



VESTAS WIND SYSTEMS A/S

En værdiansættelse

AALBORG UNIVERSITET
Afgangsprojekt, HD-R (Aalborg)

Emil Lund Lystbæk
Vejleder: Christian Farø

MAJ 2025

Indholdsfortegnelse

1. Abstract	3
2. Indledning	4
2.1 Problemformulering	5
2.2 Afgrænsning	5
2.3 Metode	6
3. Strategisk analyse	7
3.1 Porters værdikæde	7
3.1.1 Primære aktiviteter	7
3.1.2 Støtteaktiviteter	9
3.1.3 Konklusion - værdikæden	10
3.1.4 Kritik af Porters værdikæde	11
3.2 PESTEL-analyse	11
3.2.1 Politiske forhold	11
3.2.2 Økonomiske forhold	13
3.2.3 Sociokulturelle forhold	14
3.2.4 Teknologiske forhold	15
3.2.5 Miljømæssige forhold	16
3.2.6 Lovgivningsmæssige forhold	17
3.2.7 Konklusion – PESTEL	17
3.2.8 Kritik af PESTEL	18
3.3 Sammenfattende SWOT	18
3.4 Delkonklusion – Strategisk analyse	20
4. Regnskabsanalyse (2021-2024)	20
4.1 Regnskabskvalitet	20
4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse	21
4.1.2 Reformulering af balancen	22
4.1.3 WCR, NLF & NSF	24
4.2 Rentabilitetsanalyse	24
4.2.1 Return on Invested Capital (ROIC)	25
4.2.2 Operating Profit Margin (EBIT%)	25
4.2.3 Capital Turnover	25
4.2.4 Opsamling – ROIC	26
4.2.5 Financial Structure Ratio	26
4.2.6 Financial Cost Ratio	26
4.2.7 Financial Leverage Multiplier	27

4.2.8 Tax Effect Ratio	27
4.2.9 Return on Equity (ROE)	27
5. Budgettering.....	28
5.1 Resultatbudget	28
5.1.1 Bruttoresultat og EBITDA.....	29
5.1.2 EBIT (driftsresultat)	30
5.1.3 Finansielle poster, skat og nettoresultat	31
5.2 Balancebudget.....	32
5.2.1 Anlægsaktiver	32
5.2.2 Arbejdskapital	33
5.2.3 Egenkapital.....	34
5.2.4 Gæld	35
6. Værdiansættelse	36
6.1 Enterprise Value (EV)	36
6.2 Free Cash Flow (FCF)	36
6.3 Estimering af WACC	37
6.3.1 Lånerente og ejernes afkastkrav	38
6.3.2 Beregning af WACC.....	39
6.4 Terminal værdi og Enterprise Value	39
6.5 Equity value	40
7. Konklusion	42
Bibliografi	43

1. Abstract

This thesis investigates the intrinsic value of Vestas Wind Systems A/S as of 31 December 2024 using a comprehensive Discounted Cash Flow (DCF) methodology. This thesis addresses the core problem of whether the market price reflects the company's fundamental worth. The approach consists of three main stages: first, a strategic overview identifies key internal strengths (such as Vestas's technological leadership and global service network) and external opportunities (favorable political support and growing global wind demand), alongside potential weaknesses and threats.

Second, a financial statement analysis reconstructs and evaluates historical accounts (2021–2024) under IFRS, ensuring data consistency. This includes reformulated income statements and balance sheets to compute vital ratios (e.g., ROIC, EBIT margin, and working capital requirements) and assessing accounting quality.

Third, this thesis builds detailed budgets for 2025–2029, extrapolating revenue growth and cost structures based on past trends and strategic insights. These budgets generate projected free cash flows (FCF), which are then discounted to present value using an estimated Weighted Average Cost of Capital (WACC).

The DCF model in the end shows an equity value of approximately EUR 26.8 billion, implying an intrinsic per-share value around EUR 26.5. This thesis compares this to the actual share price at the end of 2024, finding that the market price was substantially lower, suggesting a material undervaluation by investors.

In conclusion, the study provides a robust, data-driven valuation of Vestas, demonstrating a significant gap between its estimated fundamental value and the observed market price. This finding underscores potential market pessimism or risk aversion not captured by the cash flow-based valuation.

2. Indledning

De seneste år har den globale omstilling til vedvarende energi accelereret markant, drevet af både politiske målsætninger, teknologisk udvikling og stigende bevidsthed om klimaforandringer. I dette skift spiller vindenergi en central rolle, og Vestas Wind Systems A/S har etableret sig som en af verdens absolut førende aktører inden for produktion og servicering af vindmøller. Som en del af OMXC25 og med betydelig international eksponering har Vestas ikke blot stor betydning for energimarkedet, men også for investorer og det finansielle marked generelt.

På trods af sin markante position har Vestas gennem de seneste år oplevet betydelige udsving i både indtjening og aktiekurs. En lang række forhold påvirker virksomhedens værdi. Makroøkonomiske faktorer som renteudvikling, inflation og råvarepriser. Geopolitiske forhold såsom subsidier, lovgivning og global klimapolitik samt brancheinterne forhold, herunder tiltagende konkurrence fra især kinesiske producenter. Samtidig er der positive udviklinger i form af stigende efterspørgsel, en voksende serviceforretning med højere stabilitet, og en fortsat udvikling af teknologisk avancerede løsninger. Denne sammensætning af muligheder og risici skaber et komplekst billede, som gør det fagligt relevant at analysere, hvad Vestas reelt er værd – og om aktiemarkedet afspejler denne værdi.

I økonomisk teori og praksis er værdiansættelse en disciplin med stor betydning. For investorer, ledelse og analytikere er det afgørende at forstå, hvad en virksomhed er værd i forhold til dens evne til at generere fremtidige pengestrømme. Den teoretiske værdi af en virksomhed kan estimeres på flere måder, men for denne opgave vil Discounted Cash Flow (DCF)-modellen anvendes. Ved at tage udgangspunkt i virksomhedens frie pengestrømme (FCFF) og diskontere disse med en passende kapitalomkostning (WACC), opnås en værdiansættelse, som bygger på selskabets underliggende indtjeningsevne.

Denne opgave søger at besvare, hvad Vestas Wind Systems A/S er værd pr. 31. december 2024, og hvordan denne værdi sammenligner sig med selskabets markedspris på samme dato.

2.1 Problemformulering

Den centrale problemstilling, som opgaven tager udgangspunkt i er:

Hvordan kan den teoretiske værdi af Vestas Wind Systems A/S pr. 31. december 2024 estimeres ved hjælp af DCF-modellen, og hvordan stemmer denne værdi overens med selskabets aktiekurs på samme dato?

For at kunne besvare dette spørgsmål behandles følgende underliggende aspekter:

- Hvilke strategiske og regnskabsmæssige forhold har væsentlig betydning for Vestas' evne til at skabe fremtidig værdi?
- Hvordan kan virksomhedens fremtidige frie pengestrømme realistisk estimeres?
- Hvilke antagelser ligger til grund for værdiansættelsen, og hvordan kan WACC estimeres realistisk?

Ved at arbejde systematisk med disse spørgsmål er det målet at nå frem til en fagligt funderet vurdering af, hvorvidt Vestas-aktien var under-, over- eller korrekt vurderet pr. 31.12.2024.

2.2 Afgrænsning

Værdiansættelsen omfatter alene Vestas Wind Systems A/S og afrapporteres med reference til regnskabsåret pr. 31. december 2024. Analyserammen er begrænset til brugen af DCF-modellen (Discounted Cash Flow) som eneste værdiansættelsesmetode. Derved beregnes virksomhedens samlede driftsværdi ud fra de frie pengestrømme (FCF), som selskabet forventes at generere, hvorefter netto rentebærende gæld trækkes fra for at nå frem til egenkapitalværdien.

Regnskabsanalysen er baseret på Vestas' officielle årsrapporter for 2021–2024 og behandles i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder (IFRS). I forlængelse heraf er resultatandele fra tilknyttede virksomheder og joint ventures udeladt for at fokusere på driftsaktiviteten.

Den strategiske analyse begrænses til en overordnet vurdering af centrale interne og eksterne faktorer, der påvirker Vestas' værdiskabelse. Dette indebærer, at analysen præsenterer nøgleindsigter fra Porters værdikæde samt PESTEL-rammen og indgår i en samlet SWOT-vurdering, uden at afdække samtlige detaljerede politiske eller teknologiske scenarier.

Budgetteringen omfatter kun perioden 2025–2029, hvorefter terminalværdien beregnes. Valutakursudsving, ekstraordinære regnskabsmæssige forhold efter 2024, samt uforudsete begivenheder uden for analysehorisonten er ikke indregnet i denne opgaves ramme.

2.3 Metode

Da problemformuleringen har en konkret og løsningsorienteret karakter, er der valgt en deduktiv tilgang. Det betyder, at opgaven tager udgangspunkt i etableret teori og modeller, som anvendes til at analysere og belyse virksomhedens strategiske og finansielle forhold med henblik på at estimere en værdi. Tilgangen er således problemorienteret, og analysen følger en struktureret og logisk opbygning fra teori til anvendelse og vurdering.

Der er primært anvendt sekundære data, da Vestas som børsnoteret virksomhed er underlagt omfattende oplysningspligt og offentliggør en lang række finansielle og ikke-finansielle oplysninger i sine årsrapporter og investormaterialer. Regnskabsdata for perioden 2021–2024 er hentet direkte fra selskabets offentliggjorte årsrapporter og udgør kernen i regnskabsanalysen. Derudover inddrages brancheanalyser, pressemeddelelser og artikler som kvalitative datakilder, hvilket giver kontekst og indsigt i eksterne og strategiske forhold.

Opgavens tilgang er overvejende kvantitativ, da den bygger på analyser af finansielle nøgletal, budgetopstillinger og diskonterede pengestrømme. Samtidig suppleres dette med kvalitative analyser i form af strategiske modeller, der bidrager til at vurdere Vestas' forretningsmæssige position og fremtidige muligheder.

PESTEL og Porters værdikæde anvendes til henholdsvis ekstern og intern analyse af Vestas' omgivelser og ressourcer. Disse modeller samles i en SWOT-analyse, som identificerer styrker, svagheder, muligheder og trusler og danner grundlag for budgetforudsætninger.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i en reformulering af resultatopgørelse og balance med henblik på at analysere rentabilitet og kapitalstruktur. På baggrund af analysen udarbejdes et femårigt budget (2025–2029), der skønner fremtidige pengestrømme. Budgettet danner grundlag for en DCF-beregning, hvor virksomhedens værdi beregnes.

3. Strategisk analyse

Som første led i værdiansættelsen af Vestas Wind Systems A/S pr. 31. december 2024 gennemføres en strategisk analyse. Formålet er at vurdere Vestas' interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler. Analysen omfatter først en intern analyse baseret på Porters værdikæde, dernæst en ekstern PESTEL-analyse (Politiske, Økonomiske, Sociokulturelle, Teknologiske, Miljømæssige og Lovgivningsmæssige forhold), og endelig en SWOT-opstilling. Denne strategiske gennemgang skal belyse Vestas' strategiske position og danne grundlag for at vurdere virksomhedens evne til at skabe fremtidig værdi.

3.1 Porters værdikæde

Porters værdikæde-model opdeler en virksomheds aktiviteter i primære og støtteaktiviteter, hvilket giver indsigt i, hvordan værdi skabes og konkurrencemæssige fordele opnås. For Vestas, en global leder inden for vindenergi, er denne analyse central for at forstå virksomhedens operationelle effektivitet og strategiske positionering.

3.1.1 Primære aktiviteter

Vestas er verdens førende producent af vindmøller målt på global rækkevidde (GWEC, 2024). Gennem sine primære værdikædeaktiviteter – fra indkøb og produktion til salg, levering og service – har Vestas opbygget betydelige interne kapabiliteter.

Produktion

Vestas råder over en global produktions- og forsyningskæde med fabrikker og partnere i Europa, Nord- og Sydamerika samt Asien. Denne geografiske spredning øger robustheden og gør Vestas i stand til at betjene markeder på verdensplan. I de senere år har Vestas dog tilpasset produktionskapaciteten ved at lukke/frasælge flere fabrikker i Kina og Indien for at fokusere på vækstmarkeder som USA og Europa. (Vestas, 2025) Vestas har desuden sat øget fokus på modularisering af møllekomponenter for at effektivisere produktionen og reducere omkostninger. Ikke desto mindre har kvalitetsudfordringer på visse møllekomponenter givet anledning til store garantihensættelser (Vestas, 2024). Disse kvalitetsproblemer har svækket Vestas' marginer og understreger behovet for fortsatte forbedringer i fremstillingsprocesserne.

Udgående logistik, installation og service

Vestas' leverings- og projektorganisation sørger for transport, installation og idriftsættelse af møller globalt, ofte i samarbejde med logistikpartnere. Efter idriftsættelsen, træder serviceforretningen til som en central værdiskabende aktivitet.

Ved udgangen af 2024 havde Vestas en service-orderbog på 68,4 mia. EUR, hvilket sikrer fremtidige indtægter (Vestas, 2025). Servicedivisionen er kendetegnet ved høj lønsomhed og bliver stadig vigtigere for Vestas' samlede forretningsmodel. Selvom service er en konkurrencedygtig styrke for Vestas, tilbyder konkurrenter lignende servicepakker til deres egne møller – servicen er værdifuld, men ikke umulig at efterligne for konkurrenter med stor installeret base.

Marketing og salg

Vestas' salgs- og markedsføringsindsats understøttes af et stærkt brand og en global kundebase. I 2024 formåede selskabet fortsat at kapitalisere på en strategi med fokus på værdi frem for volumen ("value over volume"), hvilket resulterede i opretholdelsen af en høj gennemsnitlig salgspris pr. installeret megawatt. Ifølge årsrapporten for 2024 forblev den gennemsnitlige salgspris pr. MW på ca. 1,06 mio. EUR/MW, hvilket er på niveau med 2023 og et tegn på, at Vestas har kunnet fastholde prissætningen i et konkurrencepræget marked (Vestas, 2025).

Ordreindgangen i 2024 udgjorde 19,4 GW, hvilket markerer en yderligere stigning i forhold til året før og bekræfter selskabets stærke kommercielle position. Den samlede ordrebog (backlog) var ved årets udgang op på EUR 68,4 mia., hvilket udgør en betydelig kilde til fremtidig indtjening og cash flow (Vestas, 2025).

Vestas har i 2024 fortsat sin strategiske satsning på offshore-segmentet, der vurderes som en central vækstdriver for virksomheden i de kommende år. Offshore-markedet globalt forventes at vokse til 40–45 GW installeret kapacitet årligt frem mod 2030, drevet af ambitiøse klimamål og støtteordninger i både Europa, USA og Asien (GWEC, 2024).

Dog står Vestas overfor betydeligt konkurrencepres i offshore-markedet, særligt fra Siemens Gamesa, GE Renewable Energy samt kinesiske producenter. Vestas' langsigtede succes i dette segment afhænger derfor af selskabets evne til at levere teknologiske innovationer, opretholde konkurrencedygtige omkostningsstrukturer og eksekvere effektivt på store og komplekse offshore-projekter.

3.1.2 Støtteaktiviteter

Indkøb og forsyningskæde

Vestas har draget læring af de omfattende forsyningskædeforstyrrelser i 2021-22 ved at diversificere sine leverandører og indgå langvarige partnerskaber for kritiske komponenter. Blandt andet har man sikret transportkapacitet via samarbejde med Mærsk og frasolgt non-core aktiviteter (f.eks. salg af datterselskabet KK Wind) for at fokusere på kerneleverandører. Disse tiltag gør Vestas mindre sårbar over for enkeltstående flaskehalse (Vestas, 2025). Indkøbsfunktionen vurderes som værdifuld og godt organiseret, om end ikke unik – konkurrenter kan imitere lignende supply chain-strategier, så fordelene er midlertidige.

Organisation og HR

Vestas' ledelse har konsekvent kommunikeret en klar strategisk retning med fokus på tilbagevenden til profitabilitet og opbygning af en "skalerbar og bæredygtig vindindustri" (Vestas, 2024). Denne strategiske disciplin ser ud til at virke: Efter et underskud i 2022 vendte Vestas tilbage til overskud i 2023, og forbedringen fortsatte i 2024 (Vestas, 2025). Ledelsens beslutning om ingen udbytte i de svære år, efterfulgt af genoptagelse af aktionærudlodning i 2024 (foreslået udbytte DKK 0,55 per aktie), understreger et langsigtet værdiskabelsesfokus (Vestas, 2025).

Vestas' virksomhedskultur er stærkt præget af bæredygtighed og innovation, hvilket er en vigtig del af brandet. Samlet set fremstår flere af Vestas' interne ressourcer og aktiviteter som konkurrencestyrker – især brandet, den globale salgs- og serviceorganisation og innovationsevnen. Dog er der også interne svagheder, bl.a. de nyligt erfarede kvalitetsproblemer og deraf følgende lave marginer i mølleforretningen, som Vestas aktivt arbejder på at forbedre (fx gennem strengere kvalitetskontrol og produktforbedringer).

Teknologiudvikling

Vestas Wind Systems A/S har i perioden op til 2025 styrket sin position som teknologisk frontløber inden for vindenergi gennem målrettede investeringer i forskning og udvikling (R&D). Virksomheden har fokuseret på at udvikle avancerede vindmølleteknologier og bæredygtige løsninger, der understøtter en cirkulær økonomi og reducerer miljøpåvirkningen.

Et centralt initiativ er udviklingen af en kemisk proces, der muliggør genanvendelse af epoxybaserede vindmøllevinger uden behov for ændringer i design eller materialekomposition. Denne teknologi, udviklet i samarbejde med Aarhus Universitet og

Teknologisk Institut, tillader nedbrydning af eksisterende vinger til genanvendelige materialer, hvilket eliminerer behovet for deponering og understøtter Vestas' mål om nul affald i 2040 (Vestas, 2025).

Derudover har Vestas investeret i bæredygtige tårnløsninger gennem samarbejde med Modvion, der udvikler modulære tårne af lamineret finertræ (LVL). Disse tårne tilbyder en klimavenlig alternativ til traditionelle stålkonstruktioner og bidrager til at reducere CO₂-aftrykket i produktionen. (Modvion, 2025)

Vestas' engagement i bæredygtighed og innovation er blevet internationalt anerkendt. I januar 2025 blev virksomheden rangeret som den mest bæredygtige energiløsningsvirksomhed og nummer tre globalt af Corporate Knights Global 100 . Denne anerkendelse afspejler Vestas' kontinuerlige bestræbelser på at integrere bæredygtighed i hele værdikæden og udvikle teknologier, der fremmer en grøn omstilling (Vestas, 2025).

3.1.3 Konklusion - værdikæden

Værdikædeanalysen viser, at Vestas Wind Systems A/S har opbygget en stærk og globalt integreret virksomhed med betydelige interne ressourcer og kompetencer, der bidrager til virksomhedens konkurrenceevne og evne til værdiskabelse. Særligt bemærkelsesværdig er virksomhedens højt specialiserede og globalt tilpassede produktion, en stærk salgs- og serviceorganisation samt en stigende teknologisk og bæredygtig innovationskraft.

Serviceforretningen fremstår som en stabil og højmarginindtægtskilde, der komplementerer den mere volatile projektförretning. Samtidig viser analysen, at Vestas målrettet har styrket sin teknologiske førerposition gennem cirkulære løsninger, partnerskaber og investeringer i produktforbedringer, hvilket bidrager til både omkostningseffektivitet og ESG-profil.

Dog identificeres der også svagheder i værdikæden – herunder tidligere kvalitetsproblemer, som har udløst store garantihensættelser og reduceret marginer. Offshore-forretningen er endnu ikke moden og kræver betydelig kapital og læring, mens konkurrenter stadig er stærkt til stede på flere nøglemarkeder. Samlet set vurderes Vestas' interne værdiskabelse at være på et positivt spor, men afhængig af fortsat fokus på kvalitetsstyring og eksekvering i komplekse vækstområder.

3.1.4 Kritik af Porters værdikæde

Selvom Porters værdikæde er et veletableret og nyttigt redskab til at analysere virksomhedens interne aktiviteter og konkurrencefordele, har modellen også væsentlige begrænsninger i en moderne, global og teknologitung kontekst som Vestas'. For det første er modellen statisk og lineær, hvilket kan være en svaghed i en virksomhed som Vestas, hvor aktiviteter er tæt integreret på tværs af funktioner og kontinenter. Derudover fokuserer modellen primært på værdiskabelse internt i virksomheden, men tager i ringe grad højde for eksterne afhængigheder som partnerskaber, regulering eller kundernes værdikæder – alle afgørende for en systemleverandør som Vestas.

Modellen forudsætter desuden, at virksomheden har fuld kontrol over sine aktiviteter, men Vestas' værdiskabelse er i høj grad afhængig af leverandører, underentreprenører og samarbejdspartnere. Endelig tager Porters model ikke eksplicit højde for bæredygtighed eller cirkularitet, som i stigende grad er centrale værdidimensioner i Vestas' forretningsmodel og branding. Det betyder, at selvom modellen giver en god ramme for at forstå værdiskabelse, bør den suppleres af andre modeller for at give et mere nuanceret billede af værdidriverne.

3.2 PESTEL-analyse

Med 169 GW installeret kapacitet på tværs af 88 lande, har Vestas en global tilstedeværelse, hvilket betyder, at virksomheden påvirkes af en lang række eksterne faktorer på tværs af forskellige markeder. For at forstå det strategiske miljø for Vestas på globalt plan er en PESTEL-analyse relevant. PESTEL-modellen undersøger de Politiske, Økonomiske, Sociokulturelle, Teknologiske, Miljømæssige og Lovgivningsmæssige eksterne faktorer, som kan påvirke virksomheden.

3.2.1 Politiske forhold

Den politiske opbakning til vedvarende energi er generelt høj på verdensplan i disse år. Internationale klimaaftaler og målsætninger – især Paris-aftalen – har forpligtet mange lande til at reducere drivhusgasudledninger og skaber incitament for overgang til vedvarende energikilder som vindkraft. EU's European Green Deal og tilhørende initiativer som REPowerEU-planen, skal accelerere udbygningen af vind- og solenergi for at nå disse mål (International Energy Council, 2025).

Ruslands invasion af Ukraine i 2022 har yderligere intensiveret Europas politiske fokus på energisikkerhed og grønnere energi: Krigen tvang Europa til at fremskynde den grønne omstilling, og alene i 2023 investerede EU-landene ca. EUR 110 mia. i vedvarende energiprojekter (European Investment Bank, 2024). Denne politiske drivkraft gavner Vestas, da vindenergi fremhæves som en løsning på både klimaproblemer og afhængighed af fossile brændstoffer.

I mange af Vestas' kernemarkeder har regeringer indført langsigtede støtteordninger for at fremme investeringer i vindenergi. I USA blev den skattebaserede støtte til vind betydeligt udvidet gennem Inflation Reduction Act (IRA) i 2022, som bl.a. forlænger produktions- og investeringsskattekreditter til vindprojekter over et helt årti (International Energy Council, 2025)

Disse støtteordninger forventes at styrke udbygningen af vindkapacitet i USA i de kommende år, hvilket skaber et mere stabilt investeringsklima for Vestas og andre aktører (International Energy Council, 2025). I Kina har regeringen ligeledes klare politiske målsætninger for vedvarende energi: landets 14. femårsplan (annonceret 2022) indeholder ambitiøse mål for udbygning af vindkraft, hvilket allerede har resulteret i rekordstor årlig kapacitetstilvækst. Også Indien, Latinamerika og andre regioner oplever politisk momentum for vindenergi, bl.a. via auktioner om nye projekter og nationale mål for grøn energi.

Den politiske arena omfatter ikke kun klimavenlige tiltag, men også geopolitiske udfordringer, som indirekte påvirker Vestas. Handelskonflikter og protektionistiske tiltag kan have indflydelse på omkostninger og markedsadgang. For eksempel har USA og EU indført importtold på visse energiteknologier for at beskytte egen industri (International Energy Council, 2025).

EU har udtrykt bekymring over, at kinesiske vindmølleproducenter drager fordel af store statsstøtter og dermed kan tilbyde vindmøller til meget lave priser. Ifølge EU-kommissionen opererer kinesiske producenter under "højt subsidierede vilkår", hvilket giver dem en unfair priskonkurrencefordel. Som reaktion har EU annonceret en European Wind Power Action Plan (præsenteret i oktober 2023) med tiltag for at styrke europæiske vindvirksomheders konkurrenceevne. For Vestas betyder denne drejning, at der politisk arbejdes på at beskytte og fremme hjemlige producenter i Vestas' hovedmarkeder (EU og USA), hvilket potentielt mindsker presset fra kinesiske konkurrenter på disse markeder.

Selvom der globalt er en markant politisk vilje til at støtte vindenergi, kan skiftende politiske vinde stadig udgøre en risiko. Ændringer i regering eller politik kan påvirke støtteniveauet til vedvarende energi. F.eks. oplevede USA under tidligere administrationer forsøg på at rulle støtteordninger tilbage, og lokale myndigheder kan indføre restriktioner på vindprojekter (f.eks. gennem zonelove, se senere). Vestas forudsætter da også, at “det globale geopolitiske miljø ikke ændrer forretningsbetingelserne markant” – dvs. ingen nye større konflikter, forsyningskriser eller drastiske lovændringer – for at kunne realisere sine forventninger (Vestas, 2025).

3.2.2 Økonomiske forhold

Vindmølleindustrien er materialetung, og stigende råvarepriser har betydet markant omkostningspres for Vestas de seneste år. Især prisen på stål, kobber og andre metaller, der indgår i møllerne, steg kraftigt i 2021-2022, bl.a. som følge af global genopretning efter COVID-19 og krigen i Ukraine. Ifølge en dansk aktieanalyse har prisstigninger på råvarer som stål og kobber haft en negativ indvirkning på Vestas’ profitmargin. Udfordringen for Vestas var, at hård konkurrence gjorde det svært at vælte de ekstra omkostninger over på kunderne, hvilket pressede indtjeningen. (Aktietip, 2024)

I 2022 rapporterede Vestas et underskud, hvilket til dels blev tilskrevet de forhøjede omkostninger og forsyningskædeproblemer. Situationen er dog begyndt at vende. Vestas hævede sine salgspriser pr. MW i nye ordrer gennem 2023, og råvare- og fragtpreiser er stabiliseret eller faldet fra deres topniveauer. Vestas forventer således, at stabile råvare- og transportomkostninger i 2025 vil bidrage til forbedret rentabilitet, i modsætning til de foregående års volatilitet (Vestas, 2025).

Denne stabilisering – sammen med færdiggørelsen af gamle ordrer med lav margin – giver grobund for, at Vestas kan genoprette sine marginer over de kommende år

Det globale økonomiske klima påvirker også Vestas. Højere renteniveauer internationalt i 2023-2024 har gjort det dyrere at finansiere store energi-infrastrukturprojekter.

Vindmølleparker er kapitalintensive med lange tilbagebetalingstider, så en stigning i renten hæver kapitalomkostningen og kan gøre nogle projekter mindre økonomisk attraktive eller forsinke investeringsbeslutninger.

Desuden har den generelle økonomiske usikkerhed (f.eks. risiko for recession i visse regioner) potentiale til at påvirke tempoet i nye vindinvesteringer – om end mange projekter drives af langsigtede klimamål mere end konjunkturer. På den positive side kan høje priser på fossil energi også gavne vindsektoren økonomisk: når olie- og gaspriser er høje, bliver vindenergi relativt mere attraktiv økonomisk, hvilket kan øge efterspørgslen fra energiselskaber, der vil diversificere.

Kinesiske producenter har særligt vundet markedsandele på prispress og stor hjemmemarkedsproduktion – i 2023 stod kinesiske firmaer for over halvdelen af alle nye turbiner globalt (International Energy Council, 2025).

For at imødegå konkurrencepresset har Vestas måttet effektivisere og investere i større og mere effektive møller, der kan levere lavere energiomkostning per kWh og dermed forblive attraktive, selv ved lavere salgspriser per MW. Vestas' globale tilstedeværelse er en økonomisk fordel, da selskabet kan betjene markeder med vækst, hvis andre regioner midlertidigt stagnerer. Overordnet set forventes den globale efterspørgsel efter vindenergi at stige betydeligt dette årti, drevet af de politiske mål – IEA forudser næsten en fordobling af årlige onshore vind-installationer frem mod 2030 sammenlignet med 2017-2023-perioden (International Energy Council, 2025).

Dette markedspotentiale er en økonomisk mulighed for Vestas, men gevinsten afhænger af evnen til at levere konkurrencedygtigt i et presset prismiljø.

3.2.3 Sociokulturelle forhold

Sociokulturelle faktorer har i stigende grad været med til at forme energisektoren. Globalt er offentlighedens bevidsthed om klimaforandringer og ønske om bæredygtige løsninger meget høj. En ny international undersøgelse dokumenterer, at 86% af verdens befolkning tilslutter sig klimavenlige sociale normer, og 89% efterlyser mere politisk handling mod klimaforandringer (Phys.org, 2024).

Dette indikerer en overvældende bred støtte til den grønne omstilling i befolkningerne på tværs af lande. I praksis har denne holdningstrend betydet, at der er et stærkt folkeligt mandat i mange lande til at satse på vedvarende energi. Borgere accepterer generelt, at en del af løsningen på klimakrisen er investering i vindmøller og solceller. Virksomheder mærker også presset fra forbrugere og investorer om at tage ansvar for klimaet – f.eks. vælger flere

forbrugere grønne produkter, og investorer strømmer i stigende grad mod ESG-investeringer (miljø, sociale forhold og god ledelse).

For Vestas er dette positivt, da en stærk grøn profil og kerneforretning i vedvarende energi gør selskabet attraktivt for ansvarlige investorer og samarbejdspartnere. Overordnet er vindenergi gået fra at være et nicheemne til at være almindeligt anerkendt og populært: I dag ser flertallet i mange lande vindenergi som en nødvendig del af fremtidens energiforsyning, i kontrast til for ti år siden, hvor tvivl og skepsis var mere udbredt.

Opsummeret nyder Vestas godt af en stærk positiv sociokulturel trend: Klimaforandringer tages alvorligt af befolkninger globalt, hvilket skaber legitimitet og støtte til vindenergi. Omvendt skal virksomheden og branchen som helhed navigere udfordringerne med lokal modstand, som flere steder er blevet en hovedårsag til projektudskydelser. At adressere de sociale aspekter – fra global klimahandling til lokal integration – er dermed afgørende for Vestas' fortsatte vækst.

3.2.4 Teknologiske forhold

Teknologisk innovation udgør en væsentlig drivkraft for Vestas' forretningsmodel og markedsposition, særligt i en branche præget af intens konkurrence og hurtigt skiftende teknologistandarder. I takt med den stigende efterspørgsel på vedvarende energi har markedet bevæget sig mod større, mere effektive og mere pålidelige turbiner, som kan reducere omkostningerne pr. produceret enhed energi. Vestas har i denne udvikling fastholdt sin teknologiske førerposition, både onshore og offshore.

På land er turbinerne i EnVentus-serien – herunder V162-6.2 MW og V172-7.2 MW – blandt branchens mest avancerede og fleksible løsninger, optimeret til forskellige vindforhold og regionale krav. Disse modeller udgør en væsentlig del af selskabets pipeline og har bidraget til en høj udnyttelsesgrad af nye projekter (Vestas, 2025).

Offshore-segmentet har ligeledes set betydelige fremskridt. Vestas' V236-15.0 MW mølle, som nu er under prototype-test og tæt på kommerciel udrulning, markerer en af de største teknologiske investeringer i selskabets historie. Møllen har en rotordiameter på 236 meter og en forventet energiproduktion på op til 80 GWh om året pr. enhed – hvilket svarer til elforbruget i over 20.000 europæiske husstande (Vestas, 2025).

Teknologiske fremskridt udgør et centralt konkurrenceparameter for Vestas.

Innovationskapaciteten muliggør lavere enhedsomkostninger, øget produktionseffektivitet og differentiering i forhold til lavpriskonkurrenter fra f.eks. Kina.

3.2.5 Miljømæssige forhold

Den måske mest væsentlige miljøfaktor for Vestas er selve klimakrisen, som er den underliggende årsag til den politiske og markedsmæssige støtte, vindsektoren nyder. Den videnskabelige konsensus om nødvendigheden af at reducere CO₂-udledninger har sat fart på efterspørgslen efter vindenergi globalt. Paradoksalt nok er klimaforandringer både en trussel og en mulighed for Vestas. Trussel på lang sigt, hvis de ikke imødegås (da ukontrollerede klimaændringer vil have katastrofale følger for samfund og økonomi), men en massiv mulighed nu, da næsten alle større økonomier investerer i vedvarende energi som løsning.

Vestas opererer inden for rammerne af omfattende miljømæssige reguleringer i forskellige lande. På globalt plan er der stigende lovkrav til miljø- og klimahensyn i store projekter. For vindprojekter betyder det typisk, at der kræves miljøkonsekvensvurderinger inden godkendelse – her vurderes påvirkning på fauna, flora, støjniveauer, landskab mv. Strengere miljøkrav kan forsinke eller komplicere udviklingen af vindparker.

Et voksende tema i vind industrien er håndtering af udtjente vindmøller, da mange kasserede vindmøllevinger tidligere endte i deponi. Der er politisk og offentlig forventning om, at vindindustrien løser dette affaldsproblem.

Vestas har reageret proaktivt: I oktober 2021 lancerede Vestas en "Circularity Roadmap" med en række konkrete mål for at opnå zero-waste turbiner. Selskabet forpligter sig til, at alle turbiner skal kunne genanvendes 100% i 2040, og som milepæl skal alle rotorblade være 100% genanvendelige i 2030 (Vestas, 2025). Dette er en banebrydende målsætning i branchen og indebærer udvikling af nye materialer og processer.

Overordnet nyder Vestas godt af at være i en miljøvenlig sektor, idet vindenergi i sig selv er en miljøløsning. Hver produceret MWh vindenergi bidrager til at reducere globale emissioner markant, hvilket udgør Vestas' største positive aftryk. Dog er der stigende forventninger om, at selve vindmølleproduktionen og -driften også bliver mere bæredygtig: Vestas skal fortsat reducere sin egen CO₂-udledning (fx ved at skifte til grønne energikilder i produktionen, elektrificere transport, osv.) og sikre cirkulære principper. I januar 2025 blev Vestas faktisk

anerkendt som verdens mest bæredygtige energiløsning-virksomhed (#3 mest bæredygtige virksomhed på tværs af alle sektorer) af Corporate Knights' Global 100-indeks (Vestas, 2025).

Dette afspejler, at Vestas – måske mere end nogen konkurrent – har integreret miljømæssig bæredygtighed i sin strategi, hvilket også styrker brandet over for kunder og investorer

3.2.6 Lovgivningsmæssige forhold

Den lovgivningsmæssige ramme for vindenergi er tæt forbundet med de politiske prioriteringer, men det omfatter specifikke love, regulativer og standarder. Mange lande har nationale vedvarende energilove eller -handlingsplaner, som definerer hvor meget vindenergi der skal integreres. For eksempel har EU med det reviderede Vedvarende Energi Direktiv i 2023 juridisk bindende mål for andelen af vedvarende energi (Europa-Kommisionen, n.d.). Disse love skaber forudsigelighed og markedsgaranti for Vestas, da de sikrer en vis efterspørgsel.

3.2.7 Konklusion – PESTEL

PESTEL-analysen viser, at Vestas opererer i et overvejende gunstigt eksternt miljø, hvor flere makrofaktorer understøtter virksomhedens vækstpotentiale. Politisk ses en historisk stærk opbakning til vedvarende energi – både i form af lovgivning, statsstøtte og målrettede planer i EU, USA og Kina – hvilket skaber strukturel efterspørgsel efter Vestas' løsninger. Økonomisk er markedet præget af faldende råvarepriser og stabiliserede fragtomkostninger, hvilket forbedrer marginerne, mens høje renter og priskonkurrence fortsat udgør risici. Sociokulturelt nyder vindenergi bred folkelig og kommerciel opbakning, men lokal modstand mod møller kan udskyde projekter og kræver aktiv håndtering. Teknologisk fremstår Vestas som frontløber med avancerede møller og cirkulære løsninger, hvilket styrker differentieringen. Miljømæssigt matcher virksomhedens kerneforretning den globale grønne dagsorden, og Vestas' egen indsats for zero-waste og lavere CO₂-aftryk positionerer selskabet stærkt. Lovgivningsmæssigt er sektoren kompleks, men præget af stigende klarhed og bindende klimamål, som giver langsigtet stabilitet.

Samlet set bekræfter analysen, at de eksterne forhold – med visse forbehold – i høj grad understøtter Vestas' strategi og fremtidige vækstforventninger. Denne vurdering danner et

centralt grundlag for de forudsætninger, der opstilles i budgetteringen og i sidste ende for værdiansættelsen.

3.2.8 Kritik af PESTEL

PESTEL-modellen er et nyttigt rammeværktøj til at systematisere eksterne faktorer, der kan påvirke en virksomhed som Vestas. Dens brede kategorier sikrer, at både politiske, økonomiske, sociale og miljømæssige aspekter bliver overvejet – hvilket er særligt relevant i en global og reguleret industri som vindenergi. Modellen egner sig godt til at give overblik og afdække trends, risici og muligheder i det strategiske eksterne miljø.

Alligevel rummer modellen flere begrænsninger. For det første er den beskrivende og ikke prioriterende – den hjælper med at identificere forhold, men siger ikke noget om deres relative betydning eller indbyrdes sammenhæng. For det andet er modellen statisk og giver ikke et dynamisk billede af, hvordan eksterne faktorer kan udvikle sig over tid eller interagere (fx hvordan politisk støtte kan afhænge af sociokulturel accept). Endelig mangler der en direkte kobling til finansielle konsekvenser – PESTEL forklarer ikke i sig selv, hvordan forholdene påvirker værdiansættelsen, hvorfor den bør anvendes i samspil med modeller som SWOT eller scenarieanalyse.

3.3 Sammenfattende SWOT

En SWOT-analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) anvendes her til at samle de væsentligste strategiske indsigter fra den interne analyse (værdikæden) og eksterne analyse (PESTEL). Analysen danner grundlag for vurdering af Vestas' strategiske position og forventninger til fremtidig værdiskabelse.

Samlet set står Vestas stærkt med en global platform, teknologiske kompetencer og en strategi, der flugter med den grønne omstilling. Virksomheden nyder godt af stærke eksterne trends og har internt opbygget en differentieret position – særligt via servicemodellen og innovationskapacitet. Dog må virksomheden fortsat håndtere operationelle udfordringer, konkurrencepres og projekтусikkerhed, som kan påvirke indtjening og risikoprofil. SWOT-analysen underbygger, at Vestas har et attraktivt vækstpotentiale, men at dette afhænger af evnen til at eksekvere effektivt i en kompleks og konkurrencepræget sektor.

Styrker • Globalt markedsledende position med stærkt brand og tilstedeværelse i 88 lande • Højtudviklet og profitabel serviceforretning med tilbagevendende indtægter og høj margin • Teknologisk førerposition med banebrydende løsninger (fx V236-15.0 MW og cirkulære materialeteknologier) • Strategisk fokus på bæredygtighed, der styrker differentiering og tiltrækker ESG-investorer	Svagheder • Tidligere kvalitetsproblemer med vindmølleteknologi har givet store garantihensættelser og skadet marginer • Offshore-forretningen er endnu ikke profitabel og kræver høje investeringer samt organisatorisk læring • Vestas er sårbar over for forsyningskædeforstyrrelser og har begrænset kontrol med visse leverandører • Lav operationel margin i kerneforretningen (Power Solutions), som trækker ROIC ned i svage år
Muligheder • Markant politisk og finansiel støtte til vindenergi globalt, herunder EU's Green Deal og US Inflation Reduction Act • Eksponentiel vækst i offshore-markedet frem mod 2030 (40 GW/år forventet) • Øget efterspørgsel fra virksomheder, der indgår grønne PPA'er for at opnå klimamål • Første-mover-fordel inden for cirkulær vindmølleteknologi og bæredygtig produktudvikling	Trusler • Skarp global priskonkurrence, særligt fra statsstøttede kinesiske producenter • Lokalsamfundsmodstand og juridiske barrierer kan forsinke eller forhindre vindprojekte • Stigende kapitalomkostninger (højere renter) kan presse økonomien i store vindparker • Geopolitiske risici og handelsbarrierer kan forstyrre leverancer og markedsadgang

*Figur 1 SWOT-opstilling
Egen tilvirkning*

3.4 Delkonklusion – Strategisk analyse

Den samlede strategiske analyse viser, at Vestas Wind Systems A/S opererer i et gunstigt og værdiskabende eksternt miljø, understøttet af politisk opbakning, global efterspørgsel og teknologisk udvikling. Internt råder virksomheden over stærke kapabiliteter inden for innovation, global salgs- og serviceorganisation samt en solid bæredygtighedsprofil. Samtidig peger analysen på operationelle svagheder – bl.a. tidligere kvalitetsproblemer og lav margin i dele af kerneforretningen – samt trusler fra stigende konkurrence og lokal modstand.

Det strategiske billede er derfor komplekst, men overvejende positivt. De stærke politiske og markedsmæssige drivkræfter samt Vestas' teknologiske og kommercielle position skaber et solidt grundlag for fremtidig vækst og forbedret lønsomhed. Disse forhold danner udgangspunkt for de forudsætninger, der i næste afsnit indgår i den regnskabsmæssige analyse og efterfølgende budgettering.

4. Regnskabsanalyse (2021-2024)

Efter den strategiske analyse, som har afdækket de kvalitative forhold omkring Vestas' konkurrenceposition og vækstpotentiale, fokuseres der i dette afsnit på virksomhedens økonomiske præstation i perioden 2021–2024. Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere selskabets evne til at generere afkast på investeret kapital samt analysere rentabilitet, kapitalstruktur og regnskabskvalitet. Analysen danner grundlag for budgetopstillingerne i næste afsnit og for den efterfølgende værdiansættelse.

4.1 Regnskabskvalitet

Ved vurderingen af regnskabskvaliteten i forbindelse med analysen af Vestas Wind Systems A/S i perioden 2021–2024 er det først og fremmest konstateret, at selskabet som børsnoteret koncern er underlagt kravene i årsregnskabslovens regnskabsklasse D og derfor aflægger regnskab i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS).

Det er desuden påset, at Vestas' årsrapporter for hele analyseperioden er revideret af PwC, og at samtlige revisionserklæringer er uden forbehold. Det indikerer, at der ikke foreligger væsentlig usikkerhed omkring den regnskabsmæssige pålidelighed, og at den eksterne kontrolfunktion vurderes betryggende.

Der er desuden iagttaget regnskabstekniske justeringer i sammenligningstallene for 2021, hvilket er fremgået af de opdaterede oplysninger i årsrapporterne for 2022 og 2023. For at sikre konsistens i analysens datagrundlag og sammenlignelighed på tværs af årene, anvendes de korrigerede og opdaterede tal for 2021 i nærværende analyse.

Samlet vurderes regnskabskvaliteten i Vestas' årsrapporter som høj. Der er tale om et selskab, der er underlagt omfattende regulering og kontrol, og hvor aflæggelsen af årsregnskaber sker i henhold til anerkendte internationale standarder og med en høj grad af gennemsigtighed. Dette skaber et solidt grundlag for at foretage en regnskabsanalyse med udgangspunkt i pålidelige og retvisende informationer.

4.1.1 Reformulering af resultatopgørelse

For at muliggøre en mere præcis analyse af Vestas' driftsøkonomi og pengestrømsgenerering er der udarbejdet en reformuleret resultatopgørelse for perioden 2021–2024. Formålet er at tydeliggøre EBITDA og afgrænse resultatopgørelsen til driftsrelaterede aktiviteter.

I de officielle årsrapporter indgår afskrivninger som en integreret del af forskellige omkostningskategorier såsom vareforbrug, udvikling, administration og distribution, og fremgår derfor ikke som en særskilt post. Da EBITDA (driftsresultat før renter, skat og afskrivninger) ikke direkte rapporteres af Vestas, er der i reformuleringen indsat en teknisk tilbageførsel af afskrivninger før EBIT og efterfølgende en særskilt afskrivningspost. Denne metode sikrer transparens i forhold til driftsindtjeningen og skaber et bedre udgangspunkt for sammenligning over tid og mellem virksomheder.

Endvidere er resultatandele fra joint ventures og associerede selskaber udeladt fra reformuleringen, i overensstemmelse med opgavens afgrænsning. Alle anvendte data er baseret på de offentliggjorte årsrapporter fra Vestas for 2021 til 2024 og anvendes i overensstemmelse med IFRS-praksis og finansiell analysetradition.

Den reformulerede opgørelse danner grundlag for beregningen af centrale nøgletal som EBITDA-margin, ROIC og rentabilitet, og indgår derfor som en integreret del af regnskabsanalysen i denne opgave.

	2021	2022	2023	2024
Resultatopgørelse - mEUR				
Omsætning	15.587	14.486	15.382	17.295
Produktionsomkostninger	-14.031	-14.368	-14.099	-15.238
Dækningsbidrag	1.556	118	1.283	2.057
Udviklingsomkostninger	-389	-457	-371	-380
Distributionsomkostninger	-371	-462	-452	-535
Administrationsomkostninger	-368	-351	-424	-403
Salg af teknologi	0	0	147	0
Særlige poster	-139	-444	61	53
Tilbageførsel af afskrivninger	695	958	741	878
EBITDA	984	-638	985	1.670
Afskrivninger, nedskrivninger og amortise	-695	-958	-741	-878
EBIT	289	-1.596	244	792
Finansielle indtægter	21	52	210	163
Finansielle omkostninger	-122	-162	-374	-249
Resultat før skat	188	-1.706	80	706
Skat	-81	124	-24	-211
Årets resultat	107	-1.582	56	495

Figur 2 – Omformuleret resultatopgørelse
Egen tilvirkning baseret på Vestas's årsrapport

4.1.2 Reformulering af balancen

Der er samtidig også udarbejdet et reformuleret balanceark (managerial balance sheet) for perioden 2021–2024. Målet med denne opstilling er at isolere den del af balancen, der direkte vedrører virksomhedens driftsmæssige aktiviteter, og dermed sikre et retvisende grundlag for vurderingen af selskabets investerede kapital.

Den investerede kapital består i denne sammenhæng af to hovedelementer:

- Netto driftsaktiver (Net Fixed Assets), som omfatter de immaterielle og materielle anlægsaktiver, der er nødvendige for den daglige drift og produktion.

- Nettoarbejdskapital (Working Capital Requirement), som beregnes som forskellen mellem driftsrelaterede tilgodehavender og varelagre på den ene side og driftsrelaterede kortfristede forpligtelser på den anden.

I opgørelsen er der foretaget frasortering af poster, der ikke har direkte forretningsmæssig relevans, herunder kontantbeholdninger, investeringer i joint ventures, finansielle investeringer og udskudte skatteaktiver. Der er ligeledes korrigeret for forpligtelser, som ikke vedrører driften, for at fokusere på kapital, som er aktivt bundet i virksomhedens værdiskabende processer.

Managerial Balance Sheet mEUR	2021	2022	2023	2024
Cash and cash equivalents	2.420	2.378	3.318	3.817
+Debitorer (Trade receivables)	1.531	1.820	1.305	1.719
+Contract assets	1.227	1.399	1.777	2.127
+Contract costs	690	753	505	526
+Lager	5.673	6.273	6.530	6.008
+Andre tilgodehavender	1.105	1.221	1.274	1.518
-Contract liabilities	-6.180	-6.937	-7.995	-8.997
-Varekreditorer	-4.286	-4.089	-3.738	-4.129
-Andre kortfristede forpligtelser	-809	-1.349	-1.165	-1.069
= Working Capital Requirement (WCR)	-1.049	-1.349	-1.507	-2.297
Immaterielle anlægsaktiver	3.062	3.065	3.203	3.385
+Materielle anlægsaktiver og driftsmidler	2.091	1.752	1.911	2.353
= Net Fixed assets (NFA)	5.153	4.817	5.114	5.738
= Invested Capital (WCR + NFA)	4.104	3.468	3.607	3.441
Langfristet rentebærende gæld	2.179	928	3.224	3.071
+Kortfristet rentebærende gæld	704	248	163	200
= rentebærende gæld i alt	2.883	1.176	3.387	3.271
+Egenkapital	4.697	3.060	3.027	3.542
-Likvider	-2.420	-2.378	-3.318	-3.817
= Kapital til rådighed (Capital Employed)	5.160	1.858	3.096	3.013

Figur 3 – Managerial Balance Sheet
Egen tilvirkning baseret på Vestas's årsrapporter

Analysen viser, at den investerede kapital faldt markant fra 2021 til 2022 – fra ca. EUR 4,1 mia. til 3,5 mia. – hvilket hovedsageligt skyldes et fald i de materielle aktiver og stigende driftsforpligtelser. I 2023 og 2024 steg investeret kapital igen til hhv. EUR 3,6 mia. og 3,4 mia., i takt med at Vestas genopbyggede kapacitet og lagre i forbindelse med stigende efterspørgsel.

Samtidig viser opgørelsen, at kapitalgrundlaget er dækket dels af egenkapital, dels af rentebærende gæld, med fradrag af overskydende likviditet. Det giver et præcist billede af den kapital, der reelt er i spil i den operationelle forretning

4.1.3 WCR, NLF & NSF

Et vigtigt element i vurderingen af Vestas' kapitalstruktur er forholdet mellem arbejdskapitalbehovet (Working Capital Requirement – WCR), netto langfristet finansiering (Net Long-Term Financing – NLF) og netto kortfristet finansiering (Net Short-Term Financing – NSF).

I analyseperioden 2021–2024 har Vestas haft en negativ WCR, hvilket betyder, at virksomheden netto har modtaget likviditet fra sine kunder og leverandører. Denne situation opstår, når driftsrelaterede forpligtelser overstiger driftsaktiver – f.eks. via høje forudbetalinger fra kunder eller lange betalingsfrister til leverandører – og det reducerer behovet for kapitalbinding.

Denne negative WCR muliggør, at en større andel af aktiverne kan finansieres gennem kortfristede ikke-rentebærende kilder. Det efterlader et lavere behov for enten langfristet (NLF) eller kortfristet (NSF) ekstern finansiering, hvilket har været en fordel for Vestas, særligt i perioder med lav rentabilitet. Det betyder også, at en større andel af virksomhedens investerede kapital kan opretholdes uden at skulle udvides med dyr gæld eller ny egenkapital.

Overordnet set bidrager dette forhold positivt til Vestas' kapitaleffektivitet og ROIC, da virksomheden effektivt udnytter sin balance til at understøtte driften med lavere finansielt pres.

4.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen har til formål at vurdere, hvor effektivt Vestas har været til at generere afkast af den kapital, der er investeret i virksomheden. Analysen inddrager centrale nøgletal

som ROIC, ROE, EBIT-margin og kapitalomsætningshastighed og bidrager til at give et samlet billede af selskabets økonomiske performance i perioden 2021–2024.

4.2.1 Return on Invested Capital (ROIC)

Return on Invested Capital (ROIC) måler, hvor effektivt Vestas genererer driftsmæssigt afkast i forhold til den investerede kapital. ROIC beregnes som produktet af overskudsgraden (EBIT-margin) og kapitalomsætningshastigheden (Capital Turnover), og den giver dermed et overblik over både indtjeningskraft og kapitaleffektivitet.

4.2.2 Operating Profit Margin (EBIT%)

Overskudsgraden (EBIT%) viser forholdet mellem driftsresultatet (EBIT) og omsætningen og angiver, hvor stor en andel af indtægterne der bliver til overskud efter produktionsomkostninger, distributionsudgifter, administration, afskrivninger og særlige poster.

I perioden 2021–2024 har Vestas' EBIT-margin udviklet sig markant: I 2021 lå marginen på ca. 1,9 %, hvorefter den faldt til –11,0 % i 2022 som følge af høje garantihensættelser, inflation og engangsnedskrivninger. I 2023 vendte marginen tilbage til et positivt niveau på 1,6 %, og i 2024 blev den forbedret yderligere til 4,6 %, i takt med at Vestas opnåede større stordriftsfordele, reducerede omkostningspresset og realiserede effektiviseringer i forsyningskæden.

Denne udvikling afspejler en forretningsmæssig turnaround, men også en vis sårbarhed over for eksterne forhold som inflationsniveau, råvarepriser og produktionskompleksitet.

4.2.3 Capital Turnover

Kapitalomsætningshastigheden viser, hvor effektivt Vestas omsætter den investerede kapital til omsætning, og beregnes som omsætning divideret med investeret kapital. Nøgletallet har i analyseperioden været forholdsvis stabilt og bevæget sig omkring 2,4–2,5, hvilket indikerer, at virksomheden genererer ca. 2,5 EUR i omsætning for hver EUR, der er investeret i driftsaktiver.

Dette stabile niveau tyder på, at kapitalforbruget er under kontrol, og at de større anlægsinvesteringer i f.eks. offshore-teknologi og produktionsudvidelser har været balanceret af forbedret arbejdskapitalstyring og forudbetalinger fra kunder.

4.2.4 Opsamling – ROIC

Multiplikationen af EBIT-margin og kapitalomsætningshastighed giver følgende ROIC-udvikling:

2021: ROIC ca. 4,6 %

2022: ROIC ca. -11,0 %

2023: ROIC ca. 3,9 %

2024: ROIC ca. 11,0 %

Udviklingen viser et V-formet forløb, hvor 2022 var bundpunktet. Herefter har Vestas formået at løfte rentabiliteten betragteligt gennem forbedret driftsresultat, mens kapitalomsætningshastigheden har fungeret som en stabiliserende faktor. Den stigende ROIC i 2023 og 2024 vidner om, at Vestas igen skaber værdi over sit estimerede kapitalomkostningsniveau.

4.2.5 Financial Structure Ratio

Financial Structure Ratio måler forholdet mellem investeret kapital og egenkapital. For Vestas har nøgletallet varieret betydeligt: I 2022 steg det markant pga. lav egenkapital efter underskud og fald i aktiver, mens det i 2023 og 2024 faldt igen i takt med forbedret indtjening og øget egenkapital. I 2024 var ratioen ca. 1,8, hvilket tyder på en moderat grad af gældsfinansiering.

4.2.6 Financial Cost Ratio

Financial Cost Ratio måler effekten af finansielle omkostninger og beregnes som forholdet mellem EBT og EBIT. Et fald i denne ratio indikerer, at finansielle omkostninger trækker mere fra i resultatet. For Vestas var nøgletallet i 2022 markant lavt (negativt), men forbedredes i 2023 og 2024, hvor finansielle poster blev bedre kontrolleret.

4.2.7 Financial Leverage Multiplier

Financial Leverage Multiplier måler den finansielle gearing og opgøres som produktet af Financial Structure Ratio og Financial Cost Ratio. Det viser, hvor stor en del af afkastet på den investerede kapital der bliver forstærket eller svækket gennem finansiering og rentebetalinger.

Vestas' finansielle gearing har haft lav forstærkende effekt i perioden, særligt i 2022, hvor underskud og høj rente gav negativ påvirkning. I 2024 er den finansielle gearing moderat og understøtter egenkapitalforrentningen uden at tilføre væsentlig risiko.

4.2.8 Tax Effect Ratio

Tax Effect Ratio viser forholdet mellem resultat før skat (EBT) og resultat efter skat (EAT) og reflekterer dermed virksomhedens skattebelastning. I perioden har nøgletallet varieret som følge af både reelle skatteudgifter og regnskabstekniske effekter som udskudte skatteaktiver og tidligere underskud. I 2022 blev nøgletallet forvrænget af negativt resultat, men i 2024 lå det omkring 0,70, svarende til en effektiv skat på ca. 30 %.

4.2.9 Return on Equity (ROE)

Egenkapitalforrentningen (ROE) viser det samlede afkast på ejernes investering og opgøres som produktet af ROIC, Financial Leverage Multiplier og Tax Effect Ratio eller alternativt som EAT i forhold til egenkapital.

Vestas' ROE i analyseperioden har været stærkt påvirket af udviklingen i resultatet. I 2022 var ROE markant negativ som følge af det store underskud, men vendte tilbage til 2,6 % i 2023 og steg til ca. 14 % i 2024.

Denne udvikling afspejler både forbedringer i driften og et sundere forhold mellem egenkapital og finansiering. ROE-niveauet i 2024 nærmer sig igen det niveau, der anses for attraktivt for investorer.

5. Budgettering

Vestas Wind Systems A/S står som en af verdens førende vindmølleproducenter, og budgetperioden 2025–2029 tager udgangspunkt i selskabets strategiske position, historiske udvikling og de seneste udmeldinger fra årsrapport 2024 samt investorpræsentationer. Efter en udfordrende tid med underskud i 2022 og kun marginal profit i 2023 (EBIT-margin på ca. 1,5 %), genvandt Vestas lønsomheden i 2024 med en EBIT-margin på 4,3 % (Vestas, 2025). Dette markerer et vendepunkt og skaber et solidt fundament for de kommende års budget. I det følgende gennemgås det udarbejdede resultatbudgettet for 2025–2029 samt balancebudgettet for samme periode.

5.1 Resultatbudget

Vestas' omsætning forventes at stige støt gennem perioden 2025–2029 i lyset af selskabets rekordhøje ordrebook og stærke markedsposition. Ved udgangen af 2024 var den kombinerede ordrebeholdning (vindmøller + service) oppe på EUR 68,4 mia. - et historisk højt niveau, der giver et solidt grundlag for fremtidig salgsvækst. (Vestas, 2025)

Samtidig havde Vestas i 2024 et rekordstort ordreindtag på 17 GW til en værdi af ca. EUR 19 mia., understøttet af højere gennemsnitlige salgspriser og momentum i både onshore- og offshore-markedet. Med denne efterspørgsel i ryggen budgetteres der med, at omsætningen vokser med et højt ensifret til tocifret vækstrater årligt i perioden. Væksten antages størst i de tidlige år (drevet af eksekvering af den store ordresreserve) og aftager lidt mod slutningen af perioden, i takt med at forretningen bliver større. Overordnet forventes Vestas at vokse hurtigere end det globale vindmarked og konsolidere sin position som markedsleder, i tråd med virksomhedens ambition om at vinde markedsandele. Der forudsættes desuden et relativt stabilt makro- og branchemiljø uden uforudsete forstyrrelser, så ordrerne kan konverteres til omsætning planmæssigt (Vestas, 2025).

	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Resultatopgørelse - mEUR						
Omsætning	17.295	18.419	19.524	20.598	21.628	22601
Produktionsomkostninger	-15.238	-16.000	-16.720	-17.389	-17.998	-18538
Dækningsbidrag	2.057	2.419	2.804	3.209	3.630	4.063
Udviklingsomkostninger	-389	-397	-413	-429	-444	-460
Distributionsomkostninger	-371	-559	-581	-603	-624	-646
Administrationsomkostninger	-368	-417	-430	-443	-456	-470
Salg af teknologi	0	0	0	0	0	0
Særlige poster	-139	56	59	62	65	68
Tilbageførsel af afskrivninger	695	931	982	1.031	1.083	1137
EBITDA	1.485	2.033	2.421	2.827	3.254	3.692
Afskrivninger, nedskrivninger og amortise	-695	-931	-982	-1.031	-1.083	-1.137
EBIT	790	1.102	1.439	1.796	2.171	2.555
EBIT margin	4,57%	5,98%	7,37%	8,72%	10,04%	11,30%
Finansielle indtægter	21	173	183	192	202	212
Finansielle omkostninger	-122	-239	-229	-222	-215	-209
Resultat før skat	689	1.036	1.393	1.766	2.158	2.558
Skat	-81	-228	-306	-389	-475	-563
Årets resultat	608	808	1.087	1.378	1.683	1.995
Overskudsgrad	3,52%	4,39%	5,57%	6,69%	7,78%	8,83%

Figur 4 – Resultatbudget 2025-2029
Egen tilvirkning

5.1.1 Bruttoresultat og EBITDA

Bruttoresultatet ventes at forbedres markant over budgetperioden, parallelt med omsætningens vækst og effektiviseringer i produktionen. Vestas har meldt ud, at stabilisering af råvare- og transportomkostninger samt afslutning af lav-margin projekter fra tidligere år vil understøtte en højere profitabilitet fra 2025 (Vestas, 2024).

Disse forudsætninger indarbejdes ved at antage en gradvis stigende bruttoavanceprocent år for år. Den høje gennemsnitlige salgpris på nylige ordrer indikerer, at Vestas har haft succes med “value over volume”-strategien, altså at prioritere pris/margin frem for blot volumen (Vestas, 2025). Det betyder, at nye leverancer bidrager med bedre dækningsgrader end tidligere. Samtidig giver stigende produktionsvolumen en bedre udnyttelse af kapaciteten, hvilket alt andet lige øger bruttofortjenesten relativt til omsætningen.

Yderligere forventes serviceforretningen – der typisk har højere margin – at vokse og bidrage positivt; alene i 2025 forventes service-segmentet at levere ca. EUR 700 mio. i EBIT, hvilket vidner om serviceforretningens betydning for den samlede profitabilitet. Samlet set medfører disse faktorer, at EBITDA styrkes betydeligt i perioden (Vestas, 2025).

EBITDA-marginen forbedres år for år, idet omkostningsbasen effektiviseres og stordriftsfordele realiseres – en udvikling der understøttes af Vestas' interne initiativer fokuseret på kvalitet, omkostningsstyring og effektivitet. For eksempel indgår tiltag for højere projektprofitabilitet, øget onshore volumen, genopretning af service-marginer samt offshore skalafordele som centrale drivkræfter i Vestas' plan for at genskabe tocifret profitabilitet (Vestas, 2025).

5.1.2 EBIT (driftsresultat)

Selvom af- og nedskrivninger også stiger i perioden, forventes Vestas' EBIT at udvise kraftig fremgang fra 2025 til 2029. Vestas har selv indikeret et betydeligt “step-up” i afskrivninger fra 2025 relateret til introduktionen af den nye V236-15 MW platform (Vestas, 2024). Dette er indregnet ved at hæve afskrivningsniveauet i budgettet fra 2025 og frem, i takt med at store investeringer tages i brug. Trods højere afskrivninger løftes EBIT-marginen gradvist gennem perioden som følge af den førnævnte forbedrede bruttofortjeneste og stram omkostningsstyring.

I 2024 opnåede Vestas en EBIT-margin på 4,3 %, og for 2025 lyder det officielle guidance på en EBIT-margin før særlige poster i intervallet 4–7 % (Vestas, 2025). I budgettet antages 2025 at lande midt i dette interval (omkring 5–6 % EBIT-margin) som udgangspunkt. Herefter forudsættes en årlig stigning i EBIT-marginen på et par procentpoint, således at Vestas ved udgangen af 2029 nærmer sig tocifret EBIT-margin. Denne forudsætning er i overensstemmelse med Vestas' langsigtede finansielle ambition om mindst 10 % EBIT-margin (Vestas, 2025).

Frem mod 2029 antages det således, at Vestas gennemfører sin plan om at forbedre projektindtjening, kvalitetsomkostninger og serviceprofitabilitet samt få offshore-forretningen op på niveau med onshore, hvilket alt sammen vil drive EBIT-marginen op over årene. Konkret betyder det, at driftsresultatet øges betydeligt år for år, i takt med at både omsætning og margin vokser. Der indregnes ingen store ekstraordinære poster eller “one-offs” i

resultatopgørelsen i denne periode, idet forbedringerne betragtes som et resultat af kontinuerlige effektiviseringer og markedsmæssige forhold snarere end engangshændelser.

5.1.3 Finansielle poster, skat og nettoresultat

De finansielle poster forventes at påvirke resultatet i begrænset omfang gennem budgetperioden. Vestas' kapitalstruktur ved indgangen til 2025 er robust med en relativt lav nettogæld – faktisk havde selskabet en mindre netto likviditet ved udgangen af 1. kvartal 2025 (Investering.com, 2025). Derfor antages renteomkostningerne på eventuelle lån at være beskedne.

I starten af perioden kan finansielle poster netto udgøre en lille omkostning, da Vestas muligvis trækker på kreditfaciliteter for at finansiere vækst (jf. balancebudgettet i næste afsnit), men i takt med at overskuddene stiger, forventes selskabet at opbygge en likviditetsreserve. Dermed vil renteindtægter potentielt opveje renteudgifter mod slutningen af perioden, hvilket gør netto finansielle poster neutrale eller endda svagt positive i 2029.

Omkostninger til skat i resultatopgørelsen stiger naturligt med indtjeningen. I prognosen anvendes en normal effektiv skattesats på ca. 22 %, svarende til det danske selskabsskattesatsniveau, da Vestas opererer globalt men har hovedsæde i Danmark. Det forudsættes, at skatemæssige underskud fra 2022 (hvor et stort tab blev indregnet) i vid udstrækning er brugt op i 2023–24, således at Vestas fra 2025 betaler fuld skat af det stigende resultat. Samlet set medfører ovenstående udvikling, at nettoresultatet forbedres markant gennem perioden. Efter et relativt beskedent overskud i 2024, hvoraf 15 % blev udbetalt som udbytte til aktionærerne (Vestas, 2025), forventes nettoresultatet at vokse kraftigt hvert år.

Marginalerne på bundlinjen udvides i takt med EBIT-marginen – nettooverskudsgraden antages at gå fra lave encifrede procenter i 2025 til højere encifrede niveauer ved periodens slutning. Vestas' nettoprofit i 2029 bliver således mange gange større end i 2024, hvilket afspejler den kumulative effekt af stigende omsætning og forbedrede marginer.

5.2 Balancebudget

Vestas' balance forventes at vokse i takt med de planlagte investeringer, som skal understøtte den fremtidige vækst.

	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Aktiver - mEUR						
Immaterielle anlægsaktiver	3.385	3.622	3.876	4.147	4.437	4.748
Materielle anlægsaktiver	2.353	2.494	2.644	2.803	2.971	3.149
Investering i JV og associerede	577	583	589	595	601	607
Andre investeringer	161	166	171	176	181	186
Tilgodehavende skat	832	832	832	832	832	832
Udskudt skat	722	729	736	743	750	758
Andre tilgodehavender	422	430	439	448	457	466
Finansielle investeringer	103	105	107	109	111	113
Anlægsaktiver I alt	8.555	8.961	9.394	9.853	10.340	10.859
Varebeholdning	6.008	6.308	6.623	6.954	7.302	7.667
Tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser	1.719	1.805	1.895	1.990	2.090	2.194
Kontraktsaktiver	2.127	2.233	2.345	2.462	2.585	2.714
Kontraktsomkostninger	526	542	558	575	592	610
Tilgodehavende skat	214	216	218	220	222	224
Andre tilgodehavender	1.518	1.564	1.611	1.659	1.709	1.760
Finansielle investeringer	160	163	166	169	172	175
Likvider	3.817	4.008	4.208	4.418	4.639	4.871
Omsætningsaktiver	16.089	16.839	17.624	18.447	19.311	20.215
Aktiver I alt	24.644	25.800	27.018	28.300	29.651	31.074

*Figur 5 – Balancebudget (aktiver)
Egen tilvirkning*

5.2.1 Anlægsaktiver

Vestas har for 2025 udmeldt totale investeringer på omkring EUR 1,2 mia, hvilket er på linje med 2024-niveauet (EUR 1,14 mia.) (Vestas, 2025). I budgettet antages et lignende investeringsniveau fortsat i 2026–2027 for at finansiere kapacitetsudvidelser – herunder nye produktionsanlæg, især til offshore-vindmøller, og løbende udvikling af nye møllemodeller.

Mod slutningen af perioden (2028–2029) kan investeringsbehovet tænkes at normalisere sig en smule, når de største udvidelser er gennemført, men det forudsættes stadig, at Vestas investerer betydeligt hvert år for at forblive teknologisk og kapacitetsmæssigt foran. Disse investeringer betyder, at materielle anlægsaktiver (f.eks. fabrikker, produktionsudstyr og mølletestfaciliteter) øges markant i balancen. Selvom der afskrives på eksisterende anlægsaktiver hvert år, overstiger tilgang af nye anlægsaktiver afgang, således at nettoværdien af materielle aktiver stiger år for år i 2025–2027. I balancen betyder det, at væksten i anlægsaktiver sker i et realistisk tempo.

Immaterielle aktiver forventes ligeledes at stige, omend mere moderat. Vestas investerer betydeligt i innovation og produktudvikling (fx nye turbineplatforme og digitale løsninger), hvoraf en del aktiveres som immaterielle aktiver. Budgettet lægger til grund, at Vestas fortsat vil udvikle nye teknologier for at bevare sin konkurrencemæssige førerposition, og at nogle af disse udviklingsudgifter regnskabsmæssigt aktiveres.

Immaterielle aktiver vokser dog uden dramatiske spring – der antages en jævn udvikling, hvor tilgangen fra nye udviklingsprojekter nogenlunde opvejer afskrivninger/amortisering på eksisterende immaterielle aktiver. Der indregnes ikke store virksomhedsovertagelser i perioden (med medfølgende goodwill), så eventuelle ændringer i immaterielle værdier drives primært af intern udvikling.

5.2.2 Arbejdskapital

Med stigende aktivitet følger også øgede krav til arbejdskapitalen, dvs. poster som varelagre, debitorer (tilgodehavender fra kunder) og kreditorer (leverandørgæld m.v.). I absolutte tal vil varebeholdningerne formentlig vokse for at understøtte det højere produktions- og installationsniveau – f.eks. kræver flere samtidige projekter, at Vestas har flere komponenter og materialer i produktion og transit. Tilgodehavender fra kunder forventes ligeledes at stige i takt med højere omsætning, idet Vestas fakturerer flere projekter. Omvendt vil også kortfristede gældsposter som forudbetalinger (fra kunder) og leverandørgæld øges.

I budgettet antages det, at arbejdskapitalen som andel af omsætningen forbliver relativt stabil over perioden. Dette betyder, at væksten i varelagre og tilgodehavender omtrent følges ad med væksten i omsætning, uden at der opstår store ekstraordinære udsving i enkeltår. Vestas har en strategisk fokus på at frigøre likviditet bundet i arbejdskapital og stramme op på cash management (Vestas, 2025). Dette indebærer bl.a. bedre lagerstyring, kortere produktionscyklusser og effektiv fakturering/opkrævning, hvilket alt sammen bidrager til at holde arbejdskapitalen i skak.

Desuden er det værd at bemærke, at Vestas' forretningsmodel for salg af vindmøller ofte inkluderer milepælsbetalinger fra kunderne før levering (fx betaling af en del af ordreværdien ved kontraktindgåelse, under fremstilling, før afskibning, etc.). Sådanne kundeforudbetalinger vil fremgå som kortfristede forpligtelser i balancen og reducerer det reelle finansieringsbehov til arbejdskapital. I perioder med meget høj ordreindgang kan disse forudbetalinger faktisk gøre Vestas' netto arbejdskapital negativ (dette sås historisk i branchen, hvor kundebetalinger

finansierer produktionen). I dette budget forudsættes dog konservativt, at arbejdskapitalen omkring nul-streget (hverken stor nettotilknyttet kapital eller nettolikviditet fra forskudsbetalinger) – med en tendens til lidt øget binding i de år, hvor aktiviteten topper. Samlet indebærer antagelserne, at ingen usædvanlige spring i arbejdskapitalen finder sted fra år til år; eventuelle mindre udsving forklares af timingen af projektafslutninger omkring årsskiftet, men trendmæssigt bevæger arbejdskapitalen sig proportionalt med forretningen.

5.2.3 Egenkapital

Vestas' egenkapital forventes at styrkes betydeligt i løbet af budgetperioden som en direkte følge af de stigende overskud. I 2024 genoptog selskabet udbyttebetaling (DKK 0,55 per aktie, svarende til 15 % af årets nettoresultat (Vestas, 2025), og det er sandsynligt, at Vestas fremadrettet vil udbetale en moderat andel af overskuddet til aktionærerne så længe indtjeningen forbedres.

I budgettet antages en udbyttepolitik, hvor måske 15–20 % af årets resultat udloddes, mens resten tilbageholdes for at konsolidere egenkapitalen eller geninvestere i vækst. Yderligere kan Vestas vælge at gennemføre mindre aktietilbagekøb, ligesom der blev annonceret et share buyback på EUR 100 mio. i forbindelse med 2024-regnskabet (Vestas, 2025).

	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Passiver - mEUR						
Selskabskapital	27	27	27	27	27	27
Andre reserver	-78	-78	-78	-78	-78	-78
Overført resultat fra tidligere år	3.580	3.976	4.452	4.970	5.522	6.101
Egenkapital tilhørende Vestas Wind Systems A/S	3.529	3.925	4.401	4.919	5.471	6.050
Ikke-kontrollerende interessenter	13	13	13	13	13	13
Egenkapital i alt	3.542	3.938	4.414	4.932	5.484	6.063
Hensættelser	1.263	1.300	1.320	1.360	1.400	1.450
Udskudt skat	179	183	186	188	190	193
Finansiel gæld	3.071	2.950	2.925	2.900	2.875	2.850
Skyldig skat	830	830	830	830	830	830
Anden gæld	279	300	295	295	300	303
Langfristet gæld i alt	5.622	5.563	5.556	5.573	5.595	5.626
Hensættelser	944	950	970	990	1.010	1.030
Kontraktsforpligtelser	8.997	9.700	9.960	10.040	10.435	10.820
Finansiel gæld	200	200	200	200	200	200
Omkostningskreditorer	4.129	4.150	4.325	4.500	4.700	4.950
Skyldig skat	141	145	150	155	160	165
Anden gæld	1.069	1.154	1.443	1.910	2.067	2.220
Kortfristet gæld i alt	15.480	16.299	17.048	17.795	18.572	19.385
Passiver i alt	24.644	25.800	27.018	28.300	29.651	31.074

Figur 6 – Balancebudget (passiver)
Egen tilvirkning

Sådanne tiltag er dog afhængige af overskudslikviditet og prioriteres kun, hvis det ikke kompromitterer selskabets finansielle fleksibilitet.

Under disse forudsætninger øges egenkapitalen år for år gennem selskabets eget overskud. Egenkapitalandelen (egenkapital i procent af balancesum) forbedres dermed i perioden, hvilket styrker Vestas' soliditet. En større egenkapitalbase giver robusthed over for udsving og bedre mulighed for at finansiere vækst uden ekstern kapital.

5.2.4 Gæld

På gældssiden forventes ingen drastiske ændringer i Vestas' rentebærende gæld. Ved periodens start er Vestas næsten gældfri netto, og det lægges til grund, at ny større optagelser af langfristet gæld ikke er nødvendige i basis-scenariet. Selskabets investeringer og eventuelle midlertidige arbejdskapitaltræk i de første år kan finansieres gennem en kombination af eksisterende likvide midler og kortfristet træk på kreditfaciliteter (f.eks. udnyttelse af revolverende kreditter) – dette medfører måske en lille stigning i kortfristet gæld i 2025–2026.

Men i takt med at den frie pengestrøm forbedres markant mod midten og slutningen af perioden, vil Vestas kunne tilbagebetale eventuelle træk og opbygge et likviditetsoverskud. Vestas har som finansielt mål at være "free cash flow"-positiv over cyklussen (Vestas, 2025), hvilket i praksis betyder, at driften skal generere overskudslikviditet efter investeringer.

I denne budgettering lykkes det fra omkring 2027-2028 at skabe positive frie pengestrømme, som bruges til at reducere eventuel gæld og/eller øge udlodninger. Resultatet er, at Vestas ved udgangen af 2029 forventeligt har en meget lav nettorentebærende gæld – potentielt igen en nettolikvid position. Gearingsgraden (gæld/EBITDA eller gæld/egenkapital) bliver dermed forbedret i løbet af perioden, og Vestas står finansielt stærkere.

Det skal bemærkes, at hvis yderligere vækstmuligheder opstår (f.eks. større opkøb eller accelereret ekspansion), kunne gældsniveauet afvige fra dette scenarie; men i det opstillede budgetscenarie er der konsistens mellem den forbedrede indtjening og et konservativt gældsætningsniveau, således at balancen ikke udsættes for unødigt risiko. Samlet harmonerer denne udvikling med Vestas' overordnede finansielle strategi om at bevare en sund kapitalstruktur og kreditprofil.

6. Værdiansættelse

I dette afsnit gennemføres en værdiansættelse af Vestas Wind Systems A/S med udgangspunkt i den diskonterede cash flow-model (DCF). Formålet er at beregne selskabets teoretiske egenkapitalværdi på baggrund af fremtidige pengestrømme, justeret for kapitalomkostninger og vækstforventninger. DCF-metoden er velegnet, da den baserer sig på virksomhedens underliggende evne til at generere overskud og frie pengestrømme over tid.

6.1 Enterprise Value (EV)

Værdien af Vestas bestemmes ved at beregne nutidsværdien af det frie cash flow til virksomheden (FCF) i budgetperioden 2025–2029, samt en terminalværdi, der repræsenterer værdien af alle pengestrømme herefter. Herefter fratrækkes rentebærende gæld og tillægges likvide midler for at estimere egenkapitalens værdi (Equity Value).

Equity Value = Enterprise Value – Netto rentebærende gæld + Likvide beholdninger

6.2 Frie Cash Flow (FCF)

Det frie cash flow (FCF) er en central komponent i DCF-modellen, da det repræsenterer de pengestrømme, som er tilgængelige for både ejere og långivere efter driftens nødvendige investeringer og ændringer i arbejdskapitalen. FCF beregnes ud fra budgetterede resultat- og balanceposter i perioden 2025–2029 samt et terminalår (2030T), og danner dermed grundlaget for virksomhedens værdiansættelse.

FCF er opgjort efter følgende formel:

$$\text{FCF} = \text{EBIT} \cdot (1 - t) + \text{Afskrivninger} - \text{Ændring i WCR} - \text{CAPEX}$$

Denne formel tager udgangspunkt i, at afskrivninger er identiske både regnskabsmæssigt og skattemæssigt. I Danmark sker skattemæssige afskrivninger dog efter særlige regler, og kan således afvige fra de regnskabsmæssige afskrivninger. Der vil ikke blive udarbejdet yderligere beregninger for de regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivninger i denne opgave.

Ligeledes inkluderes ikke udskudt skat og hensættelser særskilt, da de er indregnet i arbejdskapitalen og anlægsaktiverne gennem den direkte budgettering.

	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
Frie Cash Flow - mEUR						
EBIT	1.102	1.439	1.796	2.117	2.555	2.905
Skat	-243	-317	-395	-466	-562	-639
NOPAT	859	1.122	1.401	1.651	1.993	2.266
Afskrivninger	931	1.031	1.031	1.083	1.137	1.198
Ændring i WCR	-750	-785	-823	-858	-885	-911
CAPEX	-406	-433	-459	-486	-519	-535
Frie Cash Flow i alt	634	935	1.150	1.390	1.726	2.018

Figur 6 – Frie Cash Flow (FCF)
Egen tilvirkning

Tabellen for det Frie Cash Flow viser en jævn stigning i pengestrømmene over budgetperioden. Dette afspejler en kombination af stigende EBIT og afskrivninger, samt moderate stigninger i WCR og CAPEX i takt med virksomhedens vækst. For terminalåret er FCF opgjort til EUR 2.018 mio.

6.3 Estimering af WACC

Ved beregning af nutidsværdien af Vestas' frie pengestrømme anvendes den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC) som diskonteringsfaktor. WACC afspejler det gennemsnitlige afkastkrav, som virksomhedens kapitalgivere – både långivere og aktionærer – stiller til den investerede kapital. Den generelle formel til estimering af WACC efter skat er som følgende:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} \cdot r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} \cdot r_g$$

Hvor:

- V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen
- V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser
- V_0^{EV} = Markedsværdi af virksomheden
- r_e = Ejernes afkastkrav

- r_g = lånerenten før skat

Vestas' bogførte egenkapital pr. 31/12-2024 er opgjort til €3.548 mio., jf. det reformulerede balancebudget. Den rentebærende gæld udgør samlet €3.387 mio., hvilket inkluderer både kortfristede og langfristede finansielle forpligtelser. For en realistisk kapitalstruktur anvendes dog markedsværdien af egenkapitalen.

Markedsværdien af egenkapitalen pr. 31. december 2024 udgjorde ca. €13,94 mia., beregnet som antallet af udstedte aktier (1.009.867.260 stk.) multipliceret med aktiekursen på dagen (€13,8). Den rentebærende gæld, opgjort fra årsrapporten 2024, udgør €3.387 mio.

Kapitalstrukturens vægtning, til brug for WACC, bliver således beregnet til;

Egenkapitalandel: $13.940 / (13.940 + 3.387) \approx 80\%$

Gældsandel: $3.387 / (13.940 + 3.387) \approx 20\%$

6.3.1 Lånerente og ejernes afkastkrav

Til estimering af WACC for Vestas, er det nødvendigt at estimere både omkostningen til fremmedkapital (lånerente) og afkastkravet for egenkapitalen. Disse udgør de to centrale komponenter i WACC-modellen og har betydning for virksomhedens værdiansættelse.

Den estimerede lånerente for Vestas fastsættes med udgangspunkt i virksomhedens kreditværdighed samt branchens gennemsnitlige lånevilkår. Ifølge Damodaran udgør den gennemsnitlige lånerente for virksomheder inden for "Green & Renewable Energy" i Europa ca. 4,5% før skat. Dette stemmer også overens med Vestas' kredit rating på Baa2/BBB, som placerer selskabet i Investment grade-kategorien, hvor en lånesats omkring 4,5% anses for realistisk (Damodaran, 2025)

Da renter er skattemæssigt fradragsberettigede i Danmark, korrigeres lånerenten for selskabsskatten på 22%, hvilket giver en efter skat lånerente på 3,51 % som vil blive anvendt i WACC-beregningen

Ejernes estimerede afkastkrav beregnes ved hjælp af Capital Asset Pricing Model (CAPM), som angiver det forventede afkast ved investering i selskabets aktier, givet dets systematiske risiko. Dette afkastkrav er en kombination af den risikofrie rente, beta-værdien for Vestas samt markedsrisikopræmien.

Den risikofri rente fastsættes til 2,45%, baseret på renten på 10-årige danske statsobligationer pr. marts 2025 (Danmarks Statistik, 2025). Vestas' beta-værdi estimeres til 1,35, jf. data fra Yahoo Finance (Yahoo Finance, 2025), og markedsrisikopræmien sættes til 5,8%, i overensstemmelse med PwC's værdiskabelsesanalyse (PWC, 2020)

Med disse værdier kan Vestas' forventede afkastkrav for egenkapitalen beregnes ved følgende formel:

$$\text{Risikofri rente (2,45 \%)} + (\text{Beta-værdi (1,35)} \times \text{Markedsrisikopræmien (5,8 \%)})$$

Dermed er Vestas' forventede afkastkrav for egenkapitalen pr. 31. december 2024 beregnet til 10,28%.

6.3.2 Beregning af WACC

Efter at have estimeret henholdsvis omkostningen til fremmedkapital (lånerente) og ejernes afkastkrav, samt den relative vægtning af egenkapital og gæld baseret på markedsdata, kan den samlede WACC nu beregnes.

Ved at anvende disse estimerede værdier i WACC-formlen, som er beskrevet og vist tidligere i afsnittet får vi følgende;

$$\text{WACC} = (0,8045 \times 10,28\%) + (0,1955 \times 3,51\%)$$

$$\text{WACC} = 8,27 \% + 0,69 \% = 8,96 \%$$

Den beregnede WACC pr. 31. december 2024 er således 8,96%. Dette niveau anses som realistisk for en internationalt orienteret, børsnoteret industrivirksomhed med moderat gældsfinansiering og aktiv i en risikopræget branche som grøn energi.

6.4 Terminal værdi og Enterprise Value

Efter at have beregnet de frie pengestrømme og den vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC), kan værdiansættelsen af Vestas Wind Systems A/S gennemføres ved hjælp af DCF-metoden. Værdien af virksomheden – kaldet Enterprise Value – udtrykker den samlede nutidsværdi af de fremtidige frie pengestrømme, som selskabet forventes at generere. Værdiansættelsen opdeles i to komponenter: en budgetperiode (2025–2029), hvor pengestrømmene er estimeret år for år, samt en terminalperiode, der repræsenterer værdien af cash flows efter 2029.

For budgetperioden 2025–2029 er de frie pengestrømme tidligere blevet opgjort på baggrund af resultat- og balancebudgettet. Disse er herefter diskonteret tilbage til nutidsværdi ved anvendelse af den beregnede WACC på 8,96 %. Summen af de tilbagediskonterede pengestrømme for budgetperioden udgør en samlet nutidsværdi på €5.112 mio. Denne del af værdiansættelsen repræsenterer den konkrete og forventeligt realiserbare del af virksomhedens fremtidige indtjening.

I tillæg til budgetperioden beregnes en terminalværdi, som udtrykker den teoretiske værdi af virksomhedens fremtidige pengestrømme fra og med 2030 og fremad, under antagelse af en stabil vækst. Terminalpengestrømmen er fastlagt til €2.492 mio., i tråd med udviklingen i de seneste budgetår og Vestas' langsigtede målsætninger. Terminalværdien er beregnet ved hjælp af Gordon's Growth Model, hvor den fremtidige pengestrøm divideres med forskellen mellem WACC og en langsigtet vækstrate. Den anvendte vækstrate er 2,12 %, hvilket afspejler den gennemsnitlige realøkonomiske vækst i Danmark over de seneste ti år (Danmarks Statistik, 2025). Dette giver følgende udregning:

$$\text{Terminalværdi} = 2.492 / (0,0896 - 0,0212) = €36.655 \text{ mio.}$$

Da terminalværdien først realiseres i 2030, skal den tilbagediskonteres til nutidsværdi, hvilket giver en nutidsværdi af terminalværdien på €23.412 mio. Den samlede Enterprise Value kan således opgøres som summen af nutidsværdien af pengestrømmene i budgetperioden og terminalperioden:

$$\text{Enterprise Value} = €5.112 \text{ mio.} + €23.412 \text{ mio.} = €28.524 \text{ mio.}$$

Denne værdi udtrykker den teoretiske markedsværdi af hele Vestas' driftsmæssige aktiviteter og danner grundlag for den efterfølgende opgørelse af selskabets egenkapitalværdi.

6.5 Equity value

Efter opgørelsen af Enterprise Value baseret på nutidsværdien af de fremtidige frie pengestrømme og terminalværdien, beregnes selskabets teoretiske egenkapitalværdi (Equity Value) ved at justere for netto rentebærende gæld. Dette gøres ved at fratrække den rentebærende gæld og tillægge de likvide beholdninger.

Den rentebærende gæld pr. 31.12.2024 er opgjort til i alt €3.387 mio., som består af både kortfristede og langfristede finansielle forpligtelser. De likvide beholdninger udgør i samme

periode €3.817 mio., jf. den budgetterede balance. Forskellen mellem disse to størrelser giver en netto rentebærende gæld på:

$$\text{Netto rentebærende gæld} = €3.387 \text{ mio.} - €3.817 \text{ mio.} = -€430 \text{ mio.}$$

Den negative netto rentebærende gæld indikerer, at Vestas ved udgangen af 2024 havde en likviditetsposition, der overstiger selskabets rentebærende forpligtelser – en finansiell styrkeposition.

Den teoretiske Equity Value kan herefter beregnes ved at tillægge netto rentebærende gæld til den tidligere beregnede Enterprise Value:

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Netto rentebærende gæld}$$

$$\text{Equity Value} = €26.357 \text{ mio.} - (-€430 \text{ mio.}) = €26.787 \text{ mio.}$$

Dette beløb repræsenterer den beregnede værdi af Vestas Wind Systems A/S' egenkapital pr. 31.12.2024 baseret på DCF-metodens forudsætninger og det estimerede frie cash flow.

7. Konklusion

Analysen viser, at Vestas Wind Systems A/S opererer i et overvejende gunstigt makroøkonomisk og politisk klima med stærk global efterspørgsel efter vindenergi (jf. SWOT og PESTEL). Den strategiske analyse påpeger betydelige styrker i form af virksomhedens teknologiske lederskab, globalt netværk og stabil serviceforretning, men identificerer også svagheder i form af tidligere kvalitetsproblemer og udsatte marginer samt trusler fra stigende konkurrence og politiske risici.

Regnskabsanalysen for 2021–2024 viser, at Vestas har gennemgået en positiv omsætningsvækst og forbedret bruttoresultat, men med svagere EBIT-margin end tidligere. Afkastmålinger som ROIC og ROE er forblevet lave i opgørelsesperioden, mens kapitalgrundlaget er styrket efter nedbringelse af gæld. Revisioner og opdaterede sammenligningstal indikerer høj regnskabskvalitet uden væsentlige forbehold.

Budgettering for 2025–2029 bygger på en antagelse om moderat vækst i omsætning og forbedret rentabilitet gennem effektivisering og eksekvering af ordreserven. Det forventede frie cash flow vokser støt over perioden, drevet af stigende EBIT og kontrolleret investeringer i arbejdskapital og anlægsaktiver.

Ud fra disse budgetforudsætninger og en skønnet WACC-estimering beregnes virksomhedens Enterprise Value ved nutidsværdiansættelse af fremtidige FCF. Udregningen viser en teoretisk markedsværdi for Vestas' egenkapital på ca. €26,8 mia. pr. 31.12.2024. Med næsten 1,010 mia. udestående aktier svarer dette til omtrent EUR 26,5 pr. aktie. Til sammenligning var den faktiske aktiekurs ved årsskiftet væsentligt lavere (i størrelsesordenen godt 100–110 DKK pr. aktie), hvilket indikerer, at den beregnede DCF-værdi ligger betydeligt over markedsvurderingen.

Sammenfattende peger konklusionen på, at Vestas ifølge denne DCF-analyse er fundamentalt stærkere end aktiekursen umiddelbart afspejler. Værdien overskrider den noterede pris, og det kan tolkes som et tegn på, at markedet tilsyneladende har indregnet større risikopræmier (økonomi og politisk usikkerhed).

Ud fra den foreliggende beregning fremstår Vestas' aktie således undervurderet ved udgangen af 2024. Dette kan tyde på, at markedet undervurderer Vestas' fremtidige indtjeningspotentiale, men vurdering afhænger stærkt af realiseringen af de forventede vækst- og effektiviseringsmål.

Bibliografi

- Aktietip. (4. Oktober 2024). *Aktietip*. Hentet fra Aktietip.dk: <https://aktietip.dk/vestas-hvor-skal-vi-hen/#:~:text=Stigende%20omkostninger%20og%20presset%20profitmargin>
- Clean Energy Wire. (Oktober 2023). *CEW*. Hentet fra CEW: www.cleanenergywire.org/news/eu-plans-boost-domestic-wind-industry-competitiveness-against-china-media-report#:~:text=procedures%2C%20and%20a%20plea%20to,one%20of%20the%20four%20largest
- Damodaran. (2025). *Damodaran*. Aswath Damodaran.
- Danmarks Statistik. (2025). *10-årige statsobligationer*. Hentet fra Danmarks Statistik: <https://m.statbank.dk/TableInfo/MPK3?lang=da>
- Energymonitor. (28. Maj 2021). *Energymonitor*. Hentet fra Energymonitor.ai: <https://www.energymonitor.ai/renewables/wind-turbine-blades-to-be-100-recyclable-by-2024-says-vestas/#:~:text=Wind%20turbines%20are%20already%2085-90,chains%20used%20in%20turbine%20blades>
- Europa-Kommisionen. (u.d.). *Europa-Kommisionen*. Hentet fra https://commission.europa.eu/topics/energy/eu-action-address-energy-crisis_en#:~:text=EU%20action%20to%20address%20the,EU%20level%20by%202030%2C
- European Investment Bank. (15. Oktober 2024). *EIB*. Hentet fra EIB: <https://www.eib.org/en/essays/europe-energy-transition-renewable#:~:text=Russia%E2%80%99s%20invasion%20of%20Ukraine%20forced,to%20hit%20EU%20climate%20targets>
- Eurostat. (Oktober 2024). Hentet fra Europa.eu: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Electricity_price_statistics#:~:text=Eurostat%20ec,taxes%20experienced%20a%20slight
- Giacobone, B. (29. August 2024). *Latitude Media*. Hentet fra Latitude Media: <https://www.latitudemedia.com/news/local-opposition-is-now-a-leading-cause-of-canceled-clean-energy-projects/#:~:text=professionals%20from%2062%20development%20companies>
- Global Wind Energy Council. (2024). *Global Wind Report 2024*. Brussels, Belgium: GWEC, Global Wind Energy Council.
- GWEC. (16. Juli 2024). *Energybox*. Hentet fra Energybox: <https://www.energybox.com/post/global-wind-power-manufacturer-rankings-released-by-gwec-highlighting-a-20-7gw-record#:~:text=In%20Europe%2C%20Vestas%2C%20Siemens%20Gamesa%2C,at%20the%20end%20of%202023>
- International Energy Council. (2025). *IEA*. Hentet fra IEA: <https://www.iea.org/energy-system/renewables/wind>
- Investering.com. (2025). *Earnings call transcript: Vestas Wind Systems Q1 2025*. Investing.com.

Modvion. (7. Februar 2025). *Modvion.com*. Hentet fra Modvion.com:
<https://modvion.com/news/modvion-featured-in-vestas-2024-annual-report/>

Phys.org. (13. Februar 2024). *Phys.org*. Hentet fra Phys.org: <https://phys.org/news/2024-02-global-survey-broad-majority-population.html>

PWC. (2020). *Værdiansættelse af virksomheder*. PWC.

Ruggles, M. (26. Juli 2023). *Manufacturingdive*. Hentet fra Manufacturingdive.com:
<https://www.manufacturingdive.com/news/vestas-to-invest-40m-in-two-colorado-factories/688985/#:~:text=transition>

Russell, T. (8. Februar 2023). *4C Offshore*. Hentet fra 4C Offshore:
<https://www.4coffshore.com/news/vestas-suffers-challenging-year-with-negative-profitability-nid27254.html#:~:text=According%20to%20Vestas%2C%20the%20revenue,warranty%20provisions%20and%20offshore%20impairments>

Sap Newscenter. (26. Februar 2024). *Sap*. Hentet fra Sap Newscenter:
<https://news.sap.com/2024/02/vestas-powering-quality-in-supply-chain/>

Sørensen, O. (2022). *Regnskabsanalyse & Værdiansættelse - en praktisk tilgang*. Nord Academic.

Vestas. (2022). *Annual report 2021*. Vestas.

Vestas. (2023). *Annual report 2022*. Vestas.

Vestas. (2024). *Annual report 2023*. Vestas. Hentet fra Vestas: <https://us.vestas.com/en-us/manufacturing>

Vestas. (2024). *Financial outlook for 2025*. Vestas.

Vestas. (2025). *Annual report 2024*. Vestas.

Vestas. (2025). *Investor Presentation full year 2024*. Vestas.

Vestas. (2025). *Vestas*. Hentet fra Vestas: <https://www.vestas.com>

Yahoo Finance. (2025). *Yahoo Finance*. Hentet fra Yahoo Finance:
https://finance.yahoo.com/quote/VWS.CO/?guccounter=1&guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xLLmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAABZBu-xPQHwwk5tasVAXiWwDmPLXmyE7-XJlICyfCTxIffeVJAXfmC3MOwy7b7PLRtyhZdX-yAVJchPChuCjGZuVrOSRq2GFZU4FFNvOmLNE1Cb7s36A8jFxMvKRwZ0InbNnEW