Blanketten udfyldes og uploades på Netprøver.dk af dine vejledere – skriveperiode er 2/4-15/4-24

Christoffer Haug Fabricius



**SOP**

**-**

**HHX**



**NAVN:\***



**KLASSE:\***

3.I

|  |
| --- |
| Virksomhedsøkonomi A |

**Studieretnings-**

**A-fag:\***

|  |
| --- |
| Finansiering C |

**2. fag**

**A, B, C-niveau:\***

**OMRÅDE:\***

Værdiansættelse

**OPGAVEFORMULERING:\***

*Hvad er markedsværdien for Carlsberg A/S og er det den samme som den beregnede værdiansættelse ud fra teori?*

Redegør for Carlsberg A/S samt metoder for værdiansættelse af virksomheder.

Analyser med udgangspunkt i en af metoderne værdiansættelsen for Carlsberg. Diskuter årsager til at der kan være forskelle på markedsværdien og den beregnede værdiansættelse.

(omfang 15-20 sider)

**VEJLEDERE:\***

|  |
| --- |
| 1: Jesper Brygger 2: Irene Brink |
| E-mail: br@rhs.dk E-mail: ireneb@rhs.dk |

**AFLEVERINGS-**

**DATO:\***

**Opgaven uploades via Netprøver.dk – deadline er mandag d. 15/4 senest kl.**

**16.00 – HUSK deadline da Netprøver.dk lukker for aflevering.**

**OPGAVETITLEN MODTAGET DEN 2/4:**

\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_\_

Elevens underskrift (benyttes kun hvis blanketten også udleveres manuelt)

"Jeg bekræfter herved med min underskrift, at opgavebesvarelsen er udarbejdet af mig.

Jeg har ikke anvendt tidligere bedømt arbejde uden henvisning hertil, og

opgavebesvarelsen er udfærdiget uden anvendelse af uretmæssig hjælp og uden brug af hjælpemidler, der

ikke har været tilladt under prøven."

**OPGAVEFORMULERING TILGÆNGELIG på Netprøver.dk d. 2/4.**

Studieområdeprojekt 2024

Virksomhedsøkonomi A

Finansiering C

Roskilde Handelsgymnasium

Værdiansættelse af Carlsberg A/S

A green logo on a black background

Description automatically generated

Vejledere: Jesper Brygger, Irene Brink

Elev: Christoffer Haug Fabricius

Anslag: 47.833

15/4-2024

**Resume:**

Denne opgave fokuserer på forskellen mellem den beregnede værdiansættelse og markedsværdien for Carlsberg, en af Danmarks største virksomheder. Der findes forskellige metoder til at værdiansætte en virksomhed, og opgaven tager udgangspunkt i den kapitalbaserede værdiansættelsesmetode, hvor DCF-modellen bruges. Ifølge modellen er Carlsbergs teoretiske værdi per aktie 1707 kr., hvilket er markant højere end den nuværende aktiekurs på 915 kr. Carlsberg er dermed undervurderet med cirka 100%. Dog kommer markedsværdien tættere på den beregnede værdi, når der tages højde for faktorer såsom tilbagetrækningen fra Rusland, psykologiske forhold og mangler i DCF-modellen. Små ændringer i udarbejdelsen af værdiansættelsen viser sig at have stor betydning på det endelige resultat for værdien af Carlsberg, som blev vist i gennem følsomhedsanalysen. Derudover viser opgaven, at der er flere andre faktorer, der spiller en væsentlig rolle for markedsværdien, herunder troen på Carlsberg, hvor der er uenighed mellem investorer og analytikere om, hvad aktien bør koste. Opgaven konkluderer at teorien og hvordan markedet agerer, bliver påvirket af forskellige faktorer, og derfor er der ofte forskel på markedsværdien og den beregnede værdiansættelse.

**Indholdsfortegnelse**

[**1.** **Indledning** 2](#_Toc55455)

[**2.** **Opgaveformulering** 2](#_Toc55456)

[**3.** **Metode** 3](#_Toc55457)

[**4.** **Redegørelse for Carlsberg A/S samt metoder for værdiansættelse af virksomheder** 4](#_Toc55458)

[**4.1.** **Virksomhedskarakteristik af Carlsberg** 4](#_Toc55459)

[**4.2.** **Værdiansættelsesmetoder** 5](#_Toc55460)

[**4.2.1.** **Substansværdimetoder** 5](#_Toc55461)

[**4.2.2.** **Relative værdiansættelsesmetoder** 6](#_Toc55462)

[**4.2.3.** **Kapitalværdibaserede værdiansættelser** 6](#_Toc55463)

[**4.3.** **Delkonklusion på redegørelse** 9](#_Toc55464)

[**5.** **Analyse af Carlsbergs værdiansættelse** 9](#_Toc55465)

[**5.1.** **Estimering af resultatopgørelsen indtil EBIT** 9](#_Toc55466)

[**5.2.** **Estimat på det fremtidige Free Cash Flow** 9](#_Toc55467)

[**5.3.** **WACC, tilbagediskonteringssatsen** 14](#_Toc55468)

[**5.3.1.** **Markedsværdi af egenkapital og gæld** 14](#_Toc55469)

[**5.3.2.** **CAPM og gældsrenten** 15](#_Toc55470)

[**5.3.3.** **Udregning af WACC** 16](#_Toc55471)

[**5.3.4.** **Tilbagediskonteringssatsen** 16](#_Toc55472)

[**5.4.** **Tilbagediskontering af future free cash flow og terminalværdi** 17](#_Toc55473)

[**5.4.1.** **Fastsættelse af årlig vækst i terminalperioden** 17](#_Toc55474)

[**5.4.2.** **Tilbagediskontering og NPV** 18](#_Toc55475)

[**5.4.3.** **Teoretisk værdi af aktien** 18](#_Toc55476)

[**5.5.** **Følsomhedsanalyse** 19](#_Toc55477)

[**5.5.1.** **Følsomhedsanalyse af WACC overfor Terminalvækst** 19](#_Toc55478)

[**5.5.2.** **Følsomhedsanalyse af WACC overfor vækst** 20](#_Toc55479)

[**5.5.3.** **Følsomhedsanalyse af WACC overfor EBIT-margin** 21](#_Toc55480)

[**5.6.** **Delkonklusion på analyse** 22](#_Toc55481)

[**6.** **Diskussion og vurdering af forskellen mellem markedsværdien og værdiansættelsen** 22](#_Toc55482)

[**6.1.** **Rusland** 22](#_Toc55483)

[**6.2.** **Kritik af DCF-modellen** 23](#_Toc55484)

[**6.3.** **Troen på Carlsberg** 25](#_Toc55485)

[**7.** **Konklusion** 26](#_Toc55486)

1. **Litteraturliste:** .................................................................................................................. 0
2. **Bilag** ................................................................................................................................... 6
   1. **Bilag 1 Net working capital formel** ......................................................................... 6
   2. **Bilag 2 Omsætningsvækst prognose** ....................................................................... 7
   3. **Bilag 3 Resultatopgørelse og driftsomkostninger** .................................................. 7
   4. **Bilag 4 Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT** .............................................. 8
   5. **Bilag 5 Changes in net working capital** .................................................................. 8
   6. **Bilag 6 Balanceposter i andele af omsætning, %** ................................................... 9
   7. **Bilag 7 Fremskrevet balance** ................................................................................... 9
   8. **Bilag 8 Fremskrevet net working capital** ............................................................. 10
   9. **Bilag 9 Cash flow poster i procent af omsætningen** ............................................ 10
   10. **Bilag 10 Egenkapitalens markedsværdi** ........................................................... 10
   11. **Bilag 11 Markedsværdi af gæld** ............................................................................ 11
   12. **Bilag 12 CAPM** ................................................................................................... 11
   13. **Bilag 13 Årlig BNP vækst** .................................................................................. 12
   14. **Bilag 14 Terminalværdi** ..................................................................................... 12
   15. **Bilag 15 Farvekodning i følsomhedsanalysen** .................................................. 13
   16. **Bilag 16 Carlsbergs resultatopgørelse** .............................................................. 13
   17. **Bilag 17 Carlsberg analyse af tab fra Rusland** ................................................ 14 **9.18.** **Bilag 18 Teoretisk værdi af aktie Rusland fratrukket** .................................... 14
   18. **Bilag 19 Nøgletal** ................................................................................................. 14
   19. **Bilag 20 Børsrelaterede nøgletal** ....................................................................... 15
   20. **Bilag 21 Kommentar på bilag 19+20** ................................................................ 15
   21. **Bilag 22 Analytikernes vurdering** ..................................................................... 16

# 1. Indledning

Værdiansættelser udføres af en række forskellige personer med forskellige formål. Det kan være for at fastsætte prisen på en aktie, eller bestemme værdien af en virksomhed.

Værdiansættelser kan også blive udført i forbindelse når den går på børsen, altså en IPO (Initial Public Offering). Værdiansættelserne bliver udført af, investeringsbanker og pensionskasser, men kan også blive udført af andre så som private investorer. Formålet med disse værdiansættelser er at give investorerne et indblik i hvad virksomhedens teoretiske værdi er. Med den teoretiske værdi kan man sammenligne den beregnede værdiansættelse med den aktuelle markedsværdi. Det er afgørende, da der ofte er en forskel mellem den beregnede værdiansættelse og den faktiske markedsværdi af en virksomhed. Denne forskel kan blandt andet skyldes eksterne faktorer som værdiansættelsesmodeller ikke tager højde for, da de er baseret på estimater og kvantitative data. I opgaven tages der udgangspunkt i Carlsberg, da det er spændene, at en af Danmarks største virksomheder står over for betydelige udfordringer, efter deres tilbagetrækning fra det russiske marked. Det vil derfor være interessant at værdiansætte dem.

Denne opgave er interessant, da den viser den markante forskel mellem teori og virkelighed. Men at det er afgørende at undersøge begge aspekter for at få et helhedsindtryk. I denne opgave vil der blive redegjort for Carlsberg, samt forskellige metoder til værdiansættelse. Efterfølgende vil der blive foretaget en analyse af Carlsberg, ved brug af en værdiansættelsesmetode. Herefter vil der blive diskuteret, hvorfor der kan være forskel mellem den beregnede værdiansættelse og den faktiske markedsværdi, baseret på resultaterne af den udførte analyse, samt andre forhold.

# 2. Opgaveformulering

Hvad er markedsværdien for Carlsberg A/S og er det den samme som den beregnede værdiansættelse ud fra teori?

1. Redegør for Carlsberg A/S samt metoder for værdiansættelse af virksomheder.
2. Analyser med udgangspunkt i en af metoderne værdiansættelsen for Carlsberg.
3. Diskuter årsager til at der kan være forskelle på markedsværdien og den beregnede værdiansættelse.

# 3. Metode

Denne opgave fokuserer på forskellige metoder til værdiansættelse, primært baseret på kvantitative data. Selvom der findes flere værdiansættelsesmetoder, vil opgaven kun fokusere på en værdiansættelsesmetode for at afgrænse opgaven. Der vil også blive anvendt kvalitative kilder, herunder primære kilder som Carlsbergs årsrapport, der indeholder både kvantitative og kvalitative data. Der vil også være brug af sekundære kilder såsom artikler, og analytikeres udtagelser om Carlsberg. Både danske og engelske kilder vil blive anvendt, både på grund af Carlsbergs årsrapport er på engelsk, men også på baggrund af at, der er større tilgængelighed til engelske kilder. Desuden vil fagbøger som "Virksomhedsøkonomi A" og "Finansiering C og B" blive inddraget. En kvalitativ kilde i form af en dokumentarfilm vil også blive anvendt. Opgaven er baseret på taksonomiske niveauer og vil derfor gennemgå det redegørende, analytiske og diskuterende niveau.

I redegørelsen på det første taksonomiske niveau vil der blive beskrevet forskellige værdiansættelsesmetoder, herunder den relative værdiansættelsesmetode, substansværdimetoden og den kapitalværdibaserede metode, Discounted Cash Flow (DCF). På det næste niveau, analyseniveauet, vil der foretages en værdiansættelse af Carlsberg ved hjælp af DCF-metoden, hvor der estimeres 5 år ud i fremtiden. Estimaterne vil blive baseret på analytikernes vurderinger og Carlsbergs nuværende regnskab. Det tredje og sidste niveau, diskussions- og vurderingsniveauet, vil diskutere forskellen mellem den beregnede værdiansættelse og markedsværdien. Diskussionen vil inddrage alle fordølgende kvalitative og kvantitative kilder for at besvare den overordnede problemformulering

En svaghed ved denne opgave er usikkerheden i DCF-modellen og den generelle usikkerhed. En mere dybdegående analyse vil kræve brug af flere metoder, som ikke kan lade sig gøre, på baggrund af de fastlagte begrænsninger. Desuden har jeg ikke adgang til virksomhedens strategi, hvilket gør analysen mindre pålidelig, da den baseres på formodninger. Her vil jeg have haft brug for interne kilder for at kunne forbedre opgaven. På trods af alt det er opgaven god til at diskutere faglige modeller, og lave estimater baseret på teori, dog vil resultatet være langt fra virkelighed blandt andet på baggrund af begrænsningerne.

# 4. Redegørelse for Carlsberg A/S samt metoder for værdiansættelse af virksomheder.

## 4.1. Virksomhedskarakteristik af Carlsberg

Carlsberg er en dansk bryggerivirksomhed med hovedkontor på Vesterbro, som blev grundlagt af J.C. Jacobsen i 1847.[[1]](#footnote-1) I begyndelsen var Carlsberg primært et udelukkende et bryggeri, der blev kendt for sin ekspertise i at dyrke gær, hvilket sikrede en konsekvent og høj kvalitet i ølbrygningen. Denne særlige gær bruges stadig i al pilsnerøl, der brygges i dag.

Virksomheden har udviklet sig til at have over 140 brands i deres portefølje af øl.[[2]](#footnote-2) I 1970 blev Carlsberg børsnoteret efter en fusion med Tuborg med det formål at styrke deres eksportmuligheder[[3]](#footnote-3). Den 4. marts 2024 handles aktien til en kurs på 915 kr.[[4]](#footnote-4)

Virksomheden er en af de største i Danmark, blandt andet på baggrund af deres omsætning på

73,6 mia. kr.[[5]](#footnote-5) Carlsberg har 34.982 medarbejdere og operere på 3 markeder, central og øst Europa, vest Europa samt Asien. I august 2023 trak Carlsbergs CEO, Cees ’T Hart sig tilbage, og gik på pension. Han var med til at cirka fordoble virksomhedens aktiekurs, og i 2022 var udbyttet af aktierne 4,6 gange højere, end da han blev CEO i 2015. Til at overtage rollen som ny CEO blev Jacob Aarup-Andersen udpeget. Han er tidligere Bankdirektør i Danske Bank hvor han derefter blev CEO for ISS. Med en omfattende baggrund inden for dansk finansverden og erhvervslivet indtog han den ledende position.[[6]](#footnote-6)

Carlsbergs vision er at brygge øl af høj kvalitet, og at fokusere ikke kun på kortsigtede gevinster, men også på at skabe en bedre fremtid for os alle. Dette vil de gøre igennem deres mission som inkluderer at opretholde en sund økonomi, og levere de højeste standarder for at tilfredsstille deres interessenter, så de kan opnå deres vision.[[7]](#footnote-7) Carlsberg har iværksat et ESGprogram kaldet "Together Towards Zero and Beyond", som sigter mod at opnå en række mål, herunder nul CO2-udledning, bæredygtigt landbrug, ingen spild af emballage, nul spildevand, ingen uansvarligt alkoholindtag og nul arbejdsulykker. Mange af disse mål er planlagt til at blive opfyldt inden 2030.[[8]](#footnote-8)

Carlsberg har stået over for betydelige udfordringer som følge af Rusland-Ukraine konflikten. Det kostede dem 50 milliarder danske kroner at etablere sig på det russiske marked, hvilket resulterede i en tøvende holdning fra virksomheden i forhold, til at forlade Rusland.[[9]](#footnote-9) Ikke desto mindre valgte Carlsberg, at boykotte al forretning i Rusland, dette var kun 13 dage efter Cees’t Hart udtalte sig til DR, at Carlsberg ikke vil boykotte Rusland.10 Beslutningen om at forlade det russiske marked blev altså truffet den 28. marts 2022, og har medført omkostninger for virksomheden på 47,7 milliarder kroner i 2023, hvilket resulterede i et negativt resultat på bundlinjen.11 Samtidig førte dette til en nedgang i aktiekursen til det laveste niveau siden Covid-19 pandemien i 2020.[[10]](#footnote-10)

## 4.2. Værdiansættelsesmetoder

Når man skal værdiansætte virksomheder, kan forskellige metoder anvendes. De kan inddeles i 3 overordnede metoder, relative værdiansættelsesmetoder, substansværdimetoder og kapitalværdibaserede værdiansættelsesmetoder.13 Det er vigtigt at overveje både styrker, og svagheder ved de forskellige metoder, da de bygger på forskellige parametre.

### 4.2.1. Substansværdimetoder

Når man anvender substansværdimetoden til at værdiansætte en virksomhed, forsøger man at bestemme deres likvidationsværdi, som er værdien af virksomhedens aktiver, efter at virksomheden har dækket alle dens forpligtelser og gæld.[[11]](#footnote-11) Substansværdien af en virksomhed findes ved, at undersøge likvidationsværdien af dens aktiver, og derefter fratrække likvidationsværdien af virksomhedens samlede forpligtelser, inklusiv dem, der ikke er direkte i balancen.[[12]](#footnote-12) Disse forpligtelser der ikke er opført i balancen, kalder man for eventualforpligtelser, de er ikke med i balancen, fordi de ikke kan opgøres eller måles pålideligt. Et eksempel på dette kunne være, en igangværende retssag hvor der er rejst et økonomisk krav mod virksomheden.[[13]](#footnote-13) I substansværdimetoden beregner man virksomhedens værdi ud fra dens aktuelle værdi, i modsætning til kapitalværdimetoden, hvor man ser fremad.

Derfor viser substansværdimetoden ”minimumsværdien” af virksomheden.[[14]](#footnote-14)

### 4.2.2. Relative værdiansættelsesmetoder

Den relative værdiansættelsesmetode er baseret på indtjeningsmultiple, dette kan for eksempel være EV/SALES, P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA. Denne metode er altså markedsbaseret, og kigger på flere virksomheder for at finde værdien af virksomheden.[[15]](#footnote-15)[[16]](#footnote-16) Et eksempel kunne være, at tage udgangspunkt i P/E eller Price/Earnings, som viser, hvor meget en investor skal betale for, at få en krone i overskud ved den pågældende børskurs.[[17]](#footnote-17) I metoden finder man den gennemsnitlige P/E for en branche, her sammenligner man altså virksomheder for at finde markedsniveauet. Hvis man f.eks. sagde, at den gennemsnitlige P/E-værdi var 15 på markedet, og den forventede indtjening var 4 millioner, så ville værdiansættelsen af virksomheden være, 15\*4 mio. = 60 mio. kr. Dog for at man kan bruge denne metoder ligger der som forudsætning, at virksomhederne kan sammenlignes på følgende kriterier, vækst, rentabilitet, risiko og regnskabspraksis.[[18]](#footnote-18)

### 4.2.3. Kapitalværdibaserede værdiansættelser

En af de mest brugte metoder til kapitalværdibaseret værdiansættelse er Discounted Cash Flow, også kendt som DCF-metoden. Ved brug af DCF-metoden skønnes det fremtidige cash flow, som derefter diskonteres tilbage.[[19]](#footnote-19) Resultatet af den diskonterede værdi viser virksomhedens værdi. Kapitalværdibaserede modeller kan kendes ved at de tilbagediskontere det af fremtidige free cash flow, hvilket betyder, at metoden fokuserer på fremtiden.[[20]](#footnote-20) Der vil nu blive redegjort for de forskellige krav som ligger til metode for DCF-modellen.

##### 4.2.3.1. Free Cash Flow (FCF)

Free cash flow defineres som den pengestrøm, der er til rådighed for långivere og ejere. Det beregnes ved først at finde EBIT, hvor man lægger afskrivninger til og trækker skat fra, hvilket resulterer i et mellemresultat kaldet "cash earnings". Herefter tilføjer eller fratrække nettoarbejdskapitalen[[21]](#footnote-21). Til sidst beregnes pengestrømmen fra driften, hvor investeringer i langfristede aktiver trækkes fra, hvilket resulterer i det endelige free cash flow.[[22]](#footnote-22) I det her tilfælde skal man tage udgangspunkt i estimater, fordi man skal estimere det fremtidige free cash flow, som skal bruges i discounted cash flow modellen. I denne model estimerer man, det fremtidige free cash flow for en bestemt periode, indtil det sidste år, som kaldes terminalåret, hvilket er en betegnelse for alt fremtidig indtjening udenfor budgetperioden. Terminalværdien er udtryk for virksomhedens værdi beregnet på virksomhedens evne til at skabe free cash flow i fremtiden26

##### 4.2.3.2. WACC

Efterfølgende er det nødvendigt at beregne WACC, der på dansk kan oversættes til virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. WACC er en finansiel model, der anvendes til at bestemme diskonteringssatsen, så man kan finde nutidsværdien af det frie cash flow.[[23]](#footnote-23)

WACC-formlen ser således ud:

𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑑𝑠𝑣æ𝑟𝑑𝑖 𝑎𝑓 𝑒𝑔𝑒𝑛𝑘𝑎𝑝𝑖𝑡𝑎𝑙 𝑀𝑎𝑟𝑘𝑒𝑑𝑠𝑣æ𝑟𝑑𝑖 𝑎𝑓 𝑔æ𝑙𝑑

𝑊𝐴𝐶𝐶 = ∗ 𝑅𝐸 + ∗ 𝑅𝐷 ∗ (1 − 𝑠𝑘𝑎𝑡)

𝑉æ𝑟𝑑𝑖 𝑎𝑓 𝑒𝑘 + 𝑔æ𝑙𝑑 𝑉æ𝑟𝑑𝑖 𝑎𝑓 𝑒𝑘 + 𝑔æ𝑙𝑑

Markedsværdien af egenkapitalen er regnet på baggrund af aktiekurs \* antal aktier, dette kalder man også virksomhedens ”market cap”.[[24]](#footnote-24) Markedsværdien af gæld refererer til den pris, som investorer er parate til at betale for en virksomheds gældsforpligtelser. Disse forpligtelser inkluderer ikke kun obligationer, men også andre former for gæld såsom banklån, som ikke er handelsbare.29

For at beregne RE eller cost of equity, som skal vise minimumsafkastet for investorerne, anvendes typisk CAPM, også kendt som Capital Asset Pricing Model. Formlen for CAPM er som følgende:

E(Ri)= (Rm - Rf) \* β + RF

Rm er det forventede afkast på markedet, Rf er den risikofrie rente, og vil oftest blive fundet på baggrund af sikre investeringer som obligationer, eller renter på indestående. Betaværdien eller β, analyserer risikoen ved den pågældende aktie i forhold til markedet. Når β er over 1, indikerer det, at aktien svinger mere end markedet, mens en β under 1 antyder mindre svingninger og dermed en lavere risiko, end det generelle marked.[[25]](#footnote-25) [[26]](#footnote-26)

RD er cost of debt, på dansk er det gældsrenten, og den viser hvor meget virksomheden betaler for deres gældsforpligtelser. Gældsrenten regnes således:

𝐹𝑖𝑛𝑎𝑛𝑠𝑖𝑒𝑙𝑙𝑒𝑜𝑚𝑘𝑜𝑠𝑡𝑛𝑖𝑛𝑔𝑒𝑟

𝐺𝑅 = ∗ 100 [[27]](#footnote-27)

𝐺æ𝑙𝑑𝑠𝑓𝑜𝑟𝑝𝑙𝑖𝑔𝑡𝑒𝑙𝑠𝑒𝑟

Til sidst fratrækkes skat i formlen, fordi der er skattemæssige fordele ved at finansiere en virksomhed med fremmedkapital. Dette følger af, at renteomkostninger er fradragsberettigede og fratrækkes, før virksomhedens overskud er betalt.[[28]](#footnote-28)

##### 4.2.3.3. Net present value

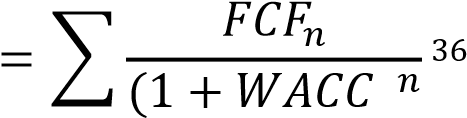
Net present value (NPV) viser værdien af dit fremtidige cash flow over en bestemt periode, NPV bruges til at fastsætte værdien på en virksomhed eller investering. Hvis NPV af et projekt eller virksomhed er positivt, betyder det at dens afkast er højere end

diskonteringsraten[[29]](#footnote-29) Cash flowet bliver diskonteret af to hovedårsager, for det første for at tilpasse investeringens risiko, og for det andet for at tage højde for tidsværdien af penge.[[30]](#footnote-30)

Formlen NPV ser således ud:

𝑛

𝑁𝑃𝑉

)

𝑛=0

I NPV-formlen omregner man fremtidige pengestrømme til deres nutidsværdi og diskonteringssatsen fastsættes ud fra WACC. Dette giver os net present value (NPV).

Terminalværdien bestemmes ved at anvende formlen for terminalværdi, hvor man tager det frie cash flow for det sidste år i budgetperioden og ganger det med (1+ årlig vækst i terminalperioden) og dividerer det derefter med (WACC - årlig vækst i terminalperioden).

Denne formel model kaldes og dividende vækst modellen[[31]](#footnote-31)

## 4.3. Delkonklusion på redegørelse

For at samle op på redegørelsen er Carlsberg en af de førende virksomheder i Danmark med en lang historie. I 2023 stod de over for nye udfordringer på grund af Ukraine-Rusland konflikten og et skift i ledelsen. På trods af dette har Carlsberg formået at opretholde en af de største omsætninger i Danmark. Der er forskellige metoder til at værdisætte virksomheder, herunder de relative værdiansættelsesmetoder, substansværdi metoder og de

kapitalværdiansættelsesbaserede metoder. Den kapitalværdiansættelsesmetode, som gør brug af det frie cash flow, WACC samt Net Present Value, vil blive anvendt til at værdiansætte Carlsberg. Denne metode, der benytter sig af discounted cash flow, og den er valgt til at vurdere virksomheden. DCF-modellen er blevet valgt, fordi det er den mest dybdegående af de 3 værdiansættelsesmetoder.

# 5. Analyse af Carlsbergs værdiansættelse

Som tidligere nævnt, vil der nu blive foretaget en værdiansættelse af Carlsberg ved hjælp af DCF-metoden. Først og fremmest skal det frie cash flow bestemmes, hvilket indebærer at finde EBIT. Derfor er det nødvendigt at estimere den fremtidige resultatopgørelse, hvilket kan gøres ved at finde den årlige vækst i omsætningen.

## 5.1. Estimering af resultatopgørelsen indtil EBIT

Som nævnt tidligere, er det nødvendigt at estimere den årlige omsætningsvækst for at finde EBIT, hvilket igen anvendes til at bestemme det fire cash flow. Ikke desto mindre er der mange faktorer, der påvirker virksomhedens vækst. Som tidligere nævnt i redegørelsen har

Carlsberg trukket sig ud af Rusland, der er dog stadig 4 milliarder38 som stadig kommer fra Rusland, dog må det antages, at dette forsvinder over de næste par år, hvilket vil resultere i et fald i omsætning. Derudover er der mange andre eksterne faktorer som har betydning for væksten. Blandt andet har virksomhedens CSR samt omtale en afgørende rolle, hvilket blev tydeligt under konflikten mellem Rusland og Ukraine, hvor Ukraine truede med at starte en boykotkampagne mod Carlsberg.[[32]](#footnote-32) Dette kan muligvis også forklare, som nævnt i redegørelsen, hvorfor Carlsberg ændrede holdning på blot 13 dage angående situationen mellem Rusland og Ukraine.

Carlsberg planlægger at øge deres investeringer i salg og marketing med 10% i 2024, hvilket forventes at øge omsætningen. Derudover er der prognoser, der indikerer en stigning i salget af alkoholfri øl i 2024 frem mod 202840, hvor Carlsberg har adskillige varianter på markedet allerede[[33]](#footnote-33). Samtidig fortsætter Carlsberg med at udvide sin tilstedeværelse på det asiatiske marked, og har fortsat mulighed for at øge sin markedsandel. Jacob Aarup-Andersen har især valgt at rette fokus mod Vietnam efter sin overtagelse af Carlsberg, da markedet her viser et betydeligt potentiale. Ud over dette forudser han, at i den nærmeste fremtid vil over halvdelen af Carlsbergs salg stamme fra Asien.[[34]](#footnote-34) Det kommer nok også på baggrund af at salget af øl er stigende i Asien.[[35]](#footnote-35) Dette vil selvfølgelig også påvirke væksten til at stige, dog er det svært at sige hvor meget det påvirker i konkrete tal.

Nogle eksperter har lavet estimater på den årlige vækst i de kommende regnskabsår, dette indebærer Jyske bank, Fødevarewatch og Carlsbergs egne prognoser. Der er valgt at tage udgangspunkt i de kommende tre år, da risikoen og usikkerheden ved estimaterne stiger betydeligt, jo længere frem i tiden man går. Baseret på historiske data har Carlsberg i gennemsnit oplevet en årlig omsætningsvækst på 1,55%. Dog har Carlsberg selv prognosticeret, at deres omsætning vil stige med 4,43% frem mod 2026,[[36]](#footnote-36) mens Jyske Bank har sat deres forventninger til Carlsberg på 4,27%[[37]](#footnote-37). FødewareWatch er kommet med et mere optimistisk estimeret på væksten, ved at sige væksten skal stige med 7,4% i 2024.[[38]](#footnote-38) Carlsbergs prognose for vækst er sat neutralt, muligvis for at undgå at sætte forventningerne for højt, så de senere kan fremhæve en stærkere vækst, end forventet i forhold til deres egen prognose. Samtidig ønsker de heller ikke at sætte prognosen for lavt, da det kan afskrække investorerne. Derfor er der blevet sat et gennemsnit baseret på de fire prognoser, hvilket resulterer i, at den årlige vækst er fastsat til 4,41% i budgetteringsperioden.

For at beregne EBIT er det nødvendigt at finde driftsomkostningerne, da de skal trækkes fra omsætningen. Den estimerede EBIT-margin vil derefter blive brugt til at beregne driftsomkostningerne. For at regne hvordan hver enkel post har udviklet sig i regnskabet, er der taget udgangspunkt i, hvor stor en procentandel posten udgør af driftsomkostningerne. Herefter bliver driftsomkostninger ganget med den gennemsnitlige vægtning af hver post. Produktionsomkostninger udgør 62,4%, salgs- og distributionsomkostninger udgør 30,9%, administrationsomkostninger udgør 7,6% og særlige poster udgør 0,6[[39]](#footnote-39)%. Udover det er der også nogle driftsindtægter, så som andre driftsomkostninger og ”share of profit after tax of associates and joint ventures”

A screenshot of a data

Description automatically generated

*Figur 1 Udgør af omkostninger i alt%*

Til at estimere driftsomkostningerne er Carlsbergs EBIT-margin for de seneste fem år blevet anvendt som udgangspunkt, hvilket ligger på 15,4%. Jyske Bank estimerer, at EBIT-marginen for de næste tre år vil være 15,5%[[40]](#footnote-40), hvilket derfor kan anses for at være et realistisk estimat.

Nu hvor den årlige vækst og driftsomkostningerne er estimeret, skal det estimeret EBIT findes, da EBIT skal bruges til at estimere det fremtidige FCF.

A table with numbers and text

Description automatically generated

*Figur 2 Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT*

## 5.2. Estimat på det fremtidige Free Cash Flow

Når man har udarbejdet en prognose for den fremtidige cash flow tager man EBIT, og så tilføjer man afskrivninger og fratrækker skat. Dog er det udfordrende at fastsætte skatteprocenten, da Carlsberg er en international virksomhed, der opererer i flere lande, og derfor vil skatteprocenterne variere. I denne opgave er det derfor antaget, at skattesatsen svarer til den danske selskabsskat på 22%.[[41]](#footnote-41) Når afskrivninger og selskabsskat er trukket fra, er man kommet frem til det der hedder cash earnings. Efter dette skal man finde cash from operating activities, hvilket gøres ved først at beregne changes in net working capital. Dette opnås ved at lægge inventories og receivables sammen, derefter trække payables fra, hvilket giver net working capital.[[42]](#footnote-42)

Herfra kan changes in net working capital findes ved at finde udvikling i net working capital.[[43]](#footnote-43) Dette giver dog kun indsigt i den nuværende udvikling. For at finde fremtidige estimater skal posterne i balancen fremskrives. Dette gøres på baggrund af den andel, posterne udgør af omsætningen i procent.[[44]](#footnote-44) Da der allerede er udarbejdet en prognose for omsætningen, kan man derfor fremskrive balancen ved at bruge andele i omsætning.[[45]](#footnote-45) Når balancen er blevet prognosticeret, kan man herefter fremskrive sin changes in net working capital, som skal anvendes til at finde cash flow from operating activities.[[46]](#footnote-46) Efter dette skal man fratrække operationel investments og financial investments, så man til sidst kan beregne sit free cash flow.[[47]](#footnote-47)

Efter dette skal man finde ud af, hvordan resten af posterne udvikler sig i perioden. Dette gøres ved at tage procentdelen af omsætningen i gennemsnit for de seneste 5 år til at estimere de øvrige poster for de næste 5 år. En tidsramme på 5 år er valgt, da at gå længere tilbage vil skabe større usikkerhed, men det er også vigtigt at have tilstrækkeligt med data, til at skabe et mere retvisende billede.[[48]](#footnote-48) Dog at beregne fremtidigt cash flow og balance på baggrund af omsætningen er langt fra det mest retvisende billede man kan få. Men fordi Carlsberg ikke ønsker, at deres konkurrenter skal kende til, hvordan, hvor og hvor meget de investerer i forskellige projekter, vil der kun kunne laves antagelser om, hvordan deres budgetter udvikler sig, uden insider viden fra Carlsbergs strategi. Dog kan vi se at i 22/23 regnskabet, at der er en stigning i investeringerne[[49]](#footnote-49) Dette kan muligvis skyldes deres investeringer i både Ukraine og Asien, som deres CEO Jacob Aarup-Andersen har nævnt det en mulighed for at kompensere for tabet i Rusland. Det kan derfor antages, at de vil fortsætte med at investere yderligere i fremtiden, men det er igen vanskeligt at fastslå konkrete tal.[[50]](#footnote-50) Total other activities vil blive sat til 0, da denne post primært omfatter investeringer i ejendomme, og den udgør en så lille del af regnskabet i de år hvor den er inkluderet. Derudover er det svært at forudsige, hvornår Carlsberg køber ejendomme.

A screenshot of a computer

Description automatically generated

*Figur 3 Fremtidigt free cash flow prognose*

Som det fremgår ovenfor, er det fremtidige free cash flow blevet estimeret. Der forventes et betydeligt spring i pengestrømmen fra 2022/2023 til 2023/2024. Dette skyldes, at Carlsbergs pengestrøm udvikler sig med store udsving, hvilket også fremgår tydeligt i bilag 23. Derfor må man basere estimaterne på et gennemsnit.[[51]](#footnote-51)

## 5.3. WACC, tilbagediskonteringssatsen

Derefter skal WACC findes, som der blev nævnt i redegørelsen er dette de weighted average cost of capital, som bruges i formlen til at finde tilbagediskonteringssatsen. Som nævnt i redegørelsen skal man i formlen for WACC finde CAPM, gældrenten samt markedsværdien af gæld og egenkapital.

### 5.3.1. Markedsværdi af egenkapital og gæld

For at beregne WACC (Weighted Average Cost of Capital), er det nødvendigt at beregne markedsværdien af gæld og egenkapital. For at finde markedsværdien af egenkapitalen tager man udgangspunkt i virksomhedens markedsværdi, hvilket er aktiekursen ganget med antallet af aktier.[[52]](#footnote-52) Carlsbergs aktiekurs var den 4. marts 915 kroner. Med et antal udstedte aktier på

141.857.000[[53]](#footnote-53) så vil deres markedsværdi af egenkapital være 129.000 millioner kroner.[[54]](#footnote-54)

915 ∗ 141.857.000 ≈ 129.000 𝑚𝑖𝑙𝑖𝑜𝑛𝑒𝑟 𝑘𝑟𝑜𝑛𝑒𝑟

For at beregne markedsværdien af gæld tager man udgangspunkt netto rentebærende gæld, dette nøgletal kommer fra at trække dit interest-bearing debt fra dit cash and cash equivalents.[[55]](#footnote-55) Dog har Carlsbergs allerede regnet deres netto rentebærende gæld som ligger på

22.351 millioner kroner.[[56]](#footnote-56)

Summen af disse to tal giver markedsværdien af gælden plus egenkapitalen, hvilket er:

22.351 + 129.848 ≈ 152.150 𝑚𝑖𝑙𝑖𝑜𝑛𝑒𝑟 𝑘𝑟𝑜𝑛𝑒𝑟

### 5.3.2. CAPM og gældsrenten

Capital Asset Pricing Model bruges til at beregne cost of equity, eller det kan siges som at beregne det mindste afkastkrav, som en investor skal have fra en investering, hvis man tager hensyn til den risiko, investeringen indebærer, her er formlen som beskrevet i redegørelsen:

E(Ri)= (Rm - Rf) \* β + RF

Man skal dermed finde markedsafkastet, betaværdien og den risikofrie rente.[[57]](#footnote-57)

Markedsafkastet udgør det gennemsnittet, som markedet har givet i afkast. Der er baseret på

C20-indekset i løbet af de sidste 20 år, hvilket har resulteret i et årligt gennemsnitsafkast på 7,35%.[[58]](#footnote-58) C20-indekset var oprindeligt de 20 mest handlede danske aktier. Dog blev det udvidet til 25 virksomheder den 18. december 2017[[59]](#footnote-59), og hedder derfor nu C25. Grunden til valget af C20 som reference er, at C25 kun dækker tilbage til 2017. Hvilket ikke giver et lige så repræsentativt resultat af afkastet, som at se på en periode på 20 år. Herefter skal den risikofrie rente findes. Det baseres på en statsobligation, hvor der den 8. februar blev åbnet en ny serie med en pålydende rente på 2,25%[[60]](#footnote-60). Dette er valgt som den risikofrie rente, da statsobligationer er bundet med lav risiko, og bliver ofte brugt som den risikofrie rente[[61]](#footnote-61) Herefter er det nødvendigt at bestemme Carlsbergs beta værdi. Dette kan enten findes fra andre kilder eller beregnes selvstændigt. Jeg har valgt at udregne det ved at sammenligne Carlsbergs aktiekurs med C25, dette er gjort fordi man sammenligner Carlsberg med det indeks de er i nuværende. Dette resulterede i en beta-værdi på 0,65 for Carlsberg.

Udregningen strækker sig over 5 år fra 18 marts 2019 til 26 februar 2024[[62]](#footnote-62) Dette indikerer, at hvis markedet stiger med 1%, så forventes Carlsbergs aktie i gennemsnit at stige med 0,65% på baggrund af de seneste 5 år. Det er dog vigtigt at bemærke, at dette også gælder i tilfælde af et fald på markedet. Derfor kan man konkludere, at Carlsbergs aktie over de seneste 5 år ikke har været lige så volatil som markedet generelt, hvilket betyder at den kan betragtes som en aktie med lavere risiko i forhold til markedet. For at konkludere på ovenstående, kan det beregnes, at Carlsbergs CAPM er på 5,57%.[[63]](#footnote-63) Dette kan naturligvis variere afhængigt af den valgte risikofri rente, markedsafkast og beta.

### 5.3.3. Udregning af WACC

Når de resterende nøgletal er fundet, kan WACC beregnes for at bestemme

tilbagediskonteringssatsen. En WACC på 4,96% er blevet beregnet. Dog giver Gurufocus en WACC på 5,63%[[64]](#footnote-64) for Carlsberg, mens Financiel Box estimerer WACC til at være mellem 7% og 8%73. Dette vil sige at den beregnede WACC er lidt lavere end hvad andre analytikere har sat den til, men dette vil blive diskuteret senere.

A screenshot of a calculator

Description automatically generated

*Figur 4 Udregning af WACC*

### 5.3.4. Tilbagediskonteringssatsen

Nu når WACC er fastsat til 4,96%, kan man beregne diskonteringssatsen, hvilket er en metode til at værdisætte penge i fremtiden, idet som udgangspunkt at pengene er mere værd i dag end i morgen. Dette gøres ved hjælp af tilbagediskonteringssatsen hvis formel som hedder: (1/WACC+1) n[[65]](#footnote-65). Tilbagediskonteringssatsen kan bruges til at tage højde for specifikke virksomhedsrisici, for eksempel, hos Carlsberg, hvor investeringsrisikoen måske er lavere, end en nyopstartet teknologi virksomhed, og dermed for man et mere retvisende billede, af hvor meget det fremtidige cash flow er værd, som skal vurderes nu.[[66]](#footnote-66)

## 5.4. Tilbagediskontering af future free cash flow og terminalværdi

Når tilbagediskonteringssatsen er fastsat, er næste skridt at beregne nutidsværdien af det free cash flow i budgetperioden, og tilføje nutidsværdien af terminalværdien for at finde net present value. Dette viser den samlede nutidsværdi inklusiv gæld. Det bliver gjort ved at dividere diskonteringssatsen med det fremtidige free cash flow, indtil terminalåret, hvor man beregner terminalværdien[[67]](#footnote-67). Formlen ser således ud:

(𝑇𝑒𝑟𝑚𝑖𝑛𝑎𝑙å𝑟 𝐹𝐶𝐹 ∗ (1 + 𝑔)

𝑇𝑉 = [[68]](#footnote-68)

(𝑊𝐴𝐶𝐶 − 𝑔)

For at beregne terminalværdien skal man fastsætte 'g', hvilket står for vækst i terminalåret.

Dette skal gøres før den endelige net present value kan findes.

### 5.4.1. Fastsættelse af årlig vækst i terminalperioden.

Væksten i terminalperioden påvirkes af den forventede vækst i samfundet, da terminalperioden ligger så langt ude i fremtiden, er virksomheden underlagt de samme vækstbetingelser og konkurrencemæssige påvirkninger som virksomheder i samme situation.[[69]](#footnote-69) Væksten i terminalperioden er svær at forudse, da jo længere ud i fremtiden man kommer, desto mere usikkerhed kommer der omkring hypoteser. I denne værdiansættelse er der taget udgangspunkt i BNP-vækst i 20 år hvilket ligget på 3,06%[[70]](#footnote-70) Derudover bør man også overveje vækstudsigterne for branchen generelt, hvor ølsalgets udvikling er negativ, men det bliver opvejet af en stigning i salget af alkoholfri øl.[[71]](#footnote-71) Men ud fra overstående er der valgt en vækstrate på 2% i terminalperioden.

### 5.4.2. Tilbagediskontering og NPV

Nu når væksten i terminalperioden er fundet, kan man tilbagediskontere det fremtidige free cash flow for terminalværdien, med tilbagediskonteringssatsen dette gør man for at finde present value. Summen af present value for FCF og terminalværdien giver net present value. Terminalværdien er regnet til 319.568 millioner kr., eller 320 mia kr.[[72]](#footnote-72) Nedenfor kan det ses hvordan nutidsværdien er regnet, for det fremtidige free cash flow samt terminalværdien.

A screenshot of a graph

Description automatically generated

*Figur 5 Net present value*

Som det ses ovenfor, er Carlsbergs net present value, 276.041 millioner kr. eller 276 milliarder kr. Det vil med andre ord sige at Carlsberg er 276 milliarder værd i forhold til formlen.

### 5.4.3. Teoretisk værdi af aktien

Nu når Carlsberg net present value er fundet, skal value of equity eller værdi af egenkapitalen findes, dette gøres ved at fratrække gæld og tilføje likvide beholdninger eller cash.[[73]](#footnote-73) Herefter kan du dividere value of equity med antal aktier og man for hermed den teoretiske værdi af aktien.

A white background with black text

Description automatically generated *Figur 6 Teoretisk værdi af aktie*

Det fremgår af figur 6, at den teoretiske værdi af Carlsberg-aktien er 1707 kr., mens kursen den 4. marts er på 939 kr. Dette indikerer, at Carlsberg-aktien er undervurderet med 82,76%. Det derfor konkluderes, at ifølge DCF-modellen er Carlsberg-aktien undervurderet. Det er der mange usikkerheder forbundet med brugen af DCF-modellen, samt måden Carlsbergs regnskab er opstillet på. Dette vil blive uddybet i den følgende følsomhedsanalyse og diskussionen nedenfor.

## 5.5. Følsomhedsanalyse

Når DCF-modellen anvendes, er der en række usikkerheder, fordi der er et stort antal af variable. Selv små ændringer i variablerne, kan have en betydelig virkning på resultatet af værdiansættelsen. For at regne med denne usikkerhed vil der blive regnet på tre forskellige følsomhedsanalyser. Analyserne vil undersøge, hvordan ændringer i forskellige nøgletal påvirker den teoretiske værdi. Dette betyder specifikt, at der vil blive analyseret på WACC i forhold til terminalvæksten, da terminalvæksten har en stor indflydelse på terminalværdien. Derudover vil væksten overfor WACC bliver undersøgt, da væksten er grundlaget for alle budgetterne og fremskrivningerne, og til sidst vil der blive set på EBIT-marginen overfor WACC, da den bestemmer størrelsen af det frie cash flow. Grunden til, at der måles i forhold til WACC, er at tilbagediskonteringssatsen har en betydelig virkning på resultatet af værdiansættelsen, hvilket også vil blive vist nedenfor. Under alle følsomhedsanalyserne er der taget udgangspunkt i den teoretiske værdi som udgangspunkt, da dette er det sidste nøgletal i værdiansættelsen. Udover det vil der blive vist skemaer over følsomhedsanalysen, de er farvekodet, farvekodning tager udgangspunkt i procentvisændring fra den teoretiske værdi altså 1707 kr. Farverne er opdelt således: mørkegrøn betyder 10%+-, grøn 10-25%+-, orange

25%+-, samt rød 50%+-.[[74]](#footnote-74) I følsomhedsanalysen er der lavet følsomhed på 6 forskellige WACC-procentsatser fra 2,96% til 7,96%.

### 5.5.1. Følsomhedsanalyse af WACC overfor Terminalvækst

Nu vil der foretages en følsomhedsanalyse af WACC i forhold til væksten i terminalperioden.

Der er udarbejdet syv forskellige scenarier, hvor væksten varierer fra 0,5% til 3,5%.

A screenshot of a computer

Description automatically generated

*Figur 7 Følsomhedsanalyse - WACC overfor Terminalvækst*

Som det ses ovenfor, observeres der to negative værdier. Dette skyldes, at i formlen for terminalværdien, som blev gennemgået tidligere, trækker man WACC fra terminalvæksten. Dette betyder, at hvis terminalvæksten er højere end WACC, kan formlen ikke løse det, da det resulterer i et negativt tal. Det vil sige med en WACC på 2,96% og en terminalvækst på 2,96% eller derover, er det ikke muligt. Det kan ses, at for at opnå den samme teoretiske værdi af Carlsberg-aktien som aktiekursen på 915 kr., er der flere forskellige løsninger men enten skal WACC stige, eller så skal terminalvæksten falde. Det kan også ses at, når WACCstiger falder den teoretiske værdi af aktien, dette skyldes at WACC indgår i formlen for tilbagediskonteringssatsen, og med en lavere tilbagediskonteringssats vil der dermed værre en lavere terminalværdi, og derfor falder den teoretiske værdi af aktien. Det er dog værd at bemærke, at med den aktuelle fastsatte WACC på 4,96%, vil et fald i terminalvæksten ikke kunne påvirke den teoretiske værdi af aktien til at være den samme som aktiekursen.

### 5.5.2. Følsomhedsanalyse af WACC overfor vækst

En anden afgørende faktorer for værdiansættelsen er omsætningsvæksten. Dette nøgletal er grundlaget for hele analysen, da resultatopgørelsen og balancen bliver estimeret ud fra omsætningen, hvilket er afgørende for at bestemme det fremtidige frie cash flow. Derfor er der nedenfor igen opstillet, hvordan omsætningsvæksten påvirker den teoretiske værdi af aktien overfor WACC. Der er taget udgangspunkt i 7 forskellige scenarier for væksten.

A screenshot of a computer

Description automatically generated

*Figur 8 Følsomhedsanalyse - WACC overfor Vækst*

Som det kan ses ovenfor, viser en ændring i vækstraten ikke samme påvirkning af den teoretiske værdi af aktien som terminalvæksten der blev analyseret før. Dette kan ses at der er mindre udsving i den teoretiske værdi af aktien, hvor næsten alle vækstrater ved den nuværende WACC resulterer i en teoretisk aktieværdi, der ligger tæt på den oprindelige værdi på 1707 kr. Dog, med samme vækst og en stigning i WACC på 2%, vil man cirka opnå den nuværende aktiekurs på 915 kr. Dette viser, at ændringer i både vækst og WACC har indflydelse på den teoretiske værdi af aktien, hvor en stigning i WACC kan medføre, at den teoretiske værdi falder til niveauet for den nuværende aktiekurs, men at væksten ikke alene påvirker den i samme grad.

### 5.5.3. Følsomhedsanalyse af WACC overfor EBIT-margin

Til sidst vil der blive gennemført en følsomhedsanalyse af EBIT-margin i forhold til WACC. EBIT anvendes til at trække ned i cash flow, og er en af de mest væsentlige poster i estimatet af det fremtidige frie cash flow. Derfor vil ændringer i EBIT påvirke det frie cash flow, hvilket igen påvirker terminalværdien, og dermed værdiansættelsen. Der er opstillet syv forskellige scenarier for EBIT-marginen, for at vurdere hvordan ændring i EBIT-marginen påvirker den teoretiske værdi af aktien.

A screenshot of a spreadsheet

Description automatically generated

*Figur 9 Følsomhedsanalyse - WACC overfor EBIT-margin*

Som det kan ses ovenfor, følger værdiansættelsen en direkte EBIT-marginen, når EBITmarginen falder, falder værdiansættelsen, og når den stiger, stiger værdiansættelsen også. Man kan også se, at EBIT-marginen har en større indflydelse på den teoretiske værdi af aktien end omsætningsvæksten, da ændringer i EBIT-marginen skaber større udsving i den teoretiske værdi af aktien uden ændringer i WACC. For at den teoretiske værdi af aktien skal cirka være det samme som aktiekursen på 915 kr., skal WACC stige, dog variere det hvor meget det er nødvendigt at EBIT-marginen skal falde. Men der er også et scenarie, hvor virksomhedens EBIT-margin er på 18,4% og WACC på 7,96%. I dette scenarie rammer den teoretiske værdi af aktien aktiekursen. Det vil sige at igen kan EBIT-marginen ligesom omsætningsvæksten ikke alene kan drive et stort udsving i den teoretiske værdi, men små ændringer på flere parameter har stor betydning.

## 5.6. Delkonklusion på analyse

Det kan derfor konkluderes, at i analysen blev der gjort brug af kapitalværdiansættelses metoder mere specifikt DCF-modellen. Modellen blev anvendt til at værdiansætte Carlsberg. WACC eller tilbagediskonteringssatsen blev beregnet til 4,96%, og den årlige vækst i terminalperioden blev fastsat til 2%. Efter at have estimeret det fremtidige cash flow kunne beregningerne komme ind i modellen, og blive beregnet. Carlsbergs teoretiske værdi per aktie er 1707 kr. Udover det blev der også lavet følsomhedsanalyse på værdiansættelsen som også vil blive diskuteret. Men med en nuværende aktiekurs på 915 kr. blev Carlsberg vurderet til at være undervurderet med cirka 87%. Årsagen til den betydelige forskel mellem værdiansættelsen og markedsværdien vil blive diskuteret i det efterfølgende kapitel.

# 6. Diskussion og vurdering af forskellen mellem markedsværdien og værdiansættelsen.

Som tidligere nævnt påvirkes både værdiansættelsen og markedsværdien af en række forskellige faktorer. Hverken markedet eller analytikere har nødvendigvis fuldstændig viden om, hvad en aktie bør koste, men man kan dog komme med bud på årsager hertil. I de følgende tre punkter vil der blive diskuteret nogle af årsagerne til resultaterne af analysen.

## 6.1. Rusland

Igennem hele opgaven er Rusland blevet nævnt men i DCF-modellen er den ikke blevet fremvist, dette skyldes at Carlsberg har rykket tabet fra Rusland ned under EBIT i deres regnskab. Dermed har Carlsberg vurderet, at tabet fra Rusland svarer til 47,7 milliarder[[75]](#footnote-75), hvilket har resulteret i, at Carlsbergs positive resultat på knap 8 milliarder er blevet vendt til et negativt resultat på 39,7 milliarder.[[76]](#footnote-76) Det er udfordrende at vurdere hvor meget tabet i Rusland påvirker værdien af egenkapitalen, men hvis man antager at tabet var på 47,7 milliarder, så ville net present value være 194 milliarder kroner eller en teoretisk værdi per aktie på 1370 kr.[[77]](#footnote-77) Dette er dog kun tabet for et år, og effekten på at have forladt Rusland er ikke 100% klart endnu da de kun har været 100% uafhængige af Rusland siden juli 2023.[[78]](#footnote-78) Selv efter at den estimerede teoretiske værdi er justeret for tabet fra Rusland, ligger den stadig cirka 45% over markedsværdien. Dette er heller ikke usandsynligt, da Bank of America tidligere i 2024 udtalte, at Carlsberg-aktien var for billig[[79]](#footnote-79).

Med tabet fra Rusland står Carlsberg nu over for udfordringen med at kompensere for tabet , hvilket skaber nye usikkerheder, især med hensyn til de store investeringer, der skal foretages for at genopbygge det tabte. Det indebærer blandt andet investeringer i markeder, som Carlsberg har begrænset kendskab til, ifølge Jacob Aarup-Andersen.[[80]](#footnote-80) Ud over dette kan det negative resultat på 39,7 milliarder også afskrække investorer fra at investere, når de ser det store underskud, hvilket igen kan påvirke Carlsbergs aktiekurs negativt. De psykologiske faktorer vil blive yderligere diskuteret senere i afsnittet troen på Carlsberg.

## 6.2. Kritik af DCF-modellen

En af de primære udfordringer ved DCF-modellen er dens fremskrivningsmetode. Fremskrivningen i DCF-modellen baseres blandt andet på analytikernes kortsigtede forventninger til omsætningsvæksten. Dette er en svaghed ved modellen, fordi analytikerne ofte kommer frem til vidt forskellige estimater, hvilket ses tydeligt i de varierende omsætningsvækst prognoser fra opgaven, der går fra 4,41% til 7,4%.90 Udover det er fremskrivningen ofte baseret på historisk vækst, hvilket også er en svaghed ved modellen, da det er usandsynligt, at samme vækstrate vil fortsætte ind i fremtiden. Derudover regner man med, at balancen og cash flowet udvikler sig ens med omsætningen, hvilket sjældent er tilfældet. Selvom man kan forsøge at modarbejde det, kan det være udfordrende som en ekstern der værdiansætter Carlsberg at forudsige nøjagtigt, hvordan f.eks. Carlsbergs investeringer i Vietnam vil påvirke operationelle investeringer i cash flowet, anlægsaktiver og afskrivninger, da det er svært at sætte det i konkrete tal eller procent på.

Når man skal beregne WACC eller Weighted Average Cost of Capital, opstår der flere problematikker igen. Først når man forsøger at bestemme markedsværdien af egenkapitalen, baserer man det på aktiekursen på et bestemt tidspunkt. Dog kan denne kurs ændre sig undervejs når man arbejder på sin DCF eller Discounted Cash Flow. Hvis aktiekursen falder med fx 10%, vil det have en markant betydning på WACC, da markedsværdien af egenkapitalen nu er meget lavere end før. Desuden har Carlsberg både A- og B-aktier, som ikke har samme markedsværdi. A-aktierne ville have en højere markedsværdi end B-aktierne hvis de blevet handlet frit på børsen, da de har en højere stemmeret. Men i DCF-modellen bliver man nødt til at gå ud fra, at alle aktier har samme værdi. Det bringer også noget usikkerhed ind i resultatet, fordi A-aktierne vil være dyrere end B-aktierne.

Derudover skal man beregne CAPM eller Capital Asset Pricing Model, som blandt andet er baseret på den risikofrie rente. Denne rente er typisk baseret på statsobligationer, de kan variere af pengepolitikken og dermed inflationen. Beta spiller da det er et subjektivt nøgletal, fordi der ikke er faste krav for, hvilket marked eller hvilken tidshorisont man skal sammenligne med.

Det er udfordrende at bestemme markedsværdien af gæld, primært fordi en betydelig del af gælden ikke er i form af obligationer, og derfor ikke har en direkte markedspris, og derfor har det ikke en fast pris som investorerne vil kunne betale. Udover det er der skatteprocenten som kan være forskellig, da virksomheden operer i forskellige lande, og dette vil derfor give en misvisende værdiansættelse.

DCF-formlen fremskriver baseret på EBIT, men som det kan ses med Carlsberg, har de inkluderet deres negative resultat fra Rusland under EBIT. Dette resulterer i en højere værdiansættelse af Carlsberg end markedsværdien, da de 47 milliarder i tab, som kom i forbindelse med at Carlsberg forlod det russiske marked, ikke er blevet taget højde for.

Det kan også ses, hvordan der er variationer i de opnåede resultater i forhold til værdiansættelsen baseret på DCF-modellen. For eksempel har Alphaspread konkluderet, at Carlsberg-aktien er overvurderet med 16%[[81]](#footnote-81)[[82]](#footnote-82), mens Financebox har beregnet, at aktien er undervurderet med 27,9%92. Dog er beregningerne baseret på direkte tal fra regnskabet. Men det kan bruges til at se, hvordan både deres analyser og min egen er kommet frem til forskellige diskonteringssatser, terminalvækst, omsætningsvækst osv. Det var også tydeligt i følsomhedsanalysen, at selv små ændringer i disse nøgletal havde en markant påvirkning på den endelige værdiansættelse.

Ud fra overstående kan det ses, at metode ikke er i stand til at stå alene. Men det er nødvendigt at inddrage flere parametre, når man diskuterer, hvad prisen på en aktie bør være. Dette vil også blive uddybet i næste afsnit, hvor der vil blive set på, hvordan markedsværdien af Carlsberg adskiller sig fra værdiansættelsen på baggrund af troen til virksomheden.

## 6.3. Troen på Carlsberg

Man kan argumentere for, at forskellen mellem værdiansættelse og markedsværdi ikke kun drejer sig om det tekniske aspekt, men i lige så høj grad om tilliden til virksomheden. Dette kan man finde bevis for på baggrund af, at kun 0,96% af investorerne har shortet deres positioner i Carlsberg[[83]](#footnote-83). Dette lave tal indikerer, at investorerne stadig har tillid til virksomheden. Ud fra en hurtig gennemgang af Carlsbergs nøgletal samt børsrelaterede nøgletal, som det fremgår af bilag 19, 20 og 21, er der ingen umiddelbare grund til panik fra investorerne. Generelt ser det tilfredsstillende ud på tværs af linjen. Dog bør det bemærkes, at nogle af nøgletallene ikke tager højde for tabene fra Rusland. Andre analyser viser, at ud af 25 analytikere, der har analyseret Carlsberg, anbefaler 14 køb, 3 overvægt, og 8 hold. Derudover forventes kursmålet at stige til 1062 kr.94 Analytikernes skøn for omsætningsvæksten viste også, at de er mere optimistiske end den historiske vækst ville indikere. Det vil sige at analytikerne generelt har større forhåbninger til Carlsberg end det almindelige marked. Dette afspejles også i værdiansættelsen, der konkluderer, at teoretisk værdi efter Ruslands tab er 1370 kr.

Det er udfordrende at forudsige, hvorfor markedet opfører sig som det gør, men en ting er sikkert. Ud fra det overstående kan det tydeligt ses, at det psykologiske element i forhold til

Carlsberg spiller en afgørende rolle. Analytikerne anbefaler køb, men alligevel holder markedet sig tilbage. Ud fra dette kommer der en forskel på markedsværdien og værdiansættelsen.

# 7. Konklusion

Carlsberg er en af Danmarks største virksomheder med en historie, der strækker sig tilbage til 1847. Den står i dag over for en række store udfordringer. Det er en tid med usikkerhed, hvor fremtiden er svær at forudse. Dog har virksomheden fået ny ledelse i form af en ny CEO, Jacob Aarup-Andersen, og en ny plan på et nyt marked, hvilket skal give Carlsberg en måde at komme tilbage fra tabet i Rusland.

Vurderingen af Carlsbergs værdiansættelse kan gøres på flere forskellige metoder, herunder relative værdiansættelsesmodeller, substansværdimodeller og kapitalværdibaserede modeller. Ifølge Discounted Cash Flow blev Carlsbergs aktier vurderet til henholdsvis 1707 kr. og 1370 kr., med og uden tabet fra Rusland. Aktiekursen lå på 915 kr., det vil sige, at den teoretiske værdi af virksomheden er højere end den aktuelle markedsværdi. Der er mange faktorer, man skal tage højde for i udregningen af DCF-modellen, blandt andet WACC, årlig

omsætningsvækst og terminalvækst. Når tallene er blevet prognosticeret og sammenholdt med andre analyser, blev det tydeligt, at der var stor forskel i resultaterne af de forskellige vurderinger af Carlsberg. Det er indlysende, at der ikke var en fælles tilgang til måden at bruge DCF-modellen på. Der blev derfor til sidst diskuteret, hvordan forskellige måder at bruge formlen på havde stor betydning for resultatet.

Derudover blev der også lavet en følsomhedsanalyse for at undersøge, hvordan selv små ændringer i nøgletallene kunne have betydelig indflydelse på Carlsbergs værdiansættelse. Men det stod hurtigt klart, at den anvendte værdiansættelsesmetode var langt fra at repræsentere virkeligheden, og det måtte derfor konkluderes, at værdiansættelsen ikke kunne stå alene. Det kræver nemlig et større overblik og langt flere aspekter for at kunne vurdere, hvad Carlsberg er værd. Dette skyldes blandt andet blandede resultater fra analytikere, og troen til Carlsberg spiller også en vigtig rolle.

Den teoretiske værdi af Carlsberg baseres på fremtidige kvantitative data, mens den aktuelle markedsværdi er mere påvirket af psykologiske faktorer og investorernes opfattelse af virksomheden. Dette skaber en forskel mellem den beregnede værdi af virksomheden og dens faktiske markedsværdi.

**8. Litteraturliste:**

5Y DCF Growth Exit. (s.d.). I: Finbox. [https://finbox.com/DB:CBGB/models/dcf-growthexit-5yr/](https://finbox.com/DB:CBGB/models/dcf-growth-exit-5yr/)

Aktiemarkedet i Danmark. (s.d.). I: Hemonto. [https://www.hemonto.com/hemontoinsights/aktiemarkedet-i-danmark/](https://www.hemonto.com/hemonto-insights/aktiemarkedet-i-danmark/)

Alkoholfri øl til din forretning. (s.d.). I: Carlsbeg Danmark. <https://shop.carlsbergdanmark.dk/afb_varianter>

Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2024, Januar). I: Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813206&chk=216301>

Astrid Thomsen, Julie. (2022, 15. Marts). Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: Vi har taget faste skridt'. I: DR. [https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-vil-ikke-boykotte-rusland-vihar-taget-faste-skridt](https://www.dr.dk/nyheder/penge/carlsberg-vil-ikke-boykotte-rusland-vi-har-taget-faste-skridt)

Beer - Asia. (2024). I: Statista. [https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholicdrinks/beer/asia](https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/beer/asia)

Capital Asset Pricing Model (CAPM). (s.d.). I: Corporate finance institute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-capm-formula/>

Carlb.CO. (2024). I: Etoro. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på [https://www.etoro.com/dadk/markets/carlb.co/stats](https://www.etoro.com/da-dk/markets/carlb.co/stats)

Carlsberg A/S. (2018, 29. Maj). Encyclopedia. [https://www.encyclopedia.com/socialsciences-and-law/economics-business-and-labor/businesses-and-occupations/carlsberg](https://www.encyclopedia.com/social-sciences-and-law/economics-business-and-labor/businesses-and-occupations/carlsberg)

Carlsberg A/S. (2024). Infront analytics. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på <https://www.infrontanalytics.com/fe-EN/90001SD/Carlsberg-A-S/Beta>

Carlsberg A/S. (2024, 10. April). I: SaxoInvestor.

[https://www.saxoinvestor.dk/login/?ReturnUrl=%2Finvestor%2Fpage%2Fproduct%2FStock %2F15516%3Faccountkey%3D4Qgdm%257CWwXVVvTB6B%257CR%257CLjQ%253D %253D%26activeTab%3Danalysis&accountkey=4Qgdm%7CWwXVVvTB6B%7CR%7CLj](https://www.saxoinvestor.dk/login/?ReturnUrl=%2Finvestor%2Fpage%2Fproduct%2FStock%2F15516%3Faccountkey%3D4Qgdm%257CWwXVVvTB6B%257CR%257CLjQ%253D%253D%26activeTab%3Danalysis&accountkey=4Qgdm%7CWwXVVvTB6B%7CR%7CLjQ%3D%3D&activeTab=analysis)

[Q%3D%3D&activeTab=analysis](https://www.saxoinvestor.dk/login/?ReturnUrl=%2Finvestor%2Fpage%2Fproduct%2FStock%2F15516%3Faccountkey%3D4Qgdm%257CWwXVVvTB6B%257CR%257CLjQ%253D%253D%26activeTab%3Danalysis&accountkey=4Qgdm%7CWwXVVvTB6B%7CR%7CLjQ%3D%3D&activeTab=analysis)

Carlsberg A/S (CARL-B.CO). (2024). I: Yahoo Finance. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på [https://finance.yahoo.com/quote/CARL-](https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO/history?period1=1552780800&period2=1710633600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true)

[B.CO/history?period1=1552780800&period2=1710633600&interval=1wk&filter=history&fr equency=1wk&includeAdjustedClose=true](https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO/history?period1=1552780800&period2=1710633600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true)

Carlsberg A/S (CARL-B.CO). (2024). I: Yahoo Finance. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på <https://finance.yahoo.com/quote/CARL-B.CO/>

Carlsberg A/S (OTCPK:CABGY) WACC %. (s.d.). I: Gurufocus. <https://www.gurufocus.com/term/wacc/CABGY/WACC-Percentage/CABGY>

Consensus Estimates. (2024, 8. April). I: Carlsberg Group. [https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/analysts-estimates/consensusestimates/?fbclid=IwAR3rQ1qGXuCSSbcoHv-](https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/analysts-estimates/consensus-estimates/?fbclid=IwAR3rQ1qGXuCSSbcoHv-y9v7slse06Beqt_umRwSEp126aDLNCkRBtO3NT0k%20receivables)

[y9v7slse06Beqt\_umRwSEp126aDLNCkRBtO3NT0k%20receivables](https://www.carlsberggroup.com/investor-relations/analysts-estimates/consensus-estimates/?fbclid=IwAR3rQ1qGXuCSSbcoHv-y9v7slse06Beqt_umRwSEp126aDLNCkRBtO3NT0k%20receivables)

Cost of Equity. (s.d.). I: Corporate fiananceinstitute.

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/cost-of-equity-guide/>

Danske aktier. (2024, 29. Februar). I: Jyske Bank.

[https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/72c8251b-a2cb-44bb-80b6-](https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7/Danske+aktier+Februar+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDFT1PE7-72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7-oTQcojC)

[2f533a5ca3b7/Danske+aktier+Februar+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWO](https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7/Danske+aktier+Februar+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDFT1PE7-72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7-oTQcojC)

[RKSPACE.Z18\_P20418S0N05640Q0MBPDFT1PE7-72c8251b-a2cb-44bb-80b6-](https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7/Danske+aktier+Februar+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDFT1PE7-72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7-oTQcojC)

[2f533a5ca3b7-oTQcojC](https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7/Danske+aktier+Februar+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDFT1PE7-72c8251b-a2cb-44bb-80b6-2f533a5ca3b7-oTQcojC)

DCF Model Training Free Guide. (s.d.). I: Corporate financeinstitute.

[https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-model-training-freeguide/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-model-training-free-guide/)

DCF Terminal Value Formula. (s.d.). I: Corporate financeinstitute.

[https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-terminal-valueformula/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/dcf-terminal-value-formula/)

DCF value. (2024, 13. April). I: Alphaspread.

<https://www.alphaspread.com/security/otc/cabhf/dcf-valuation/base-case>

Dividend Discount Model. (s.d.). I: Corporate financeinstitute.. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/dividend-discount-model/>

Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav. (2024, 1. Januar). I: Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>

ENKELTAKTIVER / SUBSTANSMETODEN. (s.d.). I: Virksomhedskøber. <https://virksomhedskober.dk/enkeltaktiver-substansmetoden/>

Fernando, Jason. (2023, 6. November). Discounted Cash Flow (DCF) Explained With

Formula and Examples. I: Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/d/dcf.asp>

Fernando, Jason. (2024, 7. Marts). Net Present Value (NPV): What It Means and Steps to

Calculate It. I: Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/n/npv.asp>

Forrentningen af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC). (2016, 14. April).

I: Folketinget. <https://www.ft.dk/samling/20151/almdel/efk/bilag/303/1639966.pdf>

Friis, Lasse. (2022, 25. Marts). Ukraine på vej med opfordring til global boykot af Carlsberg. I: Berlingske. [https://www.berlingske.dk/virksomheder/ukraine-paa-vej-med-opfordring-tilglobal-boykot-af-carlsberg](https://www.berlingske.dk/virksomheder/ukraine-paa-vej-med-opfordring-til-global-boykot-af-carlsberg)

Frost, Oliver. (2020, 22. August). Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast. I:

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

Frovst, Tom. (2024, 11. Januar). Storbank om Carlsberg-aktien: For billig. I: Børsen. <https://borsen.dk/nyheder/investor/storbank-opjusterer-carlsberg-er-blevet-for-billig>

GDP growth (annual%) - world. (2022). I: The world bank. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=1W>

Generelforsamling: Indkaldelse 2023. (2023, 13. Marts). Carlsberg group. <https://www.carlsberggroup.com/media/55970/1a-indkaldelse-med-dagsorden-2023.pdf>

Hayas, Adam. (2023, 29. September). Discount Rate Defined: How It's Used by the Fed and in Cash-Flow Analysis. I: Investopedia.

<https://www.investopedia.com/terms/d/discountrate.asp>

Kristiansen, Ole. (2023, 13. Maj). De 10 største danske virksomheder målt på omsætning i 2023. I: Startup magazine. [https://startupmagazine.dk/stoerste-danske-virksomheder-maaltpaa-omsaetning-i-2023/](https://startupmagazine.dk/stoerste-danske-virksomheder-maalt-paa-omsaetning-i-2023/)

Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver og nettorentebærende gæld. (2024, Januar). I:

Skat.dk. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386880>

Market Capitalization: A company's total market value of equity. (s.d.). I: Corporate financeinstitute. [https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-marketcapitalization/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-market-capitalization/)

Market Value of debt. (s.d.). I: Corporate financeinstitute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/fixed-income/market-value-of-debt/>

Marketwire, . (2024, 7. Februar). Carlsberg-analytiker: Forventninger er til den svage side - 2024 bliver investeringsår. I: Fødevarewatch. <https://fodevarewatch.dk/Drikkevarer/article16825268.ece>

Net Present Value (NPV). (s.d.). I: Corporate financeinstitute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-present-value-npv/>

Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision. [https://klarrevision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf](https://klar-revision.dk/wp-content/uploads/2014/11/Salgsmodning.pdf)

OMX Copenhagen 25 Index (^OMXC25). (2024). Yahoo Finance. Lokaliseret den 4. Marts

2024 på

[https://finance.yahoo.com/quote/%5EOMXC25/history?period1=1552780800&period2=1710](https://finance.yahoo.com/quote/%5EOMXC25/history?period1=1552780800&period2=1710633600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true)

[633600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true](https://finance.yahoo.com/quote/%5EOMXC25/history?period1=1552780800&period2=1710633600&interval=1wk&filter=history&frequency=1wk&includeAdjustedClose=true)

OMXC20, OMX COPENHAGEN 20, (DK0016268840). (2024). Nasdaq. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på

<https://www.nasdaqomxnordic.com/indeks/historiske_priser?Instrument=DK0016268840>

Prissætning af en virksomhed. (s.d.). Ivækst. [https://ivaekst.dk/vaekst/5/3/1/9/0/prissaetningaf-en-virksomhed](https://ivaekst.dk/vaekst/5/3/1/9/0/prissaetning-af-en-virksomhed)

Regnskabsmæssig behandling af eventualforpligtelser. (2016, 1. Juni). IBDO.

[https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler2016/regnskabsm%C3%A6ssig-behandling-af-eventualforpligtelser](https://www.bdo.dk/da-dk/faglig-info/depechen/depechen-artikler-2016/regnskabsm%C3%A6ssig-behandling-af-eventualforpligtelser)

Skattestyrelsen, . (s.d.). Selskabsskat for ApS og A/S. I: Virksomhedsguiden.

[https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-](https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/)

[4f54-80b0-40078551ccb7/](https://virksomhedsguiden.dk/content/ydelser/selskabsskat-for-aps-og-as/090878e0-9e15-4f54-80b0-40078551ccb7/)

Statistik og dataudtræk over korte nettopositioner. (2024, 10. April). I: Finanstilsynet. <https://oam.finanstilsynet.dk/#!/stats-and-extracts-short-net-positions>

STATSOBLIGATIONER 2,25 pct. stående lån 2033. (2023, 8. Februar). I: Nationalbanken. [https://www.nationalbanken.dk/media/305lncmp/dk0009924532-2-25-pct-staaende-laan2033.pdf](https://www.nationalbanken.dk/media/305lncmp/dk0009924532-2-25-pct-staaende-laan-2033.pdf)

The carlsberg group: who are we?. (s.d.). I: The Carlsberg Group.

<https://www.carlsberggroup.com/who-we-are/about-the-carlsberg-group/>

Together Towards ZERO & Beyond. (s.d.). I: Carlsberg Group.

<https://www.carlsberggroup.com/sustainability/our-esg-programme/>

Værdiansættelse af virksomhed. (2024, 27. Marts). I: Legal desk.

<https://www.legaldesk.dk/erhverv/virksomhedsoverdragelse/vaerdiansaettelse-af-virksomhed>

Værdiansættelse baseret på omkostninger. (2024, Januar). I: Skat. <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813205&chk=216301>

Vipond, Tim. (s.d.). Unlevered Free Cash Flow. I: Corporatefinanceinstitute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/financial-modeling/unlevered-free-cash-flow/>

Volume of the European beer market from 2018 to 2028, by segmen. (2024, 15. Marts). I:

Statista. <https://www.statista.com/forecasts/1243725/sales-volume-beer-market-europe>

WACC. (s.d.). I: Corporatefinanceinstitute. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC). (s.d.). I: Casflo. [https://casfloapp.com/learning-center/manuals/financial-analysis/understanding-the-cost-ofcapital/weighted-average-cost-of-capital/](https://casflo-app.com/learning-center/manuals/financial-analysis/understanding-the-cost-of-capital/weighted-average-cost-of-capital/)

**Bøger:**

Rye, Lars. Med flere (2023). Finansiering C & B. Systime. [https://finansiering.systime.dk/?id=1](https://finansiering.systime.dk/?id=)

Vinther Emdal Hay, Peder. Med flere (2017). Virksomhedsøkonomi A. Systime. <https://virksomhed.systime.dk/?id=1>**Dokumentar:**

Schrøder, Casper. (2024). Topdirektørene:: Carlsberg: Jacob på ny territorium [Film]. DR. [https://www.dr.dk/drtv/episode/topdirektoererne\_-carlsberg\_-jacob-paa-nytterritorium\_444179](https://www.dr.dk/drtv/episode/topdirektoererne_-carlsberg_-jacob-paa-nyt-territorium_444179) **Årsrapporter:**

Carlsberg. (2013). Annual Report 2012/13.

<https://www.carlsberggroup.com/media/5248/carlsberg-group-annual-report-2013.pdf>

Carlsberg. (2014). Annual Report 2013/14.

<https://www.carlsberggroup.com/media/5255/carlsberg_as_annual_report_2014_web.pdf>

Carlsberg. (2015). Annual Report 2014/15.

<https://www.carlsberggroup.com/media/5256/carlsberg_as_annual_report_2015.pdf>

Carlsberg. (2016). Annual Report 2015/16.

<https://www.carlsberggroup.com/media/10899/carlsberg-group-annual-report-2016.pdf>

Carlsberg. (2017). Annual Report 2016/17.

<https://www.carlsberggroup.com/media/22523/carlsberg-as_annual-report-2017.pdf>

Carlsberg. (2018). Annual Report 2017/18.

<https://www.carlsberggroup.com/media/28928/carlsberg-as-2018-annual-report.pdf>

Carlsberg. (2019). Annual Report 2018/19.

<https://www.carlsberggroup.com/media/35966/carlsberg-as-annual-report-2019.pdf>

Carlsberg. (2020). Annual Report 2011/12.

<https://www.carlsberggroup.com/media/42542/carlsberg-group-annual-report-2020_final.pdf>Carlsberg. (2021). Annual Report. [https://www.carlsberggroup.com/media/48855/carlsberggoup-annual-report-2021.pdf](https://www.carlsberggroup.com/media/48855/carlsberg-goup-annual-report-2021.pdf)

Carlsberg. (2022). Annual Report. [https://www.carlsberggroup.com/media/55897/carlsberggroup-annual-report-2022.pdf](https://www.carlsberggroup.com/media/55897/carlsberg-group-annual-report-2022.pdf)

Carlsberg. (2023). Annual Report. [https://www.carlsberggroup.com/media/62132/carlsberggroup-2023-annual-report.pdf](https://www.carlsberggroup.com/media/62132/carlsberg-group-2023-annual-report.pdf)

1. **Bilag** 
   1. **Bilag 1 Net working capital formel**

A screenshot of a computer

Description automatically generated

Kilde: Vipond, Tim. (s.d.). Net working capital. I: Corporate finance institute.

* 1. **Bilag 2 Omsætningsvækst prognose**

A screenshot of a data table

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Consensus Estimates. (2024, 8. April). I: Carlsberg Group.

Marketwire, . (2024, 7. Februar). Carlsberg-analytiker: Forventninger er til den svage side - 2024 bliver investeringsår. I: Fødevarewatch.

Danske aktier. (2024, 29. Februar). I: Jyske Bank.

* 1. **Bilag 3 Resultatopgørelse og driftsomkostninger**

A screenshot of a screen

Description automatically generated

A screenshot of a computer screen

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 4 Prognose for resultatopgørelse indtil EBIT**

A table with numbers and text

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 5 Changes in net working capital**

A screenshot of a computer screen

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 6 Balanceposter i andele af omsætning, %**

A table with numbers and text

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 7 Fremskrevet balance**

A screenshot of a computer screen

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 8 Fremskrevet net working capital**

A screenshot of a computer screen

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 9 Cash flow poster i procent af omsætningen**

A screenshot of a screen

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 10 Egenkapitalens markedsværdi**

A blue rectangular object with black text

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger, Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 11 Markedsværdi af gæld**

A screenshot of a financial statement

Description automatically generated

Kilde: Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 12 CAPM**

A screenshot of a graph

Description automatically generated

Kilde: Egne beregninger excel

* 1. **Bilag 13 Årlig BNP vækst**

A table with numbers and numbers on it

Description automatically generated

Kilde: GDP growth (annual%) - world. (2022). I: The world bank., excel

* 1. **Bilag 14 Terminalværdi**

A screenshot of a computer

Description automatically generated

Kilde: Excel

* 1. **Bilag 15 Farvekodning i følsomhedsanalysen**

A screenshot of a graph

Description automatically generated

Kilde: excel.

* 1. **Bilag 16 Carlsbergs resultatopgørelse**

A screenshot of a statement

Description automatically generated

Kilde: Carlsbergs årsrapport

* 1. **Bilag 17 Carlsberg analyse af tab fra Rusland**

A screenshot of a computer

Description automatically generated

Kilde: Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 18 Teoretisk værdi af aktie Rusland fratrukket**

A white background with black text

Description automatically generated

Kilde: egne beregninger

* 1. **Bilag 19 Nøgletal**

A screenshot of a computer

Description automatically generated

Kilde: egne beregninger Carlsberg årsrapport

* 1. **Bilag 20 Børsrelaterede nøgletal**

A screen shot of a computer

Description automatically generated

Kilde: egne beregninger, Børsen, årsrapport.

* 1. **Bilag 21 Kommentar på bilag 19+20**

Carlsbergs nøgletal viser et fornuftigt billede, som det kan ses i bilag 19. Dog er der nogle tal, der skiller sig ud, såsom likviditetsgraden på 64%. Dette indikerer, at den kortfristede gæld er mindre end omsætningsaktiverne, hvilket viser, at en del af virksomhedens anlægsaktiver er finansieret af kortfristet gæld, hvilket ikke er optimalt. Men Carlsberg har en meget lav gældsrente, hvilket viser, at de muligvis betaler næsten ubetydelige lave renter på deres lån, og det kan være derfor de ikke har de store bekymringer, i forhold til at finansiere anlægsaktiver med kortfristet gæld.

Gearingen er dog høj på 3,34, men på grund af den lave gældsrente er der højst sandsynligt investorer, der kan se bort fra dette. Egenkapitalens forrentning på 38% overstiger markedsrenten betydeligt. Man kan bruge CAPM som reference, da det viser det forventede afkast. Desuden har virksomheden en soliditetsgrad på 23%, måske endda en smule for høj, da den generelle tommelfingerregel ligger på 30-40%.[[84]](#footnote-84)

I bilag 20 ses det, at resultatet pr. aktie er på 56,19 kr. Dette bør sammenlignes med andre virksomheder for en mere præcis vurdering, men det bruges til at beregne P/E og derfor er det inkluderet. Carlsbergs P/E er 16,29, hvilket indikerer, at man skal betale 16,29 kr for at opnå 1 krone i overskud. Ifølge finansieringsbogen betyder en P/E-værdi under 20 normalt, at aktien er billig.[[85]](#footnote-85)

Den indre værdi pr. aktie viser, at der er 181 kroners egenkapital tilknyttet hver aktie, der koster 915 kroner. Kurs/indre værdi viser, at man skal betale 5 kroner for at købe 1 krone af Carlsbergs egenkapital. Dette viser, at investorer stadig er villige til at betale mere for aktierne, end de er værd i forhold til egenkapitalen.

Cashflow pr. aktie viser, hvor stor en del af cash flow, der er knyttet til hver aktie. Kurs/cash flow viser, hvor meget cash flow man får ved at købe en aktie. Dette er det operationelle cash flow, hvor investeringer er trukket fra, men det er før udbytte er udbetalt til investorerne. Derfor er det vigtigt at sammenligne dette nøgletal med andre virksomheder, hvis man er interesseret i at vurdere hvor meget udbytte virksomheden giver.

Den ovenstående analyse udgør en meget forenklet form for relativ værdiansættelse. Formålet med den relative eller markedsmæssige værdiansættelse er, at undersøge børsrelaterede nøgletal og sammenligne dem med sammenlignelige virksomheder. Men da opgaven er begrænset så kan der ikke undersøges konkurrenter.

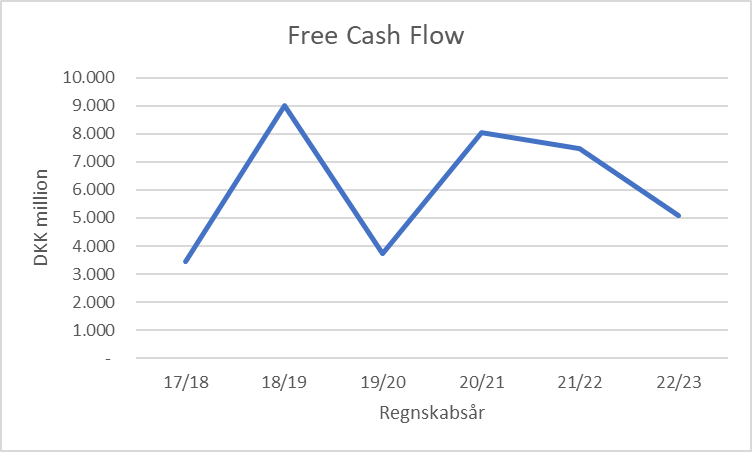
**9.22. Bilag 22 Analytikernes vurdering**

A screenshot of a computer

Description automatically generated

Kilde: Carlsberg A/S. (2024, 10. April). I: SaxoInvestor.

**9.23. Bilag 22 Udvikling i FCF**



Kilde: Carlsberg Årsrapport, egne beregninger

1. The Carlsberg group: who are we?. (s.d.). I: The Carlsberg Group. [↑](#footnote-ref-1)
2. The Carlsberg group: who are we?. (s.d.). I: The Carlsberg Group. [↑](#footnote-ref-2)
3. Carlsberg A/S. (2018, 29. Maj). Encyclopedia. [↑](#footnote-ref-3)
4. Carlsberg A/S (CARL-B.CO). (2024). I: Yahoo Finance. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på [↑](#footnote-ref-4)
5. Kristiansen, Ole. (2023, 13. Maj). De 10 største danske virksomheder målt på omsætning i 2023. I: Startup magazine. [↑](#footnote-ref-5)
6. Carlsberg. (2023). Annual Report. [↑](#footnote-ref-6)
7. Carlsberg. (2023). Annual Report. [↑](#footnote-ref-7)
8. Together Towards ZERO & Beyond. (s.d.). I: Carlsberg Group. [↑](#footnote-ref-8)
9. Astrid Thomsen, Julie. (2022, 15. Marts). Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: Vi har taget faste skridt'. I: DR. 10 Astrid Thomsen, Julie. (2022, 15. Marts). Carlsberg vil ikke boykotte Rusland: Vi har taget faste skridt'. I: DR 11 Carlsberg. (2023). Annual Report. [↑](#footnote-ref-9)
10. Carlsberg A/S (CARL-B.CO). (2024). I: Yahoo Finance. Lokaliseret den 4. Marts 2024 på 13 Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2024, Januar). I: Skat. [↑](#footnote-ref-10)
11. Værdiansættelse baseret på omkostninger. (2024, Januar). I: Skat. [↑](#footnote-ref-11)
12. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-12)
13. Regnskabsmæssig behandling af eventualforpligtelser. (2016, 1. Juni). IBDO. [↑](#footnote-ref-13)
14. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-14)
15. Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2024, Januar). I: Skat. [↑](#footnote-ref-15)
16. Værdiansættelse af virksomhed. (2024, 27. Marts). I: Legal desk. [↑](#footnote-ref-16)
17. Rye, Lars. Med flere (2023). Finansiering C & B. Systime. [↑](#footnote-ref-17)
18. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-18)
19. Anvendte værdiansættelsesmodeller i praksis. (2024, Januar). I: Skat. [↑](#footnote-ref-19)
20. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-20)
21. Bilag 1 [↑](#footnote-ref-21)
22. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision 26 Prissætning af en virksomhed. Ivækst [↑](#footnote-ref-22)
23. WACC. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-23)
24. Market Capitalization: A company's total market value of equity. (s.d.). I: Corporate finance institute. 29 Market Value of debt. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-24)
25. Cost of Equity. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-25)
26. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-26)
27. Vinther Emdal Hay, Peder. Med flere (2017). Virksomhedsøkonomi A. Systime. [↑](#footnote-ref-27)
28. Forrentningen af netvirksomhedernes fremadrettede investeringer (WACC). (2016, 14. April). I: Folketinget. [↑](#footnote-ref-28)
29. Net Present Value (NPV). (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-29)
30. Net Present Value (NPV). (s.d.). I: Corporate finance institute. 36 Net Present Value (NPV). (s.d.). I: Corporate finance institute.

    [↑](#footnote-ref-30)
31. Dividend Discount Model. I: Corporate finance institute..(s.d) 38 Carlsberg. (2023). Annual Report.

    [↑](#footnote-ref-31)
32. Friis, Lasse. (2022, 25. Marts). Ukraine på vej med opfordring til global boykot af Carlsberg. I: Berlingske 40 Beer - Asia. (2024). I: Statista [↑](#footnote-ref-32)
33. Alkoholfri øl til din forretning. (s.d.). I: Carlsbeg Danmark. [↑](#footnote-ref-33)
34. Schrøder, Casper. (2024). Topdirektørene:: Carlsberg: Jacob på ny territorium [Film]. DR. [↑](#footnote-ref-34)
35. Beer - Asia. (2024). I: Statista. [↑](#footnote-ref-35)
36. Consensus Estimates. (2024, 8. April). I: Carlsberg Group. [↑](#footnote-ref-36)
37. Danske aktier. (2024, 29. Februar). I: Jyske Bank. [↑](#footnote-ref-37)
38. Marketwire, . (2024, 7. Februar). Carlsberg-analytiker: Forventninger er til den svage side - 2024 bliver investeringsår. I: Fødevarewatch. [↑](#footnote-ref-38)
39. Særlige poster bliver fremskrevet på trods af det ikke er en driftsomkostning, fordi det bliver regnet med i EBIT [↑](#footnote-ref-39)
40. Danske aktier. (2024, 29. Februar). I: Jyske Bank. [↑](#footnote-ref-40)
41. Skattestyrelsen, . (s.d.). Selskabsskat for ApS og A/S. I: Virksomhedsguiden. [↑](#footnote-ref-41)
42. Bilag 1 [↑](#footnote-ref-42)
43. Bilag 5 [↑](#footnote-ref-43)
44. Bilag 6 [↑](#footnote-ref-44)
45. Bilag 7 [↑](#footnote-ref-45)
46. Bilag 8 [↑](#footnote-ref-46)
47. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-47)
48. Bilag 9 [↑](#footnote-ref-48)
49. Carlsberg. (2023). Annual Report. [↑](#footnote-ref-49)
50. Schrøder, Casper. (2024). Topdirektørene:: Carlsberg: Jacob på ny territorium [Film]. DR.

    [↑](#footnote-ref-50)
51. Bilag 23 [↑](#footnote-ref-51)
52. WACC. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-52)
53. Generelforsamling: Indkaldelse 2023. (2023, 13. Marts). Carlsberg group. [↑](#footnote-ref-53)
54. Bilag 10 [↑](#footnote-ref-54)
55. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-55)
56. Bilag 11 [↑](#footnote-ref-56)
57. Capital Asset Pricing Model (CAPM). (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-57)
58. Frost, Oliver. (2020, 22. August). Afkast på aktier: Se det historiske gennemsnitlige afkast. I: Dinfo. [↑](#footnote-ref-58)
59. Aktiemarkedet i Danmark. (s.d.). I: Hemonto. [↑](#footnote-ref-59)
60. STATSOBLIGATIONER 2,25 pct. stående lån 2033. (2023, 8. Februar). I: Nationalbanken. [↑](#footnote-ref-60)
61. Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav. (2024, 1. Januar). I: Skat. [↑](#footnote-ref-61)
62. Excel-ark, (ark Carlsberg Beta) [↑](#footnote-ref-62)
63. Bilag 12 [↑](#footnote-ref-63)
64. Carlsberg A/S (OTCPK:CABGY) WACC %. (s.d.). I: Gurufocus. 73 5Y DCF Growth Exit. (s.d.). I: Finbox. [↑](#footnote-ref-64)
65. Fernando, Jason. (2023, 6. November). Discounted Cash Flow (DCF) Explained With Formula and Examples.

    I: Investopedia. [↑](#footnote-ref-65)
66. Hayas, Adam. (2023, 29. September). Discount Rate Defined: How It's Used by the Fed and in Cash-Flow Analysis. I: Investopedia. [↑](#footnote-ref-66)
67. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-67)
68. DCF Terminal Value Formula. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-68)
69. Nørbjerg, Søren . & Plenborg, Thomas. (2009, 1. Maj). SALGSMODNING: Med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden. I: Klar revision [↑](#footnote-ref-69)
70. Bilag 13 [↑](#footnote-ref-70)
71. Volume of the European beer market from 2018 to 2028, by segmen. (2024, 15. Marts). I: Statista [↑](#footnote-ref-71)
72. Bilag 14 [↑](#footnote-ref-72)
73. DCF Model Training Free Guide. (s.d.). I: Corporate finance institute. [↑](#footnote-ref-73)
74. Bilag 15 [↑](#footnote-ref-74)
75. Bilag 17 [↑](#footnote-ref-75)
76. Bilag 16 [↑](#footnote-ref-76)
77. Bilag 18 [↑](#footnote-ref-77)
78. Carlsberg. (2023). Annual Report. [↑](#footnote-ref-78)
79. Frovst, Tom. (2024, 11. Januar). Storbank om Carlsberg-aktien: For billig. I: Børsen. [↑](#footnote-ref-79)
80. Schrøder, Casper. (2024). Topdirektørene:: Carlsberg: Jacob på ny territorium [Film]. DR. 90 Bilag 2 [↑](#footnote-ref-80)
81. DCF value. (2024, 13. April). I: Alphaspread. [↑](#footnote-ref-81)
82. Y DCF Growth Exit. (s.d.). I: Finbox. [↑](#footnote-ref-82)
83. Statistik og dataudtræk over korte nettopositioner. (2024, 10. April). I: Finanstilsynet. 94 Bilag 22 [↑](#footnote-ref-83)
84. Vinther Emdal Hay, Peder. Med flere (2017). Virksomhedsøkonomi A. Systime.

    [↑](#footnote-ref-84)
85. Rye, Lars. Med flere (2023). Finansiering C & B. Systime.

    [↑](#footnote-ref-85)