

Navn: Rasmus Hornhaver Mønstergård Nielsen

Fødselsdato: 070802

Skole: Roskilde Handelsskole

Fag: Studieområdet og studieområdeprojektet,
Samlet vurd. (6680--Gym bekend)

Dato for prøveafleggelse: 08-04-2022

Blanket udfyldes af vejleder og uploades på Netprøver.dk inden kl. 16.00 d. 23/3 2022

STUDIEOMRÅDEPROJEKT HHX 2021/22



NAVN:*

Rasmus Hornhaver Mønstergård Nielsen

KLASSE:*

3I

Studieretnings-
A-fag:*

Virksomhedsøkonomi A

2. fag
A, B, C-niveau:*

Finansiering B

OMRÅDE:*

Værdiansættelse

OPGAVEFORMULERING:*

Er Bavarian Nordics aktie over- eller undervurderet?

Redegør kort for Bavarian Nordic samt metoder for værdiansættelse af virksomheder.

Analyser med udgangspunkt i den udvalgte metode Bavarian Nordics værdiansættelse.

Diskuter og vurder hvordan der kan være forskel på markedsværdien og værdiansættelsen.

(omfang 15-20 sider)

VEJLEDERE:*

1: Jesper Brygger

2: Irene Brink

E-mail: br@rhs.dk

E-mail: ireneb@rhs.dk

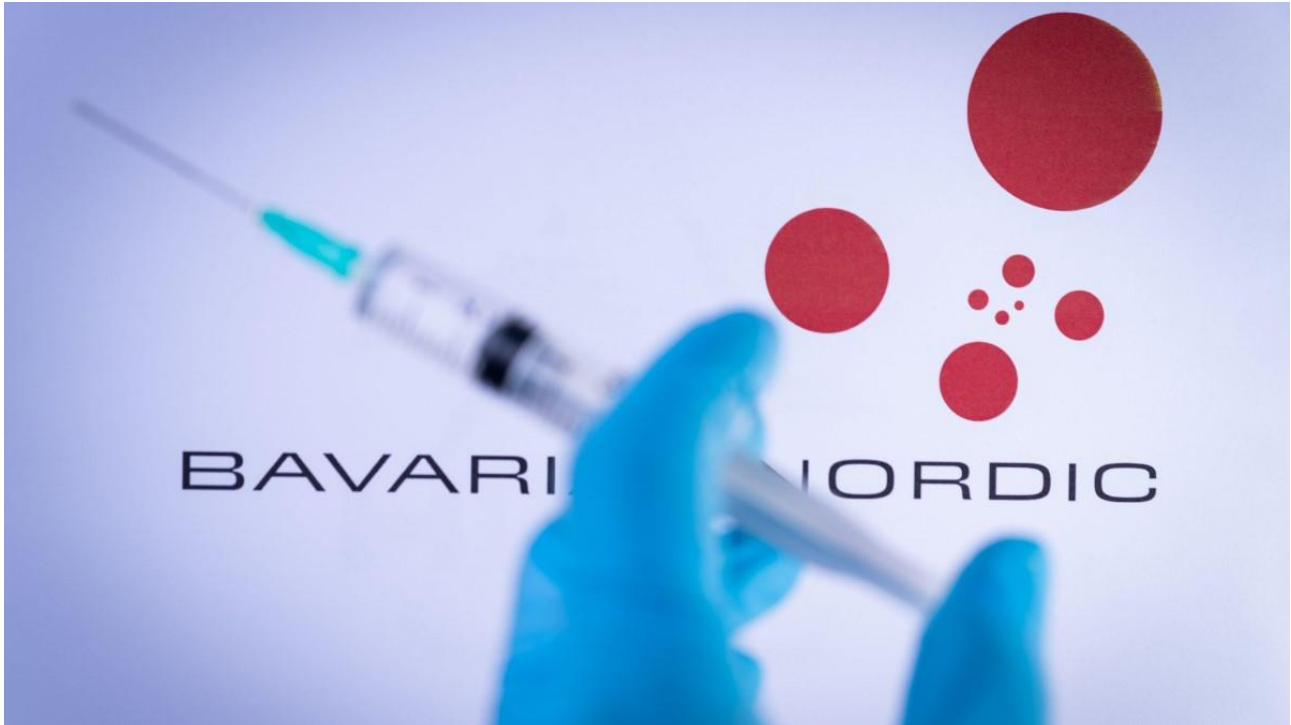
AFLEVERINGS-
DATO:*

Besvarelsen uploades via Netprøver.dk – deadline er fredag d. 8. april 2022 inden kl. 12.00 – HUSK deadline da Netprøver.dk lukker for aflevering præcis kl. 12.00!

OPGAVEFORMULERING TILGÆNGELIG KL. 12.00 FREDAG D. 25. MARTS 2022

SOP 2022

Værdiansættelse



Roskilde Handelsskole

Vejleder i virksomhedsøkonomi A: Irene Brink

Vejleder i finansiering B: Jesper Brygger

8/4-2022

Rasmus Hornhaver Mønstergård Nielsen 3.i

Antal tegn: 42.133

Indholdsfortegnelse

1. Resumé.....	1
2. Indledning	1
3. Problemformulering.....	2
4. Metodeovervejelser.....	2
5. Redegørelse for Bavarian Nordic samt metoder for værdiansættelse af virksomheder	4
5.1 Virksomhedskarakteristik af Bavarian Nordic	4
5.2 Metoder for værdiansættelse af virksomheder	5
5.2.1 Multipel Værdiansættelse	5
5.2.2 Substansmetoden	6
5.2.3 Discounted Cash Flow-modellen	6
6. Analyse.....	8
6.1 Estimat af resultatopgørelse og fremtidigt EBIT	8
.....	11
6.2 Estimat af fremtidigt Free Cash Flow	11
6.3 WACC	12
6.3.1 CAPM.....	12
6.3.2 Udregning af WACC.....	13
6.3.3 Tilbagediskonteringsatsen.....	14
6.4 Tilbagediskontering af fremtidigt Free Cash Flow	14
6.4.1 Udregning af value of equity.....	14
6.5 Teoretisk værdi af aktien.....	15
6.6 Følsomhedsanalyse af Bavarian Nordics værdiansættelse	15
6.6.1 Ændring af markedsandel på MVA-BN RSV-vaccinen	16
6.6.2 Ændring den samlede afsætning af ABNCoV2-vaccinen	16
6.6.3 Ændring af årlig vækst	17
6.6.4 Ændring af WACC.....	18
6.7 Delkonklusion	18
7. Diskussion og vurdering af hvordan der kan være forskel på markedsværdien og værdiansættelsen	19
7.1 Troen på Bavarian Nordics fremtid.....	19
7.2 Elementerne i værdiansættelsen.....	20
8. Konklusion	21
9. Litteraturliste.....	22
10. Bilag	24

10.1 Bilag 1: Bavarian Nordic's udvikling over de seneste 3 år.....	24
10.2 Bilag 2: Udregning af FCF fra Skat.....	24
10.3 Bilag 3: Overblik over salg rent geografisk.....	25
10.4 Bilag 4: Udvikling af omsætningsaktiver og kortfristet gæld.....	25
10.5 Bilag 5: Udregning af Capital expenditures.....	25
10.6 Bilag 6: Total gæld i Bavarian Nordic.....	25
10.7 Bilag 7: Udregning af gældsrenten.....	26
10.8 Bilag 8: Tilbagediskontering af budgetperioden.....	26
10.9 Bilag 9: Tilbagediskontering af terminalperiode.....	26
10.10 Bilag 10: Udregning af enterprise value.....	27
10.11 Bilag 11: Udregning af value of equity.....	27
10.12 Bilag 12: Total gæld i Bavarian Nordic.....	27
10.13 Bilag 13: Bavarian Nordics kurs klokken 14:01 5. april 2022.....	28
10.14 Bilag 14: Udregning af netto rentebærende gæld.....	29
10.15 Bilag 15: Kursspring efter artiklen om ny targetprice på Bavarian Nordic.....	30
10.16 Bilag 16: Oversigt over hvor Bavarian Nordic skaber omsætning fra.....	30
10.17 Bilag 17: Beregning af egenkapitalens forrentning.....	31

1. Resumé

Denne opgave handler om sammenhængen mellem den beregnede værdi af en virksomhed fra en værdiansættelse og markedsværdien. I opgaven fortælles der om Bavarian Nordic, som virksomhed og deres historie. Opgaven beskriver de forskellige metoder til at udregne den teoretiske værdi af virksomheder. I denne opgave bruges Discounted Cash Flow-modellen til at værdiansætte Bavarian Nordic. Der tages udgangspunkt i Bavarian Nordics årsrapport fra 2021 som kildemateriale, til at bestemme forskellige faktorer såsom prognoser for vacciner, produktionsomkostninger. Der bliver også brugt andre kilder som Sundhedsministeriet, Yahoo! Finance m.m. Alt i alt munder værdiansættelsen af Bavarian Nordic ud i at Bavarian Nordics teoretiske værdi er 17,37 mia. kr., og den teoretiske værdi af aktien er 246,9 kr. Ud fra dette konkluderes det, at Bavarian Nordics aktie er undervurderet på børsen, eftersom markedsværdien her er 13 mia. og aktien koster 188 kr. stykket¹. Dette fører til, at Bavarian Nordics aktie er værdiansat 58,9 kr. mindre på markedet end i værdiansættelsen. Der er dog mange faktorer, som spiller ind på Bavarian Nordics markedsværdi, hvilket blandt andet er troen på Bavarian Nordic om f.eks. fremtidig vækst, samt analyser fra store banker og anerkendte børsanalytikere, som influerer markedsværdien og medvirker til, at aktien svinger den ene eller den anden retning.

2. Indledning

Værdiansættelser er noget der ofte bliver brugt i den økonomiske verden til at finde værdien af en virksomhed. Dette ses tit ved opkøb og salg af virksomheder, specielt på Børsen. Her skal værdiansættelsen hjælpe med at give et billede af om virksomheden er over- eller undervurderet. Eller hvis man skal købe eller sælge en virksomhed, hvor meget man så skal give eller modtage. Dette ses specielt, når de børsnoterede virksomheder udgiver regnskaber, hvor aktierne kan stige eller falde en del, alt efter hvordan deres tal ser ud. Det er altså her man går ind og kigger på det nye regnskab, og værdiansætter virksomheden på baggrund af de nye tal, hvor alle investorer altså ikke er enige². Dette kan også ses for Bavarian Nordic, hvor der er delte meninger om, hvorvidt man skal købe, beholde eller sælge den³. Dette ses også i løbet af dagen, hvor nogen sælger aktien og andre køber, hvilket vil sige nogle investorer tror

¹ Bilag 13

² (EuroInvestor, 2021)

³ (Yahoo! finance, 2022)

markedsværdien er for høj, og andre tror den er lav. Dette kan medføre store sving på baggrund af nyheder om f.eks. testresultater fra Covid-19 vaccinen, invaderingen af Ukraine og hævnning af renten fra FED. Disse faktorer har påvirket Bavarian Nordic i den ene og den anden retning, der er altså forskellige faktorer, der kan påvirke markedsværdien på Bavarian Nordic.

Ofte er der ikke overensstemmelse mellem markedsværdien og den beregnede værdi fra værdiansættelsen, dette kan begrundes med mange ting, som f.eks. at markedsværdien indeholder de private investorers holdning, som ikke indgår i værdiansættelsen. Dertil er der ting indregnet i markedsværdien, som endnu ikke er med regnskabet, såsom Bavarian Nordics to kommende vacciner. Det er dog umuligt at forudse om Covid-19 stadig er relevant i 2023, når vaccinen forventes at komme ud, men disse overvejelser er dertil også med i markedsværdien. Alt i alt handler det om, om man som investorer tror på, at Bavarian Nordic klarer sig godt i fremtiden specielt med deres vacciner og tror på, at de bliver godkendt. Hvis man laver en værdiansættelse og ikke tror på, at virksomheden vil klare sig godt fremadrettet, så vil det i mange tilfælde betyde, at værdiansættelsen vil være lavere end markedsværdien, medmindre markedet selvfølgelig deler den samme holdning. Så for Bavarian Nordic handler det primært om de udmeldinger, som kommer omkring deres vacciner og generelle fremtidsudsigter, der kan påvirke kursen markant.

3. Problemformulering

Er Bavarian Nordics aktie over- eller undervurderet?

- Redegør kort for Bavarian Nordic samt metoder for værdiansættelse af virksomheder.
- Analyser med udgangspunkt i den udvalgte metode Bavarian Nordics værdiansættelse.
- Diskuter og vurder hvordan der kan være forskel på markedsværdien og værdiansættelsen.

4. Metodeovervejelser

Opgaven her vil have hovedfokus på at værdiansætte den danske børsnoterede virksomhed Bavarian Nordic A/S, samt sammenligne markedsværdien og den teoretiske værdi af aktien, og hvordan der kan være forskel på disse to. Værdiansættelsen kræver udregninger af nøgletal, hvilket vil betyde at denne opgave primært er baseret på den kvantitativ metode.

Første del af opgaven vil være på det multi-strukturelle niveau⁴, hvor der bliver redegjort for Bavarian Nordic samt metoder til værdiansættelse af virksomheder. I redegørelsen er der primært brugt Bavarian Nordics egen hjemmeside, Nordnet, Lex samt deres årsrapport fra 2021. Ved disse kilder er der taget højde for forældet data samt kildekritik. Der bliver brugt forskellige kilder, som bidrager til et bredere perspektiv og dermed også en mere objektiv fremstilling af Bavarian Nordic som virksomhed og deres historie. Der er også redegjort for værdiansættelsesmetoderne, hvilket primært er lavet med Skat som kilde. Der er dog også anvendt forskellige danske internetsider som kilde, for at give et bredere perspektiv. Skat anses som en troværdig kilde, da Skat er ejet af den danske stat. Internetkilderne anses også for at være troværdige kilder og objektive.

Redegørelsen er afgrænset til 3 metoder for værdiansættelse: *Multipel Værdiansættelse*, *Substansmetoden* og *Discounted Cash Flow-modellen*, hvor Discounted Cash Flow-modellen bliver brugt i analysen. Derefter kommer det relationelle niveau i spil, når der skal analyseres. I analysen bliver Bavarian Nordic værdiansat med den redegjorte værdiansættelsesmetode Discounted Cash Flow-modellen, hvor der i denne opgave er lavet estimater over en 5-årig periode. Dette gør at både finansiering og virksomhedsøkonomi kommer til udtryk i form af de begreber, der bliver brugt i værdiansættelsen samt metoder. Når egenkapitalens forrentning bliver udregnet, er der brugt Capital Asset Pricing Model (CAPM) med formel fra Investopedia. Hertil er der beregnet WACC, hvor der er brugt en formel fra Investopedia, som anses som en troværdig kilde, da deres artikler er udgivet af datavidenskabsfolk og finansielle eksperter⁵. Discounted Cash Flow-modellen kræver almindeligvis udarbejdelse af eksterne forhold som strategi- og brancheanalyse, dette er dog fravalgt for at afgrænse opgaven, der er dog analyseret på eksterne forhold som f.eks. vaccinetilslutning af influenzavaccinen. DCF-Modellen er derimod udrettet efter forudsætningerne for Bavarian Nordic fremtid med deres årsrapport fra 2021 som kilde. Der er f.eks. kigget på, hvornår der forventes at komme nye vacciner, samt forventninger til disse. Dette medfører at opgaven er udarbejdet med træk på intern analyse samt enkelte ting fra det eksterne faktorer, såsom markedet for RSV-vaccinen. Afslutningsvis vil opgaven tage hul på det udvidede abstrakte niveau i form af diskussion og vurdering. Her bliver det beskrevet, hvordan der kan være forskel mellem den teoretiske

⁴ (Vinther Emdal Hay, Brunvold, Vester Jøker, Lind, & Bøgelund Jensen, 2019)

⁵ (Forbes, u.d.)

værdi og markedsværdien. Der anvendes kvalitativ metode og kvantitativ metode, hvilket gør at diskussionen og vurderingen får et bredere perspektiv. En usikkerhed ved opgaven er dog, at værdiansættelsen er baseret op forventninger og min tro på virksomheden, hvilket gør at værdiansættelsen godt kan blive lidt subjektiv.

5. Redegørelse for Bavarian Nordic samt metoder for værdiansættelse af virksomheder

5.1 Virksomhedskarakteristik af Bavarian Nordic

Bavarian Nordic er en bioteknologisk lægemiddelvirksomhed med hovedkvarter Hellerup, Danmark, som blev grundlagt af Asger Aamund i 1994. Asger Aamund har været formand og medejer helt frem til 2015⁶, hvor Mr. Paul Chaplin tog over som administrerende direktør frem til nu⁷. Bavarian Nordic udvikler og producerer vacciner til forebyggelse af kræft og sygdomme, som f.eks. Covid-19 vaccinen, som de er i gang med at udvikle med støtte fra staten på 800 mio. kr.⁸. Derfor kommer Bavarian Nordics indtægter også primært fra forsknings- og udviklings- og leveringskontrakter og sine kommercielle partnerskaber, Hvis man geografisk set kigger på indtægterne, så skabes de primært i USA, Belgien og Tyskland⁹. Bavarian Nordic beskæftigede ved udgangen af 2021 734 fuldtidsansatte flere steder i verden, som Tyskland og USA, men primært i Danmark¹⁰. Nogle af de vacciner der er på markedet lige nu, er Mvabea®, Encepur®, Rabipur®. Mvabea® er en vaccine imod ebola og blev godkendt af EU-kommissionen i 2020¹¹. De har også aftaler med andre virksomheder om at markedsføre og distribuere deres vacciner, herunder biotekvirksomhederne Valneva og Dynavax, hvor Bavarian Nordic har rettighederne til at markedsføre og distribuere 3 af deres vacciner på bestemte markeder¹².

Bavarian Nordic er en af de helt store børsnoterede virksomheder i Danmark, som bliver handlet i store mængder hver handelsdag siden børsnoteringen den 5. november 1998¹³. Blot i

⁶ (Scheuer, 2018)

⁷ (Bavarian Nordic A/S, 2022)

⁸ (Støtte til udvikling af dansk Covid-19 vaccine, 2021)

⁹ Bilag 16

¹⁰ (Bavarian Nordic A/S, 2021)

¹¹ (Bavarian Nordic A/S, 2021)

¹² (Bavarian Nordic A/S, 2021)

¹³ (Bavarian Nordic A/S, 2022)

2022 er gennemsnittet for daglig omsætning 412.634 på børsen¹⁴, hvilket er forholdsvis meget for en dansk aktie til den pris. Aktien har haft god fremgang, hvis man kigger 3 år tilbage fra den. 27. marts 2019 til den 27. marts 2022, er den steget med 50,32 procent, hvilket er sammenligneligt med OMX C25-indekset, som er 53,76 procent i samme periode¹⁵. OMX C25-indekset er et indeks med de 25 mest omsatte børsnoterede danske aktier på Københavns Fondsbørs¹⁶, hvor Bavarian Nordic også er inkluderet. Bavarian Nordics markedsværdi ligger pr. dagsdato den. 27. marts 2022 på ca. 11 mia. kr., men denne værdi er meget volatil, f.eks. lå den på ca. 25 mia. kr. i september 2021¹⁷, det er derfor tydeligt, at kursen svinger, hvilket medfører at markedsværdien er meget svingende¹⁸.

5.2 Metoder for værdiansættelse af virksomheder

Når virksomheder skal værdiansættes, er der forskellige metoder man kan bruge. De mest relevante metoder er Multipel Værdiansættelse, Substansmetoden og Discounted Cash Flow-modellen¹⁹. Disse forskellige metoder bygger på vidt forskellige parametre, og det er derfor ikke tilfældigt hvilken metode man vælger, når man skal værdiansætte en virksomhed.

5.2.1 Multipel Værdiansættelse

Ved markedsmetoden vurderer man virksomheden på grundlag af markedsværdien for lignende virksomheder. Disse sammenlignelige virksomheder vurderes på baggrund af observationer af markedsværdien, som er fundet ved hjælp af børskursen. For at lave denne værdiansættelse, er det vigtigt, at indtjeningen samt markedsværdien er kendt. Her kigger man eksempelvis på price/earnings, som fortæller, hvor meget en investor skal betale for en årlig indtjening på 1 krone ved køb af en aktie. Man kan også kigge på EV/EBIT, som er Enterprise Value/ Earnings before Interest and Tax. Hvis man dykker lidt ned i eksemplet med price/earnings, som også hedder P/E, finder man den samlede kursværdi af en virksomhed, hvilket er price, i forhold til indtjeningen efter skat og renter, som er earnings²⁰. Et eksempel på dette kunne være, at multiplen er 30, hvilket vil sige at P/E er 30, da man betaler 30 kr. for 1 kroners overskud i virksomheden.

¹⁴ (Bavarian Nordic A/S, 2022)

¹⁵ (Nordnet, 2022)

¹⁶ (Voergaard, 2020)

¹⁷ (Bavarian Nordic A/S, 2022)

¹⁸ Bilag 1

¹⁹ (Skat, 2019)

²⁰ (Skat, 2019)

5.2.2 Substansmetoden

Substansmetoden bliver primært brugt til at værdiansætte virksomheder i kriser eller som tillæg til andre værdiansættelsesmetoder og er derfor ikke en udbredt metode²¹. Denne metode tager ikke højde for fremtidig indtjening eller fremtidigt cash flow, men kigger på de handelsværdier, virksomheden har i stedet for aktivernes bogførte værdier. Substansmetoden tager også hensyn til goodwill, hvilket vil sige værdien af kunderelationer, kundekartoteker, opfindelser og forretningsideer²². Denne type værdiansættelse tager altså forbehold for summen af aktivernes værdi, som lokaler, biler, maskiner og som sagt også goodwill²³.

5.2.3 Discounted Cash Flow-modellen

Discounted Cash Flow er en kapitalbaseret model, som også går under navnet DCF-modellen, og det er den mest anvendte model til værdiansættelse²⁴. Denne værdiansættelsesmodel kigger på virksomhedens indkomster, og er bygget på estimater for virksomheden i fremtiden rent økonomisk, hvor man starter med at lave et estimat af EBIT, altså Earnings Before Interest and Tax. Herefter opgøres de forventede fremtidige frie pengestrømme, hvilket vil sige det fremtidige Free Cash Flow (FCF)²⁵, som kan henføres til værdiansættelsen. Der er dog rigtig mange led i denne proces, da man skal finde FCF, WACC, CAPM og NPV, som beskrives i det følgende

Free Cash Flow

For at finde Free Cash Flow (FCF), skal man gøre dette: Tage EBIT, hvilket er driftsresultat før skat, og trække skat fra samt lægge afskrivninger til. Her får man så Cash earnings, som man trækker forskydning i arbejdskapital fra/til, kommer an på om det er positivt eller negativt, hvilket vil sige ændringen i omsætningsaktiver i forhold til året før. Så får man Cash Flow fra driften hvor man trækker eller lægger anlægsinvesteringer og -frasalg til. Nu vil man så få frit cash flow til långivere og ejere som er FCF²⁶.

WACC

²¹ (Skat, 2019)

²² (Virksomhedskøber, u.d.)

²³ (Jura-guide, u.d.)

²⁴ (Skat, 2019)

²⁵ (Skat, 2019)

²⁶ Bilag 2

WACC, som betyder Weighted Average Cost of Capital, overført til dansk: Kapitalomkostninger. Dette udregnes ved at tage soliditetsgraden²⁷ og gange med egenkapitalens forrentning og ligger gældssætningsgraden ²⁸ ganget med gældsrenten ganget med (1 - selskabsskatten, som i 2022 ligger på 22 procent ²⁹) og resultatet af dette er så WACC³⁰. Som man så bruger i processen til at finde værdien af en virksomhed.

CAPM

Som det kan ses i WACC skal man altså bruge egenkapitalens forrentning. Denne kan man beregne ved hjælp af CAPM, som betyder Capital asset pricing model. Her tager man markedsafkastet og trækker den risikofri rente fra. Derefter ganger man dette med beta-værdien, som fortæller noget om hvor meget aktien svinger i forhold til markedet. Dette vil sige at hvis beta-værdien er 1, så er den neutral, og hvis den f.eks. er 1,3, så betyder det at den svinger 30 procent mere end børs gennemsnittet³¹. Til sidst ligger man så den risikofri rente til igen og dermed når man frem til egenkapitalens forrentning, som bruges til at udregne WACC³².

NPV

Når man skal finde enterprise value, skal man først finde NPV, altså Net Present Value, hvilket er nutidsværdien af det fremtidige free cash flow³³. Her tager man derfor det fremtidige free cash flow fra et år, og gange med diskonteringsraten og får dermed Net Present Value. Diskonteringsraten fastsættes ved følgende formel: $1/(WACC+1)^n$. Dermed finder man NPV. Dette gøres derfor for alle år samt terminalperioden, her er det dog lidt anderledes. Terminalværdien findes nemlig med følgende formel: $FCF/(WACC-\text{Årlig vækst})$ og derefter ganges med diskonteringsraten, som vil være det samme som sidste år af budgetperioden³⁴. Dette betyder altså at Net Present Value beskriver hvor meget det fremtidige free cash flow er værd i dag, hvilket vil være mindre da 1 kr. i fremtiden er mindre værd end 1 kr. i dag.

²⁷ Egenkapitalen/Aktiver i alt

²⁸ Gæld/Aktiver i alt

²⁹ (Legal Desk, 2022)

³⁰ (Hargrave, 2022)

³¹ (Dansk Aktionærforening, u.d.)

³² (Kenton, 2022)

³³ (Poul Wolffsen, 2009)

³⁴ (Skat, 2019)

Når den teoretiske værdi af aktien så skal findes, tager man NPV fra budgetperioden og NPV fra terminal året og ligger sammen. Dertil skal gæld trækkes fra samt markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver lagt til og så får man value of equity. Value of equity skal efter divideres med aktier på markedet og så finder man den teoretiske værdi af aktien.

Følsomhedsanalyse

Det er svært at lave en værdiansættelse helt præcis, derfor er det vigtigt at lave følsomhedsanalyse på værdiansættelsen. Dette vil sige at man kigger på den samlede værdi når man ændrer en eller flere centrale parametre, som f.eks. WACC'en. De parametre der ændres, bør være de mest usikre, så man kan vurdere usikkerheden ved udregningerne, og om det overhovedet påvirker værdiansættelsen og i så fald hvor meget.

6. Analyse

For at lave Bavarian Nordics værdiansættelse, anvendes Discounted Cash Flow-modellen. Det er den mest udbredte model, og den der giver den mest realistiske værdiansættelse. Der vil i denne model blive lavet estimater for 5 år frem, for at få det mest realistiske billede.

6.1 Estimat af resultatopgørelse og fremtidigt EBIT

Som beskrevet i redegørelsen starter man med at lave et estimat af redegørelse og fremtidigt EBIT. Dette kan dog være en svær opgave, da et er baseret på antagelser om fremtidsudsigter. Der kan være mange forhold, som påvirker virksomhedens resultatopgørelse, som man ikke kan forudse f.eks. en epidemi eller krig. For Bavarian Nordic er der mange faktorer, som kan have stor betydning for estimatet. f.eks. hvis udviklingen af deres vacciner går i stå pga. dårlige resultater og dermed længere udsigt til en forhøjet omsætning. Det kan ses i figur 1, at der både i 2018, 2019 og 2021 har været et negativt resultat af primær drift. I 2018 og 2019 kan se dette tilskrives at deres produkter, RabAvert og Encepur endnu ikke var kommet på markedet, da disse først blev lanceret på markedet i 2020³⁵. Det kan også ses, at omsætningen stiger markant fra 2019 til 2020 grundet lanceringen af disse produkter, som tilsammen skabte 1.082 mio. kr. i 2020, hvilket også kan ses på resultat af primær drift, som var positivt i 2020. Den stigende omsætning kan også medføre stigende produktionsomkostninger, som i 2020 og 2021 steg markant i forhold til 2019, 2018 og 2017.

³⁵ (Bavarian Nordic A/S, 2021)

I prognosen for resultatopgørelsen indtil EBIT, er der lavet estimat over perioden 2022-2026. Bavarian Nordic udtaler, at de i 2023 vil lade deres ABNCoV2 komme på markedet, hvilket er deres kommende Covid-19 vaccine, og det er derfor regnet med i omsætningen fra dette år og frem til 2027. Dette kan ses i Figur 1, hvor ABNCoV2 i 2023, vil give 1224,2 mio. kr. i omsætning med en forventning om, at der vil blive givet 10 millioner doser i 2023 med en pris på 122,5 kr. pr. vaccine³⁶, da gennemsnitsprisen fra Pfizer og Moderna er fundet samt trukket et estimat af royalties til danske stat fra³⁷. Der estimeres, at der vil blive givet 2 millioner doser til danskerne i år 2023, hvilket er taget ud fra, at der fra 2020-2021 var 1.339.014 danskere der tog en influenzavaccine³⁸, hvilket vi i fremtiden formentlig også vil se Covid-19 vaccinen som. Det estimeres, at 5 gange så mange af vaccinerne vil blive leveret til udlandet, da Bavarian Nordic har en del marked udenfor Danmark³⁹. Derfor estimeres salget af vacciner i 2023 til at være 10 millioner. Den danske stat skal dog betales tilbage for deres investering, hvilket vil blive tilbagebetalt i vacciner, så derfor er de første 800 millioner kr. i Danmark trukket fra omsætningen dette år. Salget af ABNCoV2 forventes dog at falde hvert år frem til 2027, da covid-19 forventes at blive mindre og mindre relevant, som det kan ses i Figur 2. Ved MVA-BN smallpox-vaccinen forventes salget at stige med 10 procent om året på baggrund af udviklingen fra 2017-2021. Omsætningen på baggrund af RabAvert forventes dog at falde med 10 procent om året, som følge af udviklingen fra 2017-2021, hvilket også gør sig gældende for Encepur. MVA-BN RSV forventes at komme på markedet i 2025, hvor der i Bavarian Nordics årsrapport fra 2021 udtales at en RSV-vaccine vil kunne skabe 5-9 milliarder kroner i omsætning om året. Der er derfor i estimatet regnet med, at de får 20 procent af denne omsætning på 7 milliarder kroner i 2025 og i 2026 vil markedsandelen stige til 25 procent og 2027 vil de komme op på 30 procent,. Alt dette fører til at omsætningen vil stige hvert år fra 2022 til 2027. For at estimere produktionsomkostningerne er der fundet dækningsgraden for 2017-2021, som for Bavarian Nordic gennemsnitligt ligger på 47 procent, og så kan dermed finde produktionsomkostningerne på dette grundlag, hvilket der er gjort i denne prognose. Dette fører naturligvis også til en stigende bruttoavance fra 2022 til 2027, som rammer sit toppunkt i 2027 på 2202,7 millioner kroner. Salgs- og distributionsomkostninger forventes at stige med 9 procent om året, hvor de 9 procent er taget

³⁶ (Ritzau, 2021)

³⁷ (Sundhedsministeriet, 2021)

³⁸ (Statens Serum Institut, 2021)

³⁹ Bilag 3

ud fra den gennemsnitlige stigning af salgs- og distributionsomkostninger fra 2017-2021, som lå på 9 procent. Forsknings- og udviklingsomkostninger forventes at falde med 40 procent i 2023, hvor ABNCoV2 er udviklet og vil blive halveret i 2025, da både ABNCoV2 og MVA-BN RSV forventes at være udviklet i 2025. Det er dog svært at forudse denne udvikling, da der endnu ikke er meldt noget ud om hvorvidt de vil udvikle nye vacciner fremadrettet og i så fald hvor mange midler de vil bruge på det, men som det ser ud nu, er der god argumentation for at den vil falde markant. Administrationsomkostninger vil dog stige i takt med at Bavarian Nordic vokser som virksomhed og vil stige med 10 procent om året fra 2023 til 2027 bortset fra 2022 hvor den falder med 10 procent i takt med at virksomhedens omsætning også falder. Samlet set fører dette til en prognose med et positivt resultat af primær drift i hele perioden, hvor den dog er højst i 2027, baseret på en forventning om at de 2 vacciner, er kommet ud på markedet. Det ender derfor med, at de i 2027 estimeres til at have et resultat af primær drift på 1318,4 millioner kr.

Bavarian Nordic: Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT											
DKK million	E2027	E2026	E2025	E2024	E2023	E2022	2021	2020	2019	2018	2017
Revenue	4686,6	4306,1	4005,6	2795,7	3002,8	1759,1	1897,9	1852,4	662,5	500,6	1370,2
Production costs	2483,9	2282,2	2122,9	1481,7	1591,5	932,3	1327,6	1195,1	354,8	255,1	290,6
Gross profit	2202,7	2023,9	1882,6	1314,0	1411,3	826,8	570,3	657,3	307,7	245,5	1079,6
Sales and distribution costs	405,4	372,5	346,5	241,8	259,8	152,2	191,8	285,8	53,5	33,7	39,9
Research and development costs	54,3	60,4	67,1	134,1	191,6	319,4	399,2	341,4	409,3	386,3	518,4
Administrative costs	424,5	386,0	350,9	319,0	290,0	263,6	292,9	278,1	173,4	180,0	168,0
Total operating costs	-884,3	-818,8	-764,4	-694,9	-741,4	-735,1	-883,9	-905,3	-636,2	-600,0	-726,3
Other operating income	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	627,7		0,0	0,0
Income before interest and tax (EBIT)	1318,4	1205,0	1118,2	619,0	670,0	91,6	-313,6	379,7	-328,5	-354,5	353,3

Figur 1

Notes to the Unaudited Condensed Consolidated Income Statement

MDKK												
1. Revenue	E2027	E2026	E2025	E2024	E2023	E2022	2021	2020	2019	2018	2017	
MVA-BN smallpox vaccine sale	1.299,6	1.181,5	1.074,1	976,4	887,7	807,0	733,6	540,8	324,3	360,5	874,3	
Rabipur/RabAvert	268,8	298,7	331,9	368,7	409,7	455,2	505,8	627,7	-	-	-	
ABNCoV2	551,25	612,5	735,0	980,0	1.224,2	-	-	-	-	-	-	
MVA-BN RSV	2100,00	1.750,0	1.400,0	-	-	-	-	-	-	-	-	
Encepur	193,0	214,4	238,2	264,7	294,1	326,8	363,1	455,0	-	-	-	
Milestone payments	-	-	-	-	-	-	-	66,5	-	-	398,5	
MVA-BN smallpox, development results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Other product sale	-	-	-	-	-	-	260,2	-	-	-	-	
Contract work	274,0	249,0	226,4	205,8	187,1	170,1	35,2	162,4	338,2	140,1	97,3	
Revenue	4.686,6	4.306,1	4.005,6	2.795,7	3.002,8	1.759,1	1.897,9	1.852,4	662,5	500,6	1.370,1	

Figur 2

6.2 Estimat af fremtidigt Free Cash Flow

Når man skal finde fremtidigt FCF, vil der som beskrevet i redegørelsen, blive brugt Skats formel for at finde frem til dette tal. Derfor skal man starte med at estimere depreciation and amortisation, som er afskrivninger. Her er der kigget på, hvordan de er forløbet i 2017-2021, hvor de gennemsnitligt har været 12 procent af omsætningen, hvilket de derfor også er sat til at være i estimatet fra 2022-2027. Dette kan begrundes med, at når virksomheden vokser, så forventes det også at virksomheden køber flere anlægsaktiver, som de så skal afskrive på. Hertil trækker man så skatten fra EBIT, som vil ligge på 22 procent, eftersom det er hvad vi betaler i selvselskabsskat i Danmark. Dette tal er derfor også voksende i hele perioden, da Bavarian Nordic får et bedre EBIT hvert år fra 2022 til 2027. Så her lægger man depreciation and amortisation til EBIT og trækker skat fra og kommer dermed frem til cash earnings. Nu trækker man så change in working capital fra eller til, hvilket vil sige ændringen i omsætningsaktiver fratrukket kortfristet gæld, som skats formel beskriver⁴⁰. Her estimeres omsætningsaktiverne til at stige med 10 procent om året, sammen med den kortfristede gæld der også vil stige med 10 procent om året⁴¹. Changes in working capital, altså ændring i arbejdskapitalen, vil derfor falde mere og mere og være negativ igennem hele perioden, da de procentvist stiger det samme om året. Dette påvirker derfor FCF negativt, da det fratrækkes fra cash earnings. Arbejdskapitalen beskriver hvor mange penge Bavarian Nordic har bundet i tilgodehavender, varelager m.fl. fratrukket kortfristede gæld. Det vil sige at en høj arbejdskapital sådan set er godt, men det kan dog begrænse udvikling og vækst af Bavarian Nordic hvis de ikke har mulighed for lån eller likvide midler til at finansiere væksten.

⁴⁰ (Skat, 2019)

⁴¹ Bilag 4

Når man så får trukket ændringer i arbejdskapitalen fra cash earnings, når man frem til cash flow from operating activities, altså pengestrøm fra driften, som estimeres til at være positivt igennem hele budgetperioden fra 2022 til 2026 og i terminalåret som er 2027. Det sidste der så skal gøres, er at der skal trækkes anlægsinvesteringer og -frasalg fra, som af Figur 3 fremgår som capital expenditures, som er cash flow from investment activities fratrukket investment in intangible assest. Her falder cash flow from investment activities i takt med at virksomheden vokser og får de 2 nye vacciner på markedet, imens investment in intangible assest falder med samme procentdel⁴². Alt dette fører dermed frem til et frit cash flow der først er positivt fra 2025 og vil forblive positivt i både 2026 og 2027 hvor det toppe med 750,4 millioner kr.

Efter disse beregninger kan man nu opstille et fremtidigt FCF:

DKK million											
Income before interest and tax (EBIT)	1318,4	993,6	1118,2	619,0	247,2	91,6	-313,6	379,7	-328,5	-354,5	353,3
Depreciation and amortization	549,8	440,5	469,9	328,0	222,9	206,4	387,7	344,1	57,0	41,6	37,5
Taxes of EBIT	290,0	218,6	246,0	136,2	54,4	20,2	-69,0	83,5	-72,3	-78,0	77,7
Cash earnings	1578,1	1215,5	1342,1	810,8	415,7	277,8	143,1	640,3	-199,2	-234,9	313,1
Changes in working capital	-307,4	-279,4	-254,0	-230,9	-209,9	-190,9	-956,3	1094,9	-1564,5	-236,1	505,2
Cash flow from operating activities	1270,7	936,1	1088,0	579,9	205,8	87,0	-813,2	1735,2	-1763,7	-471,0	818,3
Capital expenditures	-520,4	-578,2	-642,4	-1284,9	-1835,6	-1668,7	-2301,6	-2395,3	1501,0	-278,3	238,3
Free Cash Flow	750,4	357,9	445,6	-705,0	-1629,8	-1581,7	-3114,8	-660,1	-262,7	-749,3	1056,6

Figur 3

6.3 WACC

For at finde frem til WACC, som skal bruges i formlen til tilbagediskonteringen, skal man finde egenkapitalens forrentning først.

6.3.1 CAPM

Når man skal finde egenkapitalens forrentning, skal man som sagt bruge Capital asset pricing model. Her er markedsafkastet sat til 7,35%, det dette var tilfældet for C20, som er et indeks bestående af de 20 mest omsatte aktier i Danmark. De 7,35% er taget fra 2020 og 20 år tilbage, hvor C20 så er steget 7,35% gennemsnitligt årligt⁴³. Herefter er den risikofri rente

⁴² Bilag 5

⁴³ (Forst, 2020)

trukket fra, som er sat til 1,5%, da finansministeriet satte den til det i 2012 og frem til 15. november 2023 og er derfor stadig gældende⁴⁴. Herfra ganges det med beta-værdien hvor der er fundet et gennemsnit fra finansielle hjemmesider, som kommer frem til en gennemsnitlig beta-værdi på 1,41 over de seneste 5 år, hvilket betyder at den har svunget med 41 procent mere en børs gennemsnittet de seneste 5 år. Til sidst ligger man den risikofri rente til fra før og kommer dertil frem til at egenkapitalens forrentning for Bavarian Nordic ligger på 9,77%⁴⁵.

6.3.2 Udregning af WACC

Her er der brugt samme udregning, som beskrevet i 5.2.3. Der starter man med at finde egenkapitalen, som er 7.375 milliarder kr. og dividere med Value, hvilket er aktiver i alt, og dermed kommer man frem til soliditetsgraden på 61% som er tilfredsstillende⁴⁶.

Soliditetsgraden bliver herefter ganget med egenkapitalens forrentning som blev fundet i 6.3.1, hvor resultatet var 9,77%. Dertil ligger man gælden på 4,715 milliarder til, divideret med Value, som bliver gange med gældsrenten⁴⁷. Gældsrenten er fundet ved at finde financial expenses, som er finansielle omkostninger og dividere det med total liabilities, hvilket er gæld i alt. Dertil finder man ud af at Bavarian Nordics gældsrente ligger på 4,05%, som er det Bavarian Nordic gennemsnitligt betaler af sin gæld⁴⁸. Dette ganges så med 1 - selskabsskatten som er fastsat til 22%. Selskabsskatten er reelt set lavere for Bavarian Nordic, da Bavarian Nordic også betaler skat i andre lande som, har en lavere sats end i Danmark. Det er dog meget besværligt at komme frem til den præcise skattesats, og derfor er den sat til 22%, da de hovedsageligt betaler skat i Danmark⁴⁹.

Ud fra disse beregninger kommer man frem til et resultat der giver en WACC på 7,19%. Som er udregnet på følgende måde:

WACC	=	$\frac{7.375.000.000}{12.089.600.000}$	*	9,77%	+	$\frac{4.715.000.000}{12.089.600.000}$	*	4,05%	*	(	1	-	0,22)
WACC	=	0,61	*	9,77%	+	0,39	*	4,05%	*				0,78	
WACC	=			0,060	+			0,0158	*				0,78	
WACC	=			0,0719		eller		7,19%						

Figur 4

⁴⁴ (Finansministeriet, 2012)

⁴⁵ Bilag 17

⁴⁶ (Hay, Frølich, Poulsen, Størup, & Hassing, 2021)

⁴⁷ Bilag 6

⁴⁸ Bilag 7

⁴⁹ (Bavarian Nordic A/S, 2021)

6.3.3 Tilbagediskonterings-satsen

Når WACC nu er fundet, kan man udregne diskonterings-satsen. Diskonterings-satsen findes ved følgende formel: $1/(WACC+1)^n$, hvilket gør at jo højere WACC er, jo lavere vil værdien af virksomheden være, da diskonterings-satsen vil blive lavere. Med diskonterings-satsen kan man nu tilbagediskontere fremtidigt FCF, som udregnet i Figur 3, og med diskonterings-satsen kan man så nu udregne NPV af det fremtidige FCF. Diskonterings-satsen vil falde igennem årene, hvilket giver god mening, da 1 kr. i dag er mindre værd i fremtiden.

6.4 Tilbagediskontering af fremtidigt Free Cash Flow

Nu når diskonterings-satsen er fundet, skal denne ganges med FCF, og man vil derfor finde ud af hvor meget ens penge i fremtiden er værd i dag. Hvilket giver en Net Present Value i budgetperioden på -2314,3 millioner kr.⁵⁰. Man skal dog også have terminalåret med, som er 2027. For at finde terminalværdien af dette bliver FCF af dette år divideret med WACC minus årligt vækst, så $FCF/(WACC\text{-}årlig\ vækst)$, hvilket vil sige at hvis WACC stiger, vil terminalværdien derfor også falde. Dette giver derfor en terminalværdi på 17900,4 millioner kr. hvor årlig vækst er antaget til at være 3%, som på skats hjemmeside⁵¹. For så at finde NPV, skal man tage diskonterings-satsen fra det sidste år i budgetperioden, og dermed kommer man frem til en Net Present Value af terminalperioden på 12648,9 millioner kr.⁵².

6.4.1 Udregning af value of equity

Nu mangler der kun de sidste udregninger for at finde value of equity, hvilket er egenkapitalværdi af Bavarian Nordic. Her skal man derfor først finde enterprise value, som er nutidsværdi af budgetperioden og nutidsværdi af terminalperioden lagt sammen⁵³. Hvilket giver et resultat på 10.334,6 millioner kr. Nu kan man beregne value of equity. Dette gøres ved at trække markedsværdi af netto rentebærende gæld, hvilket er gæld, der betales rente af samt likvide midler trukket fra⁵⁴ og trækkes fra enterprise value⁵⁵. Derefter lægges markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver til, hvilket er anlægsaktiverne. Dermed kommer man frem til en value of equity på 17.369.131,9 tusinder kr.⁵⁶.

⁵⁰ Bilag 8

⁵¹ (Skat, 2019)

⁵² Bilag 9

⁵³ Bilag 10

⁵⁴ Bilag 14

⁵⁵ Bilag 12

⁵⁶ Bilag 11

6.5 Teoretisk værdi af aktien

Nu når value of equity er fundet, kan man finde den teoretiske værdi af aktien og dermed også finde ud af om aktien er over- eller undervurderet. Her tager man value of equity of dividerer med aktier på markedet, som vist i Figur 5:

Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver i tusinder	7336000
Value of Equity i i tusinder.	kr. 17.369.131,9
Aktier på markedet i tusinder.	70.357
Teoretisk værdi af aktie	246,9

Figur 5

Det fremgår derfor at Figur 5, at Bavarian Nordics teoretiske værdi af aktien er mere værd end markedsværdien, dette vurderes ud fra, at Bavarian Nordics kurs den 5. april 2022 klokken 14:01 lå på 188 kr. pr. aktie og dermed en markedsværdi på 13 milliarder kr.⁵⁷.

Dette betyder at den teoretiske værdi er 58,9 kr. mere værd pr. aktie. På baggrund af dette kan man derfor argumentere for, at Bavarian Nordics er værdiansat for lavt på aktiemarkedet. Ved DCF-modellen er der dog mange usikkerheder, hvilket gør at estimaterne og den teoretiske værdi ikke er helt sikker, og det derfor vil være en god ide at lave en følsomhedsanalyse af værdiansættelsen.

6.6 Følsomhedsanalyse af Bavarian Nordics værdiansættelse

Der er mange forskellige ting, der kan have stor betydning for værdiansættelsen og ved ændring af nogen værdier, kan resultatet ændre sig markant. Derfor kan man bruge følsomhedsanalyser for at give et godt indblik i hvordan resultatet vil ændre sig, på baggrund af at ændre nogen faktorer, såsom WACC og årlig vækst. Der kan laves følsomhedsanalyse af rigtig mange forskellige tal i opgaven, men da opgaven er begrænset, er der kun lavet følsomhedsanalyse på MVA-BN RSV-vaccinen, ABNCoV2-vaccinen, WACC og årlig vækst,

⁵⁷ Bilag 13

for at give et indblik i, hvordan disse påvirker den teoretiske værdi af aktien samt value of equity.

6.6.1 Ændring af markedsandel på MVA-BN RSV-vaccinen

MVA-BN RSV er en stor del af omsætningen i specielt i terminalåret, hvilket medfører, at det har stor betydning for terminalværdien og derfor også value og equity. I opgaven er der regnet med at de starter med en markedsandel fra 2025 på 20 procent, som vil stige med 5 procent om året, hvilket den også vil i følsomhedsanalysen, bortset fra at markedsandelen i 2025 vil være forskellig.

Følsomhedsanalyse - MVA-BN RSV					
Markedsandel på MVA-BN RSV i 2025 med en årlig stigning på 5%	10,00%	15,00%	20,00%	25,00%	30,00%
Value of equity, i tusinder	kr. 12.028.511,80	kr. 14.698.821,80	kr. 17.369.131,90	kr. 20.039.441,90	kr. 22.709.751,90
Teoretisk værdi af aktie	171	208,9	246,9	284,8	322,8
Indeks	69,3	84,6	100,0	115,4	130,7

Figur 6

Som det kan ses i Figur 6, er værdiansættelsen fra tidligere i opgaven markeret med blå og derfor også et indeks på 100, da dette er basistallet. Ved at kigge på denne tabel er det tydeligt, at markedsandelen af vaccinen har stor betydning for Bavarian Nordic, da de med en start markedsandel på 10% i 2025 og stigning på 5 procent om året, vil have en teoretisk værdi af aktien på 171 kr. hvorimod hvis den er 30 procent i 2025 og stiger 5 procent om året, vil være på 322,8 kr. aktien. Dette giver derfor en stor forskel samt 10.681.240,1 tusinde kroner i forskel i value of equity altså værdien af egenkapitalen. Dette gør, at aktien med de 10 procent vil være 30 procent lavere end værdiansættelsen tidligere i opgaven samt 30 procent højere ved 30 procent i markedsandel fra 2025. Denne vaccine er specielt usikker, eftersom det er svært at vurdere, om der kommer forsinkelser i udviklingen og forskelle i markedsandele. Samlet set vil den teoretiske værdi samt value of equity stige, når markedsandelen af MVA-BN RSV stiger.

6.6.2 Ændring den samlede afsætning af ABNCoV2-vaccinen

En anden faktor som også kan påvirke værdiansættelsen, er afsætningen af ABNCoV2-vaccinen, hvilket som sagt er Covid-19 vaccinen. I denne følsomhedsanalyse, er der ændret på hvor mange vacciner, der er solgt pr. år, hvor der bliver ændret 10 procent hver gang. Dette er visualiseret i Figur 7:

Følsomhedsanalyse - ABNCoV2					
Antal ABNCoV2-vacciner solgt i 2022-2027	26,8 millioner	30,15 millioner	33,5 millioner	36,85 millioner	40,2 millioner
Procentvis ændring i forhold til egne udregninger	-20%	-10%		10%	20%
Value of equity, i tusinder	kr. 16.357.723,30	kr. 16.863.427,60	kr. 17.369.131,90	kr. 17.874.836,20	kr. 18.380.540,50
Teoretisk værdi af aktie	232,5	239,7	246,9	254,1	261,2
Indeks	94,2	97,1	100,0	102,9	105,8

Figur 7

Som det kan ses, er den teoretiske værdi af aktien 232,5 ved et fald i afsætningen på 20 procent og en value of equity på 16.357.723,3 tusinder kr. hvilket giver et fald på 5,8 procent fra værdiansættelsen tidligere i opgaven. En stigning i afsætningen på 20 procent, giver en teoretisk værdi af aktien på 261,2 kr. og en value of equity på 18.380.540,5 tusinder kr. som er en stigning på 5,8%. Ud fra dette kan det vurderes, at værdiansættelsen ikke er meget følsom overfor ændringer i afsætningen på ABNCoV2-vaccinen, hvilket kan begrundes med, at værdi af salget i terminalåret ikke er så stort alligevel.

6.6.3 Ændring af årlig vækst

En vigtig faktor er også den årlige vækst, denne bliver nemlig brugt til at finde terminalværdien, og har derfor stor betydning for resultatet af værdiansættelsen. Der er i denne følsomhedsanalyse kigget på, hvordan resultatet af værdiansættelse ville blive, hvis den årlige vækst er sat til 1-5 procent. Dette er visualiseret nedenfor:

Følsomhedsanalyse - Ændring i årligt vækst					
Årlig vækst i terminalåret	1%	2%	3%	4%	5%
Value of equity, i tusinder	kr. 13.283.513,80	kr. 14.932.862,80	kr. 17.369.131,90	kr. 21.331.928,80	kr. 28.910.565,90
Teoretisk værdi af aktie	188,8	212,2	246,9	303,2	410,9
Indeks	76,5	85,9	100,0	122,8	166,4

Figur 8

Som det kan ses i Figur 8, så er der stor forskel på den teoretiske værdi af aktien alt efter hvad den årlige vækst er sat til. Det er meget interessant at se, hvis den årlige vækst falder med 2 procentpoint, vil den teoretiske værdi af aktien og value of equity falde med 23,5 procent, hvilket medfører, at den teoretiske værdi af aktien vil komme ned på 188,8 kr. Modsat hvis den årlige vækst stiger 2 procentpoint, så vil den teoretiske værdi af aktien og value of equity stige med 66,4 procent, hvilket gør at den teoretiske værdi af aktien kommer helt op på 410,9 kr. Det vil dog ikke være særlig sandsynligt, at Bavarian Nordics årlige vækst vil være på 5 procent i al evighed, da Bavarian Nordic i forvejen er en forholdsvis stor virksomhed.

Det kan derfor konkluderes, at den årlige vækst i terminalåret har stor betydning for værdiansættelsen.

6.6.4 Ændring af WACC

Til sidst vil det også være relevant at lave en følsomhedsanalyse på WACC, da denne også kan ændre sig, hvis f.eks markedsrenten ændrer sig, den risikofrie rente samt volatilitet i markedet som påvirker beta-værdien. Dette kan ses herunder:

Følsomhedsanalyse - WACC					
WACC	5,19%	6,19%	7,19%	8,19%	9,19%
Value of equity, i tusinder	kr. 31.291.839,20	kr. 22.124.217,30	kr. 17.369.131,90	kr. 14.490.928,50	kr. 12.564.726,50
Teoretisk værdi af aktie	444,8	314,5	246,9	206	178,6
Indeks	180,2	127,4	100,0	83,4	72,3

Figur 9

Som det kan ses i Figur 9, så har WACC meget stor betydning for værdiansættelsen. Jo højere WACC er, jo lavere bliver den teoretiske værdi af aktien samt value of equity, modsat jo lavere WACC er, jo højere bliver den teoretiske værdi af aktien samt value of equity. Dette skyldes at WACC bruges til at udregne terminalværdien samt NPV, hvilket har stor betydning for værdiansættelsen. Det kan derfor ses, at hvis WACC falder med 2 procentpoint, vil den teoretiske værdi af aktien samt value of equity stige med 80,2 procent og dermed vil den teoretiske værdi af aktien være 444,8, hvilket er over dobbelt så meget, som kursen på børsen⁵⁸. Modsat hvis den stiger 2 procentpoint vil den teoretiske værdi af aktien samt value of equity falde med 27,7 procent, hvilket giver en teoretisk værdi af aktien på 178,6 kr. som ligger lige omkring kursen på børsen. Samlet set har WACC derfor en stor betydning for resultatet af værdiansættelsen.

6.7 Delkonklusion

For at runde analysen af, så vil Bavarian Nordic være 17,369 mia. kr. værd baseret på værdiansættelsen og så burde aktien ligge på kurs 246,9 kr. Det kan dog ses ud fra følsomhedsanalyserne, at de mange forskellige faktorer og forhold kan have stor betydning for det endelige resultat. I følsomhedsanalysen kan det ses at WACC og årlig vækst har den største betydning for værdiansættelsen af Bavarian Nordic. Det kunne også ses at ABNCoV2-vaccinen havde minimal betydning imens MVA-BN RSV-vaccinen havde en del større

⁵⁸ Bilag 13

betydning. Der er dog også en del andre faktorer, der spiller ind, når markedet værdiansætter en aktie.

7. Diskussion og vurdering af hvordan der kan være forskel på markedsværdien og værdiansættelsen

Som det kan ses i værdiansættelsen, er der forskel på markedsværdien og den beregnede værdiansættelse, men hvordan kan det egentlig være? Først og fremmest er det svært bare at udregne en virksomheds værdi ud fra en model, eftersom man jo som sagt kan være uenig om fremtiden for virksomheden, måske tror man f.eks. ikke på at Bavarian får udgivet Covid-19 vaccinen eller måske tror man slet ikke at der er nogen der vil tage den, når den endelig er færdigudviklet og godkendt. Så det betyder altså, hvis man ikke tror på virksomhedens fremtid, så vil resultatet også ramme meget anderledes end hvis man tror på fremtiden af virksomheden. Der er derudover også nogen psykologiske forhold der spiller ind, når folk køber og sælger på markedet, hvilket også påvirker markedsværdien.

7.1 Troen på Bavarian Nordics fremtid

En meget vigtig faktor er troen på Bavarian Nordic. Som beskrevet før, så har det stor betydning, at markedet tror på Bavarian Nordic, for hvis der er overvægt af investorer, som ikke tror på virksomheden, vil investorerne formentlig sælge. Bavarian Nordics aktie er også en af dem på C25 der bliver shortet mest, hvilket vil sige, at folk mener at markedsværdien er for høj. Dette kunne f.eks. ses i en rapport fra Finanstilsynet over shortede aktier fra 31. august 2021 - 31. oktober 2021, hvor Bavarian Nordics aktie var den anden mest shortede aktie i C25 med kun Ambu over dem⁵⁹. Det kan f.eks. forklares med at investorerne ikke tror på, at Covid-19 vaccinen vil have en fremtid eller den nogensinde kommer på markedet, investorer der generelt bare ikke tror på virksomheden osv. Når man som investor ser, at en aktie bliver shortet så heftigt, vil man formentlig tænke om man har købt noget forkert, hvilket måske vil føre til salg af sin position og dermed også påvirker aktien negativt.

Det ses også tydeligt, når store anerkendte banker eller anerkendte børsanalytikere anbefaler aktier, så vil det påvirke aktien, fordi folk bliver overtalt til, at virksomheden er undervurderet eller overvurderet på markedet. Et godt eksempel på dette er en artikel Euroinvestor lagde ud 28. marts 2022 med titlen: *"Analytikere ser kæmpe potentiale i Bavarian-aktien - kan stige*

⁵⁹ (Finanstilsynet, 2021)

med over 150 pct.⁶⁰ og samme dag gik aktien op med 6,8 kr. ved åbningen af børsen⁶¹. Der er dog mange forskellige meninger om de forskellige aktier, og nogen mener den er overvurderet og andre mener den er undervurderet. Alt dette påvirker Bavarian Nordics kurs i den ene og anden retning, og er derfor også en grund til, at der er forskel på markedsværdien og værdiansættelsen.

7.2 Elementerne i værdiansættelsen

Det skal også siges, at der er elementer i værdiansættelsen, som medfører, at der er forskel på den teoretiske værdi og markedsværdien, da den teoretiske værdi bare er en forudsigtelse af fremtiden. F.eks. vil der være forskellige vurderinger af, hvordan de forskellige poster i værdiansættelsen vil forløbe, såsom produktionsomkostninger, omsætningsaktiver m.m. Disse har derfor betydning for værdiansættelsen og vil derfor også være en faktor, der spiller ind i forhold til forskellen på den teoretiske værdi og markedsværdien. Der kan også være forskel på f.eks. WACC, hvilket også kan påvirke værdiansættelsens resultatet og dermed også forskellen på den teoretiske værdi og markedsværdien.

7.3 Bavarian Nordics forudsætninger

Bavarian Nordics forudsætninger har også stor betydning for forskellen mellem markedsværdien og værdiansættelsen. I årsrapporterne og regnskaberne står der nemlig rigtig mange forskellige ting, blandt andet Bavarian Nordics forudsætninger for fremtiden. Dette kan være om mange forskellige ting, f.eks. vacciner, årlig vækst osv. Dette betyder også, at aktien ofte bliver påvirket efter disse årsrapporter og regnskaber, hvilket det selvfølgelig også vil gøre for Bavarian Nordic. Dette er endnu en grund til, at der kan være forskel på den teoretiske værdi og markedsværdien. Det kan også være at nogen af Bavarian Nordics topchefer sælger ud af deres aktier, hvilket oftest får aktien til at falde, eftersom markedet ser dette som et tegn på at topfolkene i virksomheden ikke tror på aktien, eller de måske ved noget som markedet endnu ikke har fået kendskab til. Modsat hvis topcheferne køber op, vil det oftest have en positiv udvikling på aktien.

Så samlet set er der rigtig mange forskellige ting, der gør at der er forskel mellem den teoretiske værdi og markedsværdien. Til at starte med er troen på Bavarian Nordic noget af

⁶⁰ (Euroinvestor, 2022)

⁶¹ Bilag 15

det vigtigste, fordi hvis man ikke tror på, at virksomheden har en fremtid, så vil man naturligvis også mene at aktien er overvurderet på markedet. Det kan også være, at man ikke tror på deres forudsætninger og dermed finder den teoretiske værdi ud fra dette, hvilket også vil vise sig i forskellen mellem den teoretiske værdi og markedsværdien.

8. Konklusion

Bavarian Nordic er en bioteknologisk lægemiddelvirksomhed med hovedkvarter i Hellerup, Danmark. Virksomheden blev grundlagt i 1994 af Asger Aamund som har været i firmaet siden da og helt frem til 2015. Bavarian Nordic er specielt kendt blandt danskerne på grund af en mulig kommende Covid-19 vaccine, som er blevet omtalt meget i medierne. For at finde frem til Bavarian Nordics værdiansættelse, kan man bruge forskellige modeller; herunder Multipel Værdiansættelse, Substansmetoden og Discounted Cash Flow-modellen, hvor der i denne opgave er brugt Discounted Cash Flow-modellen. Ud fra denne værdiansættelse med Discounted Cash Flow-modellen, kan man konkludere, at Bavarian Nordics teoretiske værdi er 17,37 mia. kr. og den teoretiske værdi af aktien er 246,9 kr. Dette betyder, at Bavarian Nordic ifølge værdiansættelsen er undervurderet på børsen, da markedsværdien ligger på 13 mia. kr. hvilket er under de 17,37 mia. kr. og dermed er aktien attraktiv at investere i. Det kan dog ses i følsomhedsanalysen, at der er mange usikre faktorer, som kan påvirke resultatet af værdiansættelsen, herunder WACC, årlig vækst i terminalåret samt indflydelse af salg af MVA-BN RSV-vaccinen.

Det vurderes dog også, at der er mange andre faktorer, som spiller ind på kursen, og der er derfor ofte forskel på den teoretiske værdi af virksomheden og markedsværdien af virksomheden. Ved markedsværdien kan der være mange forskellige ting som spiller ind, heriblandt troen på aktien. Dette kan ses på Bavarian Nordics aktie, hvor prognoser af aktien fra store banker og børsanalytikere påvirker aktien i begge retninger. Troen på aktien fra de private investorer har også stor betydning, fordi hvis der generelt set er en holdning på markedet om at Bavarian Nordic, ikke får succes i fremtiden med deres vacciner f.eks. Covid-19-vaccinen, så vil aktien også blive påvirket negativt. Der er også mange andre faktorer, som påvirker aktien, dette kan være udmeldinger fra topcheferne om fremtiden, eller f.eks. at topcheferne sælger ud eller køber op af aktien. Dette kan få markedet til at tro at topcheferne ved noget som markedet ikke ved, hvilket kan føre til enten opkøb eller salg.

9. Litteraturliste

Bavarian Nordic A/S. (2021). *Annual Report 2021*. Bavarian Nordic A/S.

Bavarian Nordic A/S. (27. januar 2022). Hentet fra Nordnet:

<https://www.nordnet.dk/markedet/aktiekurser/16099980-bavarian-nordic?details>

Dansk Aktionærforening. (u.d.). *Beta (β)*. Hentet fra Shareholders:

<https://www.shareholders.dk/investorordbogen/beta>

EuroInvestor (2021). Regnskaber og porteføljetjek. Danmark.

Euroinvestor. (28. marts 2022). *Analytikere ser kæmpe potentiale i Bavarian-aktien - kan stige med over 150 pct.* Hentet fra Euroinvestor: <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/analytikere-ser-kaempe-potentiale-i-bavarian-aktien-kan-stige-med-over>

Finansministeriet. (2012). *Statsobligationer*. august.

Finanstilsynet. (4. november 2021). *Statistik for korte positioner i danske aktier, ultimo oktober 2021*.

Hentet fra Finanstilsynet: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2021/Shortselling202110>

Forbes. (u.d.). *Investopedia*. Hentet fra Forbes:

<https://www.forbes.com/sites/investopedia/?sh=21bbdbde65a8>

Forst, O. (22. august 2020). *Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast*. Hentet fra dinfo:

<https://dinfo.dk/afkast-paa-aktier-se-det-historiske-gennemsnitlige-afkast/>

Hargrave, M. (5. januar 2022). *Weighted Average Cost of Capital (WACC)*. Hentet fra Investopedia:

<https://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>

Hay, P., Frølich, H., Poulsen, M., Størup, G., & Hassing, J. (2021). *Analyse af soliditeten*. Hentet fra

Systime: <https://virksomhed.systime.dk/?id=529>

Jura-guide. (u.d.). *Værdiansættelse*. Hentet fra Jura-guide: <https://jura-guide.dk/vaerdiansaettelse>

Kenton, W. (6. januar 2022). *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. Hentet fra Investopedia:

<https://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

Legal Desk. (2022). *Selskabsskat*. Hentet fra Legal Desk:

<https://www.legaldesk.dk/artikler/selskabsskat>

Nordnet. (27. marts 2022). *OMX Copenhagen 25*. Hentet fra Nordnet:

<https://www.nordnet.dk/markedet/indikator/omxc25>

Poul Wolffsen. (31. januar 2009). *investeringskalkule*. Hentet fra Den store danske lex:

<https://denstoredanske.lex.dk/investeringskalkule>

Ritzau. (1. august 2021). *Pfizer og Moderna hæver prisen på deres coronavacciner*. Hentet fra

Medwatch: https://medwatch.dk/Medicinal___Biotek/article13171083.ece

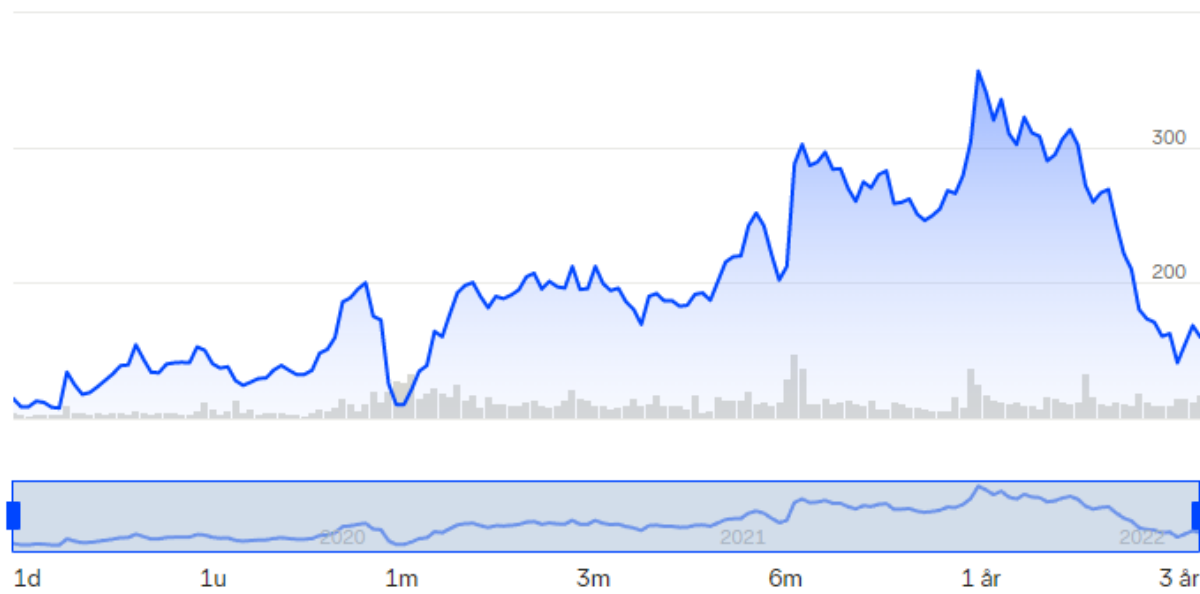
Scheuer, P. (1. marts 2018). *Bavarian Nordic A/S*. Hentet fra Lex:

https://trap.lex.dk/Bavarian_Nordic_A/S

- Skat. (21. januar 2019). *Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis*. Hentet fra Skat:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813206&chk=216301>
- Skat. (21. januar 2019). *Åbningsbalance og udarbejdelse af budgetter (udledning af cashflow)*. Hentet fra Skat: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813216&chk=216301>
- Skat. (21. januar 2019). *DCF-modellen*. Hentet fra Skat:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301>
- Skat. (21. januar 2019). *DCF-modellen*. Hentet fra Skat:
<https://skat.dk/data.aspx?oid=1813207&chk=216301>
- Skat. (21. januar 2019). *En introduktion til tre grundlæggende værdiansættelsestilgange*. Hentet fra Skat: <https://skat.dk/data.aspx?oid=1813202&chk=216301>
- Statens Serum Institut. (15. juni 2021). *Influenzasæsonen - opgørelse over sygdomsforekomst 2020/21*. Hentet fra Statens Serum Institut: <https://www.ssi.dk/sygdomme-beredskab-og-forskning/sygdomsovervaagning/i/influenzasaesonen---opgoerelse-over-sygdomsforekomst-2020-21>
- Støtte til udvikling af dansk Covid-19 vaccine*. (23. august 2021). Hentet fra Sundhedsministeriet:
<https://sum.dk/nyheder/2021/august/stoette-til-udvikling-af-dansk-covid-19-vaccine>
- Sundhedsministeriet. (23. august 2021). *Støtte til udvikling af dansk Covid-19 vaccine*. Hentet fra Sundhedsministeriet: <https://sum.dk/nyheder/2021/august/stoette-til-udvikling-af-dansk-covid-19-vaccine>
- Vinther Emdal Hay, P., Brunvold, M., Vester Jøker, B., Lind, A., & Bøgelund Jensen, N. (2019). *Skriv økonomisk*. Hentet fra Systime: <https://skriv.systime.dk/?id=132>
- Virksomhedskøber. (u.d.). *ENKELTAKTIVER / SUBSTANSMETODEN*. Hentet fra Virksomhedskøber:
<https://virksomhedskober.dk/enkeltaktiver-substansmetoden/>
- Voergaard, P. (18. marts 2020). *Hvad er C25-indekset?* Hentet fra Euroinvester:
<https://www.euroinvestor.dk/nyheder/hvad-er-c25-indekset>
- Yahoo! finance. (1. april 2022). *Bavarian Nordic A/S (BAVA.CO)*. Hentet fra Yahoo! finance:
<https://finance.yahoo.com/quote/BAVA.CO/analysis?p=BAVA.CO>

10. Bilag

10.1 Bilag 1: Bavarian Nordics udvikling over de seneste 3 år.



10.2 Bilag 2: Udregning af FCF fra Skat

	Nettoomsætning
-	Driftsomkostninger
=	Driftsresultat før skat (EBIT)
+	Afskrivninger og andre ikke likviditetskrævende omkostninger (eksempelvis hensættelser)
-	Betalt skat (af driftsresultat)
=	Cash earnings
+/-	Forskydning i arbejdskapital (varelager, tilgodehavender, driftslikviditet og driftsgæld)
=	Pengestrøm fra driften
+/-	Anlægsinvesteringer og -frasalg
=	Frit cash flow til långivere og ejere (FCF)
+/-	Finansielle ind- og udbetalinger (efter skat)
-/+	Afdrag/optagelse af ny gæld
=	Frit cash flow til ejere
-	Udbytte
=	Overskydende likviditet

10.3 Bilag 3: Overblik over salg rent geografisk

DKK thousand	2021	2020
MVA-BN smallpox vaccine sale	733,593	540,769
Rabipur/RabAvert	505,769	627,699
Encepur	363,054	455,012
Other product sale	260,225	-
Sale of goods	1,862,641	1,623,480
Milestone payments	-	66,553
Contract work	35,234	162,350
Sale of services	35,234	228,903
Revenue	1,897,875	1,852,383
Total revenue includes:		
Fair value adjustment concerning financial instruments entered into to hedge revenue	(7,072)	13,146
Geographic split of revenue:		
USA	1,066,799	1,139,080
Belgium	264,410	4,358
Germany	258,288	356,826
The Netherlands	78,173	96,029
Sweden	33,475	47,240
Austria	28,040	31,235
Switzerland	24,142	36,138
Japan	24,110	21,060
United Kingdom	16,975	23,069
Other geographic markets	103,463	97,348
Revenue	1,897,875	1,852,383

10.4 Bilag 4: Udvikling af omsætningsaktiver og kortfristet gæld

	E2027	E2026	E2025	E2024	E2023	E2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
Omsætningsaktiver	6890,728086	6264,3	5694,8	5177,1	4706,5	4278,6	4754	2381	655	2508	2770,5	2457
Kortfristet gæld	3381,201325	3073,81939	2794,3813	2540,3466	2309,406	2099,46	1908,6	952,3	2047,2	482,7	246,6	751,8
Omsætningsaktiver - kortfristetgæld	3.509,5	3.190,5	2.900,4	2.636,8	2.397,1	2.179,1	2.845,4	1.428,7	-1.392,2	2.025,3	2.523,9	

10.5 Bilag 5: Udregning af Capital expenditures

	E2027	E2026	E2025	E2024	E2023	E2022	2021	2020	2019	2018	2017
Cash flow from investment activities	-717,7	-797,5	-886,1	-1772,2	-2531,7	-2301,5	-2876,9	-1911,5	-809,9	-288,5	216,0
Investment in intangible assets	-197,348036	-219,2756	-243,6396	-487,2791	-696,113	-632,83	-575,3	483,8	-2310,9	-10,2	-22,3
Capital expenditures	-520,4	-578,2	-642,4	-1284,9	-1835,6	-1668,7	-2301,6	-2395,3	1501,0	-278,3	238,3

10.6 Bilag 6: Total gæld i Bavarian Nordic

Consolidated statements of financial position – Equity and liabilities

December 31, 2021 and 2020

DKK thousand	Note	2021	2020
Equity			
Share capital		704,684	584,501
Treasury shares		(1,112)	(1,077)
Retained earnings		6,588,908	4,246,359
Other reserves		82,187	64,570
Equity		7,374,667	4,894,353
Liabilities			
Deferred consideration	25	2,569,090	2,464,932
Prepayment and loan from Government	26	160,511	-
Debt to credit institutions	27	18,896	393,268
Lease liabilities	28	57,547	54,201
Non-current liabilities		2,806,044	2,912,401
Deferred consideration	25	577,667	357,736
Debt to credit institutions	27	874,373	2,174
Lease liabilities	28	21,266	20,422
Prepayment from customers	29	16,904	74,347
Trade payables		263,611	345,320
Company tax		3,743	497
Other liabilities	23	150,994	151,814
Current liabilities		1,908,558	952,310
Total liabilities		4,714,602	3,864,711
Total equity and liabilities		12,089,269	8,759,064

10.7 Bilag 7: Udregning af gældsrenten

Gældsrenten udregnes ved	
Financial expenses	191116
Total liabilities	4714602
Gældsrente	4,05%

10.8 Bilag 8: Tilbagediskontering af budgetperioden

I mio.	Budgetperiode				
	E2022	E2023	E2024	E2025	E2026
FCF	-1581,7	-1170,7	-705,0	445,6	587,4
Diskontering	0,93291	0,87031	0,81192	0,75745	0,70663
NPV	-1475,6	-1018,9	-572,4	337,5	415,1
NPV i alt	-2314,3				

10.9 Bilag 9: Tilbagediskontering af terminalperiode

Periode	Terminal periode
FCF	750,4
Værdiberegning	750,4/7,2%-3%
Værdi	17900,4
Diskontering	0,70663
NPV	12648,9

10.10 Bilag 10: Udregning af enterprise value

Beregning af enterprise value i mio.	
Nutidsværdi budgetperioden	-2314,3
Nutidsværdi terminalperioden	12648,9
Enterpris value	10334,6

10.11 Bilag 11: Udregning af value of equity

Beregning af teoretisk værdi af Bavarian Nordic aktien	
Enterprise value i tusinder	10334580,9
Markedsværdi af rentebærende gæld i tusinder	301449,0
Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver i tusinder	7336000

10.12 Bilag 12: Total gæld i Bavarian Nordic

DKK thousand	Note	2021	2020
Equity			
Share capital		704,684	584,501
Treasury shares		(1,112)	(1,077)
Retained earnings		6,588,908	4,246,359
Other reserves		82,187	64,570
Equity		7,374,667	4,894,353
Liabilities			
Deferred consideration	25	2,569,090	2,464,932
Prepayment and loan from Government	26	160,511	-
Debt to credit institutions	27	18,896	393,268
Lease liabilities	28	57,547	54,201
Non-current liabilities		2,806,044	2,912,401
Deferred consideration	25	577,667	357,736
Debt to credit institutions	27	874,373	2,174
Lease liabilities	28	21,266	20,422
Prepayment from customers	29	16,904	74,347
Trade payables		263,611	345,320
Company tax		3,743	497
Other liabilities	23	150,994	151,814
Current liabilities		1,908,558	952,310
Total liabilities		4,714,602	3,864,711
Total equity and liabilities		12,089,269	8,759,064

10.13 Bilag 13: Bavarian Nordics kurs klokken 14:01 5. april 2022

🇩🇰 Bavarian Nordic A/S (BAVA)

🔔 Kursalarmer 📺 Overvåg

Senest **188,00** I dag % **+1,73%** I dag +/- **+3,20** Køb **187,75** Sælg **188,00** Højest **190,50** Lavest **178,10**

⚡ 14.01.41 · Valuta i DKK
Nasdaq Copenhagen

Køb

Sælg

Oversigt Om virksomheden

Udvikling

Minimer

Graf

⊕ Graftype ⊕ Sammenlign ⊕ Indikatorer ⊕ 1 time Køb / Sælg Vis volume

1 mån
+33,26%

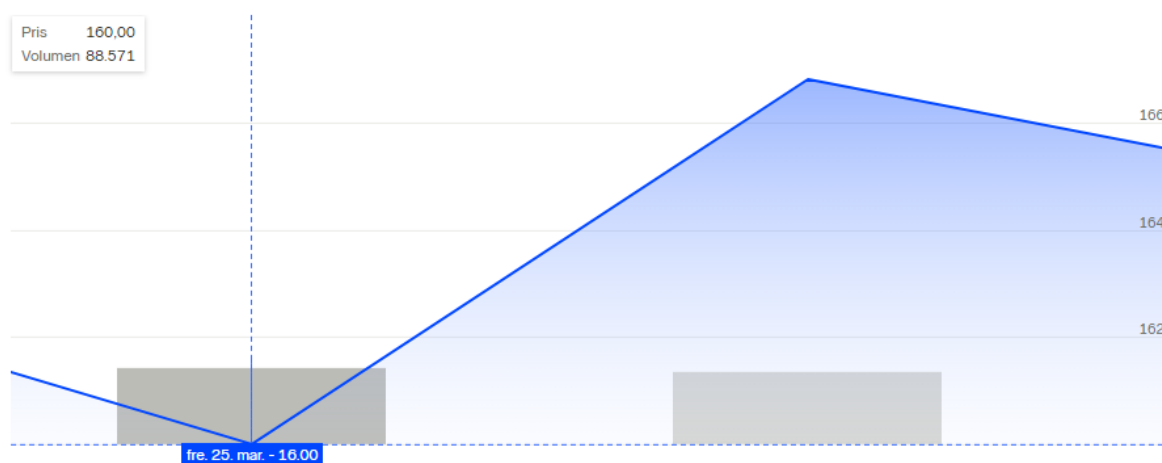


10.14 Bilag 14: Udregning af netto rentebærende gæld

DKK thousand	Note	2021	2020
Equity			
Share capital		704,684	584,501
Treasury shares		(1,112)	(1,077)
Retained earnings		6,588,908	4,246,359
Other reserves		82,187	64,570
		7,374,667	4,894,353
Liabilities			
Deferred consideration	25	2,569,090	2,464,932
Prepayment and loan from Government	26	160,511	-
Debt to credit institutions	27	<u>18,896</u>	393,268
Lease liabilities	28	57,547	54,201
		2,806,044	2,912,401
Non-current liabilities			
Deferred consideration	25	577,667	357,736
Debt to credit institutions	27	<u>874,373</u>	2,174
Lease liabilities	28	21,266	20,422
Prepayment from customers	29	16,904	74,347
Trade payables		263,611	345,320
Company tax		3,743	497
Other liabilities	23	150,994	151,814
		1,908,558	952,310
		4,714,602	3,864,711
		12,089,269	8,759,064

Her er der taget likvide midler (det der er understreget med blå og trukket rentebærende gæld (det der er understreget med rød) fra.

10.15 Bilag 15: Kursspring efter artiklen om ny targetprice på Bavarian Nordic



Her kan det ses at den lukkede på kurs 160 og åbnede ved kurs 166,8, som er 2 timer efter artiklen udkom.

10.16 Bilag 16: Oversigt over hvor Bavarian Nordic skaber omsætning fra.

Geographic split of revenue:

USA	1,066,799	1,139,080
Belgium	264,410	4,358
Germany	258,288	356,826
The Netherlands	78,173	96,029
Sweden	33,475	47,240
Austria	28,040	31,235
Switzerland	24,142	36,138
Japan	24,110	21,060
United Kingdom	16,975	23,069
Other geographic markets	103,463	97,348
Revenue	1,897,875	1,852,383

Taget fra Bavarian Nordics årsrapport fra 2021

10.17 Bilag 17: Beregning af egenkapitalens forrentning

R	=	(	R _m	-	R _f	)	*	β	+	R _f
R	=	(	7,4	-	1,5	)	*	1,41	+	1,5
R	=				5,9		*	1,41	+	1,5
R	=		9,77							

Beta-værdi	
Yahoo! Finance	1,37
Infront Analytics	1,5
Finbox	1,37
Gennemsnit	1,41