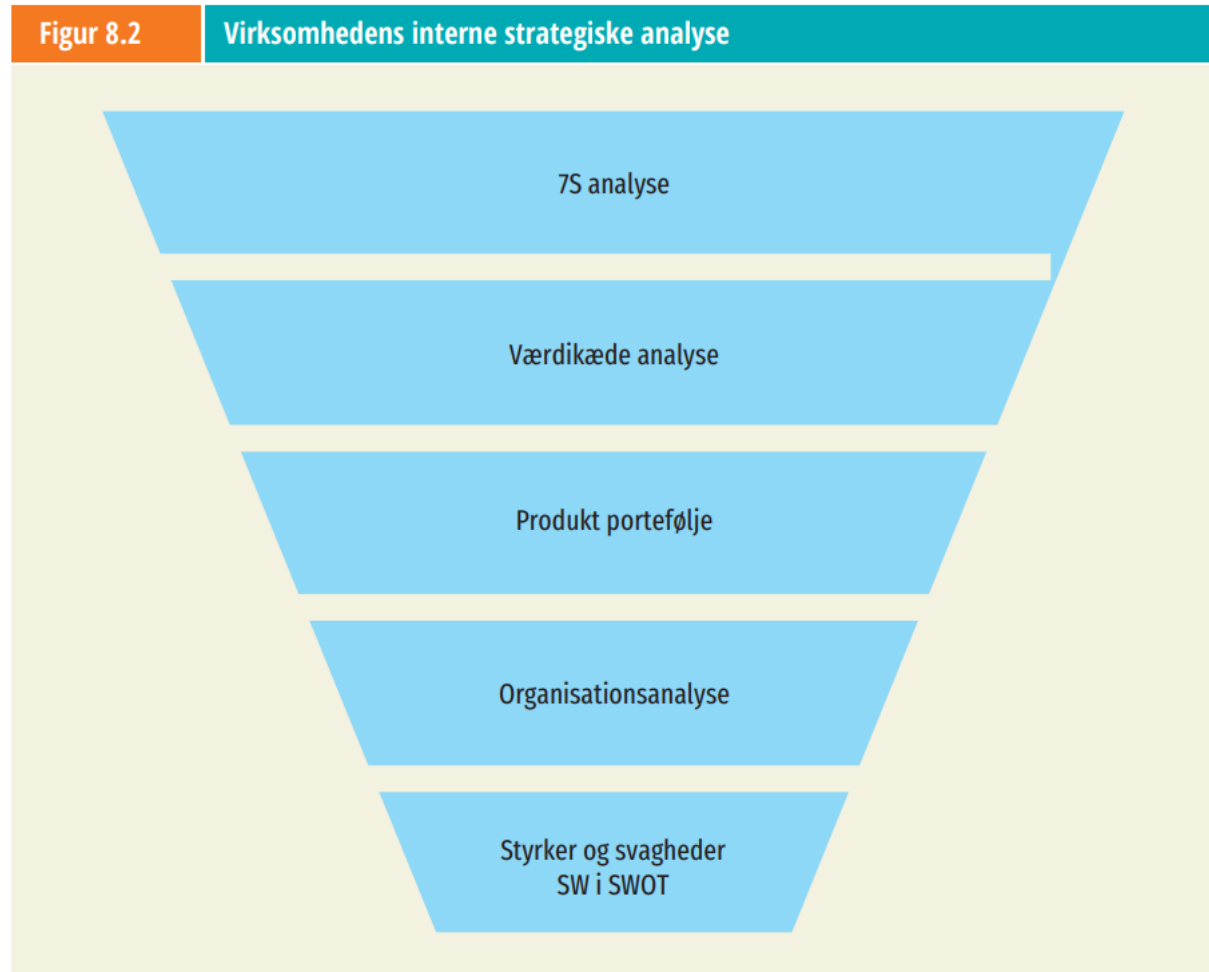
Forbrugerprisindeks (2015=100)

Enhed: Indeks | Varegruppe:



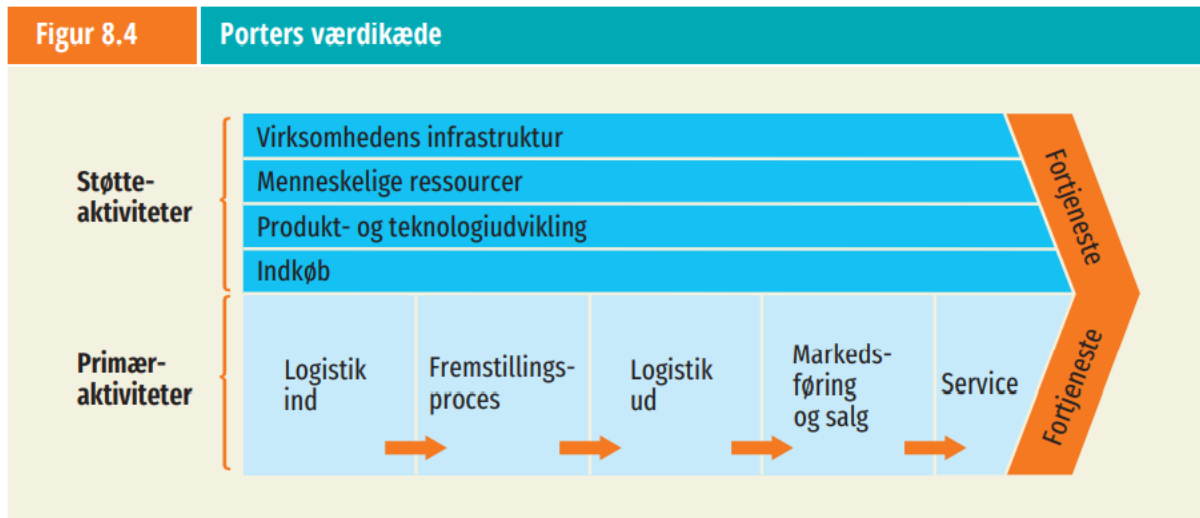
11.5. Bilag 5

Virksomhedens interne strategiske analyse (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 181)



11.6. Bilag 6

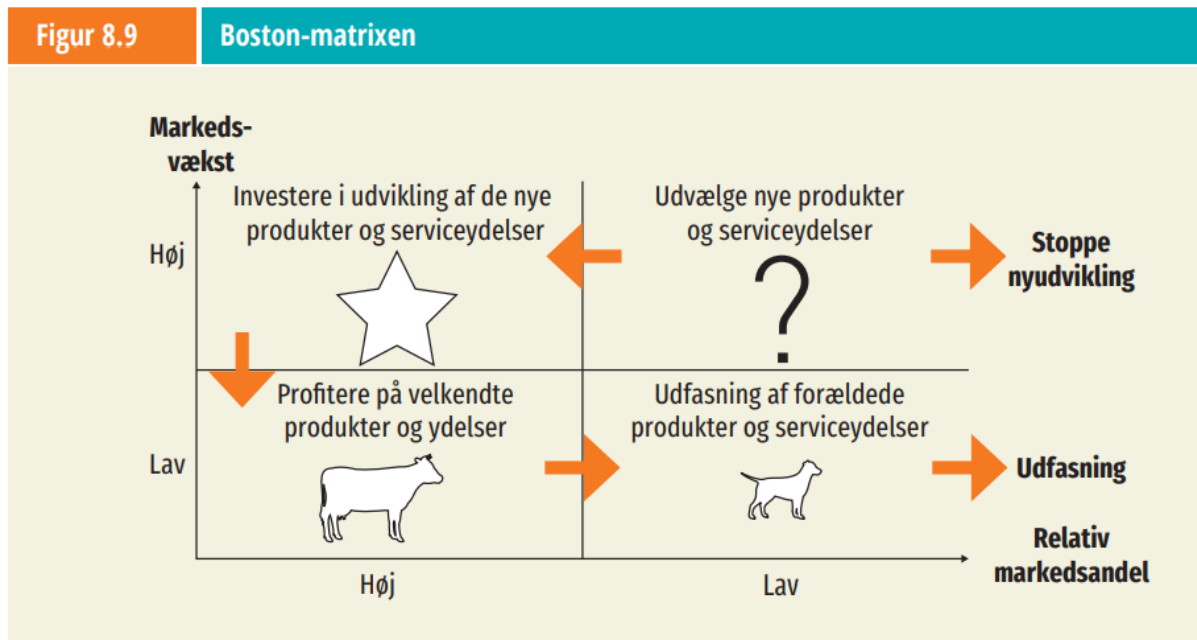
Porters værdikæde (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 187)



Kilde: Inspireret af Porter, Michael, Competitive Advantage, The Free Press, 1985.

11.7. Bilag 7

Boston-matrixen (Vestergaard Olsen, Straunstrup, & Herman, 2022, s. 196)



Kilde: Baseret på Henderson, Bruce, The Product Portfolio, BCG Perspectives, 1969.

11.8. Bilag 8

Resultatopgørelse for A/S Thisted Bryghus for regnskabsårene 2018/19 – 2023/24. (Egen tilvirkning)

t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Nættoomsætning	53.567	51.951	59.157	56.713	56.247	58.464
Produktionsomkostninger	-32.084	-33.012	-37.885	-40.570	-39.178	-40.649
Bruttoresultat	21.483	18.939	21.272	16.143	17.069	17.815
Distributionsomkostninger	-12.144	-11.523	-10.908	-11.268	-10.573	-11.949
Administrationsomkostninger	-4.004	-3.718	-3.813	-3.952	-4.465	-5.127
Resultat af primær drift	5.335	3.699	6.551	923	2.031	739
Andre finansielle indtægter	14	23	24	4	13	308
Andre finansielle omkostninger	-109	-415	-497	-505	-891	-1.045
Resultat før skat	5.240	3.308	6.078	422	1.153	2
Skat af årets resultat	-1.179	-741	-1.340	-64	-238	78
Årets resultat	4.061	2.567	4.738	358	915	80
Overskudsdisponering	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Overført resultat	4.061	2.567	4.738	358	915	80
	4.061	2.567	4.738	358	915	80

11.9. Bilag 9

A/S Thisted Bryghus for regnskabsårene 2018/19 – 2023/24 (Egen tilvirkning).

AKTIVER i t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Anlægsaktiver						
Materielle anlægsaktiver						
Grunde og bygninger	7.128	20.710	20.167	21.052	20.631	19.889
Produktionsanlæg og maskiner	10.451	30.400	27.757	28.884	35.060	30.610
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	547	696	859	642	559	594
Materielle anlægsaktiver under udførelse og forudbetalinger for materielle anlægsaktiver	25.292	0	80	4.607	0	0
Materielle anlægsaktiver i alt	43.418	51.807	48.863	55.185	56.250	51.093
Finansielle anlægsaktiver						
Andre værdipapirer og kapitalandele	105	111	121	112	111	113
Finansielle anlægsaktiver i alt	105	111	121	112	111	113
Anlægsaktiver i alt	43.523	51.919	48.984	55.297	56.361	51.206
Varebeholdninger						
Råvarer og hjælpevarer	2.392	3.211	4.165	4.622	4.582	5.786
Varer under fremstilling	893	1.070	1.017	1.508	1.640	1.415
Fremstillede varer og handelsvarer	2.906	3.778	3.427	4.195	3.691	4.016
Varebeholdninger i alt	6.191	8.060	8.609	10.325	9.913	11.217
Tilgodehavender						
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	9.367	11.306	13.580	9.531	10.105	12.496
Andre tilgodehavender	384	10	124	422	278	44
Selskabsskat	0	0	0	82	82	177
Periodeafgrænsningsposter	118	120	109	297	118	120
Tilgodehavender i alt	9.870	11.436	13.813	10.332	10.583	12.837
Likvide beholdninger						
Likvide beholdninger	6	2	2.837	3	2	6
Likvide beholdninger i alt	6	2	2.837	3	2	6
Omsætningsaktiver i alt	16.067	19.497	25.259	20.660	20.498	24.060
AKTIVER I ALT	59.590	71.416	74.243	75.957	76.859	75.266

PASSIVER i t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Egenkapital						
Registreret kapital mv.	900	900	900	900	900	900
Overført resultat	30.887	33.454	38.191	38.550	39.465	39.545
<i>Korrektion</i>	0	0	0	0	0	-1.913
Egenkapital i alt	31.787	34.354	39.091	39.450	40.365	38.532
Hensatte forpligtelser						
Hensættelse til udskudt skat	2.988	3.728	4.528	4.591	4.829	4.211
Hensatte forpligtelser i alt	2.988	3.728	4.528	4.591	4.829	4.211
Gældsforpligtelser						
Langfristede gældsforpligtelser						
Gæld til realkreditinstitutter	0	9.294	8.835	8.370	7.901	7.429
Gæld til pengeinstitutter	0	8.496	7.972	7.434	9.865	9.201
Leasingforpligtelser	108	0	0	0	0	0
Anden gæld	46	1.192	962	891	922	764
Langfristede gældsforpligtelser i alt	154	18.982	17.769	16.695	18.688	17.394
Kortfristede gældsforpligtelser						
Kortfirstet del af langfristet gæld	73	1.113	1.287	1.269	1.354	1.343
Gæld til pengeinstitutter	3.545	1.180	0	1.870	1.952	3.627
Leverandører af varer og tjenesteydelser	110	129	5.946	9.709	5.940	6.581
Anden gæld	16.822	8.628	2.729	1.344	2.241	1.881
Forudbetalinger fra kunder	2.459	2.236	265	244	223	234
Selskabsskat	992	9	540	0	0	0
Moms og ølafgift m.v.	660	1.057	2.088	785	1.267	1.463
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	24.661	14.352	12.855	15.221	12.977	15.129
Gældsforpligtelser i alt	24.815	33.334	30.624	31.916	31.665	32.523
PASSIVER I ALT	59.590	71.416	74.243	75.957	76.859	75.266

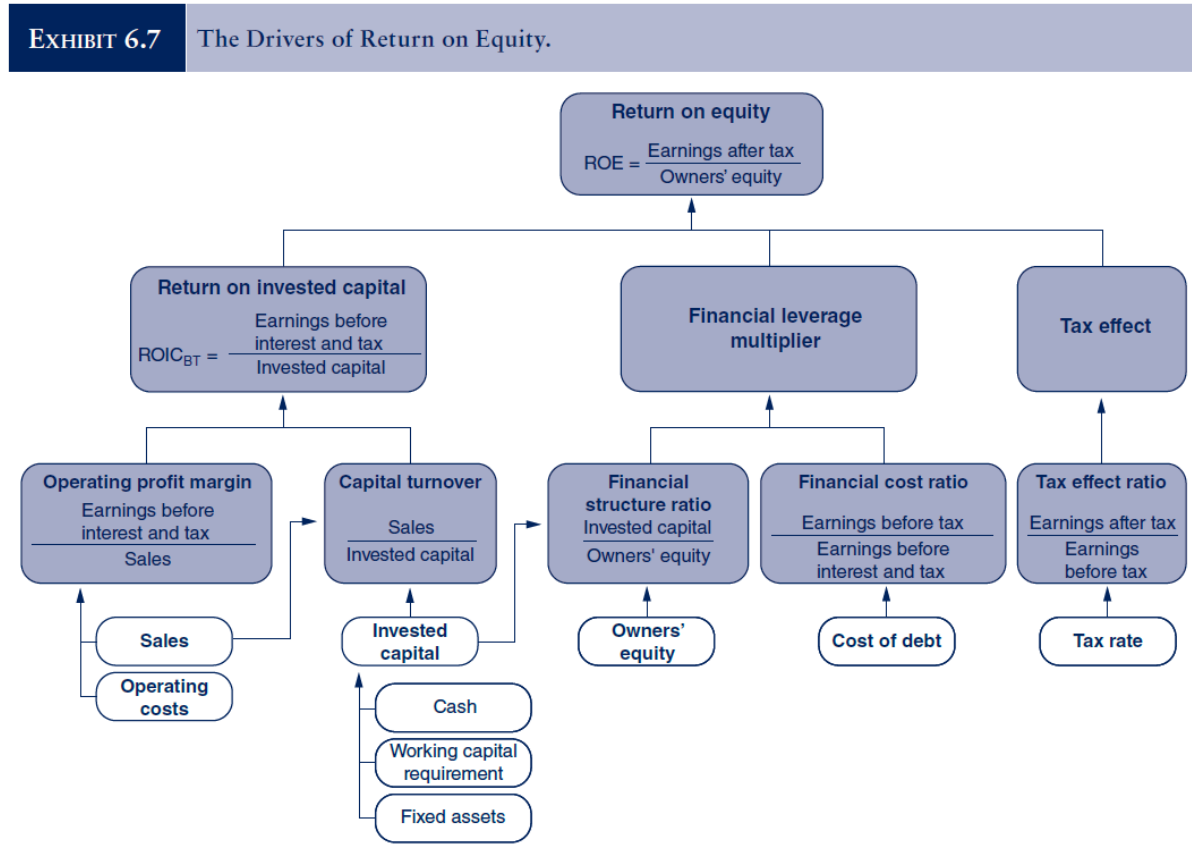
11.10. Bilag 10

Reformuleret resultatopgørelse til analysebrug (Egen tilvirkning).

t.DKK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
Nættoomsætning	53.567	51.951	59.157	56.713	56.247	58.464
Produktionsomkostninger	-30.108	-29.468	-33.874	-36.279	-33.952	-35.061
Bruttoresultat	23.459	22.483	25.283	20.434	22.295	23.403
Distributionsomkostninger	-11.953	-11.230	-10.635	-10.978	-10.365	-11.639
Administrationsomkostninger	-3.937	-3.647	-3.783	-3.927	-4.456	-5.118
EBITDA	7.569	7.607	10.865	5.529	7.474	6.646
Afskrivninger	-2.234	-3.908	-4.314	-4.606	-5.443	-5.907
EBIT	5.335	3.699	6.551	923	2.031	739
Andre finansielle indtægter	14	23	24	4	13	308
Andre finansielle omkostninger	-109	-415	-497	-505	-891	-1.045
EBT	5.240	3.308	6.078	422	1.153	2
Skat af årets resultat	-1.179	-741	-1.340	-64	-238	78
EAT	4.061	2.567	4.738	358	915	80
Overskudsdisponering	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Overført resultat	4.061	2.567	4.738	358	915	80
	4.061	2.567	4.738	358	915	80

11.11. Bilag 11

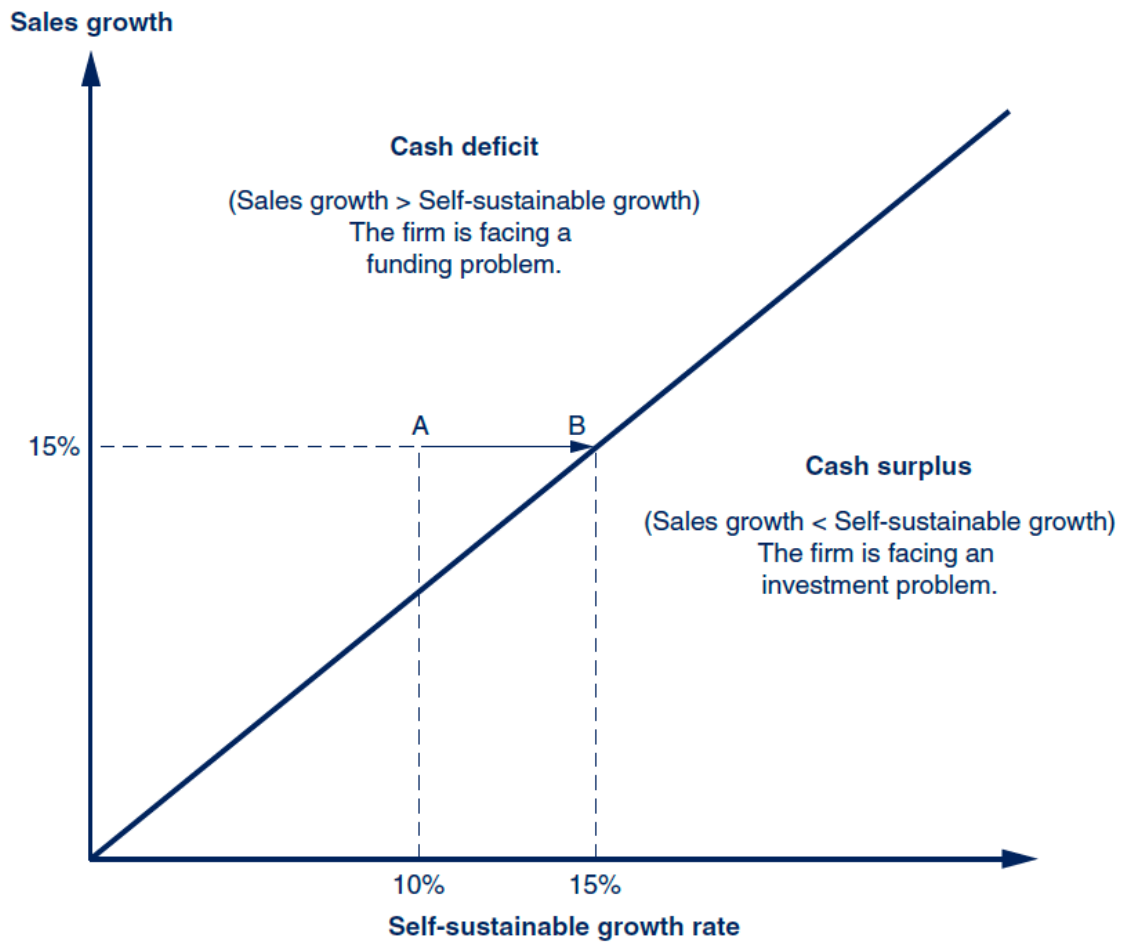
The drivers of Return on Equity (Hawawini & Viallet, 2022, s. 205)



11.12. Bilag 12

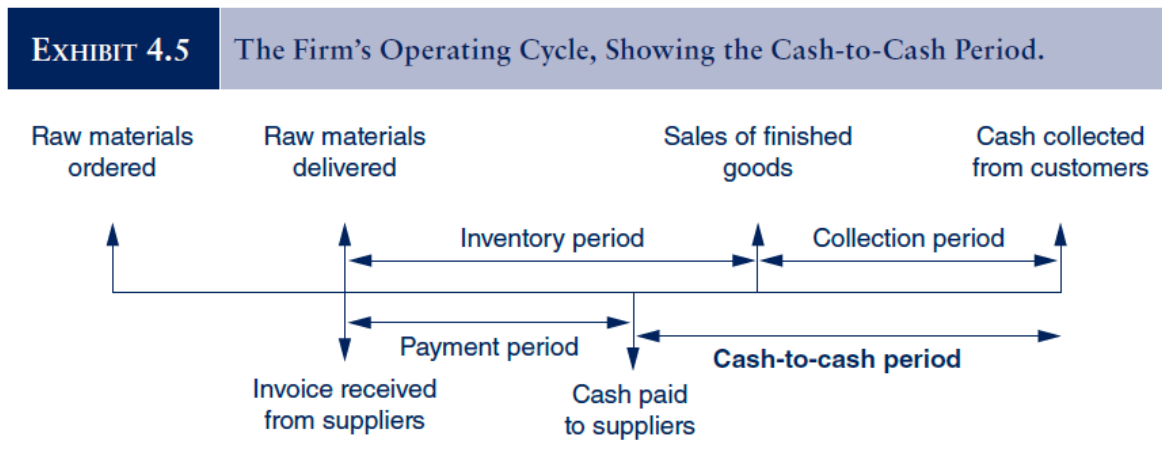
Sales Growth and Cash Condition (Hawawini & Viallet, 2022, s. 213)

EXHIBIT 6.11 Sales Growth and Cash Condition.



11.13. Bilag 13

The Firm's Operating Cycle, Showing the Cash-to-Cash Period (Hawawini & Viallet, 2022, s. 115)



11.14. Bilag 14

Grafdiagrammer til konkurrentanalyse (egen tilvirkning)

