



Værdiansættelse af Vestas Wind Systems A/S

Aalborg Universitet
Afgangsprojekt HD 2 – HDR (Viborg)
Regnskab og Økonomistyring – Gruppe 8

12. maj 2025

FORFATTER: HEINE HUNSKJÆR SØRENSEN - 20232189
VEJLEDER: JENS HENRIK RIIS ANDERSEN

Indholdsfortegnelse

Abstract	3
1. Indledning	4
1.1 Problemstilling	4
1.2 Problemformulering	4
1.3 Afgrænsning	5
1.4 Metode	5
1.5 Disponering/ struktur	6
2. Porters værdikæde.....	6
2.1 Støtteaktiviteter.....	6
2.1.1 Virksomhedens infrastruktur	7
2.1.2 Menneskelige ressourcer	7
2.1.3 Produkt og teknologiudvikling.....	8
2.1.4 Indkøb og forsyninger	9
2.2 Primære aktiviteter.....	10
2.2.1 Indgående logistik	10
2.2.2 Produktion	10
2.2.3 Udgående logistik.....	11
2.2.4 Marketing og salg.....	12
2.2.5 Service efter salg	13
2.3 Kritik af Porters værdikæde	13
2.4 Delkonklusion.....	14
3. PESTEL.....	14
3.1 Politiske faktorer	15
3.2 Økonomiske faktorer	15
3.3 Sociale faktorer	16
3.4 Teknologiske faktorer.....	16
3.5 Miljømæssige faktorer.....	16
3.6 Juridiske faktorer	17
3.7 Kritik af PESTEL.....	17
3.8 Delkonklusion.....	17
4. Portes Five forces (P5F)	18
4.1 Konkurrencesituationen på markedet	18
4.2 Leverandørerne og deres forhandlingsstyrke	19
4.3 Kunderne og deres forhandlingsstyrke	19
4.4 Truslen fra nye indtrængere.....	20
4.5 Truslen fra substituerende produkter	21
4.6 Kritik af Porters Five Fores	21
4.7 Delkonklusion.....	21
5. SWOT	21
5.1 Styrker	22
5.2 Svagheder	22
5.3 Muligheder	22
5.4 Trusler	22
5.5 Kritik af SWOT.....	22
5.6 Delkonklusion.....	22
6. Regnskabsanalyse	23

6.1 Resultatopgørelse til analyse	23
6.2 Managerial balancesheet	24
6.2.1 Kommentering af WCR, NSF og NLF	24
6.3 Nøgletalsanalyse	25
6.3.1 Return on Invested Capital	25
6.3.2 Operating Profit Margin (EBIT%)	25
6.3.3 Capital turnover	26
6.3.4 Financial Leverage Multiplier	26
6.3.5 Financial Structure Ratio	27
6.3.6 Financial Cost Ratio	27
6.3.7 Tax Effect Ratio	27
6.3.8 Return on Equity	28
7. Budgettering	28
7.1 Resultat budget	29
7.1.2 Omsætning & Bruttofortjeneste	29
7.1.3 Driftsomkostninger	30
7.1.4 EBITDA og EBIT-margin	30
7.1.5 Finansielle poster og SKAT	30
7.1.6 Nettoresultat	31
7.2 Balance budget	31
7.2.1 Immaterielle anlægsaktiver	32
7.2.3 Materielle anlægsaktiver	32
7.2.4 Langfristede aktiver	32
7.2.5 Omsætningsaktiver	32
7.2.6 Likvide beholdninger	33
7.2.7 Egenkapital	33
7.2.8 langfristede gældsforpligtelser	33
7.2.9 kortfristede gældsforpligtelser	33
7.3 Delkonklusion	33
8. Værdiansættelse efter DCF-modellen	34
8.1 Enterprise Value	34
8.1.1 Frie cash flow	34
8.1.2 WACC – Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger	35
8.1.2.1 Kapitalstruktur	35
8.1.2.2 Lånerente	36
8.1.2.3 Ejernes afkastkrav	36
8.1.2.3.1 Risikofrie rente	36
8.1.2.3.2 Beta Værdi	37
8.1.2.3.3 markedsrisikopræmie	38
8.1.2.3.4 Opsamling af ejernes afkastkrav	38
8.1.2.4 Udregning af WACC	38
8.1.3 Terminalværdi og Enterprise Value	39
8.2 Equity Value	39
9. Følsomhedsanalyse	40
9.1 Følsomhedsanalyse – WACC	40
9.2 Følsomhedsanalyse af Vækstrate	40
9.3 Delkonklusion på følsomhedsanalyse	40

10 Konklusion.....	41
11 Litteraturliste.....	42
11.1 Bøger	42
11.2 Internetkilder	42
11.3 Årsrapporter.....	44
11.4 Andre kilder.....	44
11.5 Artikler	44
12 Bilag.....	45
12.1 Porters værdikæde.....	45
12.2 PESTEL	45
12.3 Porters Five Forces (P5F)	46
12.4 SWOT	46
12.4.1 Styrker	46
12.4.2 Svagheder	47
12.4.3 Muligheder	47
12.4.4 Trusler	48
12.5 Resultatopgørelsen til analyse 2020-2024	49
12.6 Managerial Balance Sheet	50
12.7 Nøgletalsanalyse	50
12.8 Forventet omsætningsvækst og omkostningsvækst.....	51
12.9 Fremtidige resultatopgørelse	51
12.10 Balancebudget.....	52
12.11 Notat baseret på struktureret interview med porteføljeforvalter	52
12.12 Frie cash flow.....	63
12.13 Markedsværdi af egenkapital mEUR	63
12.14 10-årig Statsobligation.....	63
12.15 Opgørelse af terminalperioden 2030	64
12.16 Værdiansættelse DCF	65
12.17 WACC følsomhedsanalyse.....	65
12.18 Følsomhedsanalyse af Vækstrate	65

Abstract

The purpose of this report is to determine the theoretical value of Vestas Wind Systems A/S using a discounted cash flow (DCF) valuation and compare it to the company's average share price in 2024. To achieve this, a strategic analysis of the company's internal and external factors has been conducted, along with a financial analysis of its performance over the past five years. Furthermore, a detailed budget for income statement and balance sheet covering the period 2025 – 2029 was prepared. This budget forms the basis for calculating free cash flow and, ultimately, the DCF equity value. The estimated value of Vestas is EUR 30,609 million, which exceeds the average market value in 2024 of EUR 22,003 million by EUR 8,606 million. Despite this difference, the estimates are assessed as realistic, as they are based on both equity analyst forecasts and thorough assessment of the company's future potential.

In addition, a sensitivity analysis focusing on WACC and the growth rate has been carried out demonstrating the significant impact small changes can have on the valuation.

The conclusion is that Vestas appears to be undervalued relative to its market value, which is due to short-term market uncertainties. The valuation suggests strong growth potential based on the company's strategic strengths and developments within the renewable energy sector.

1. Indledning

De fleste mennesker i Danmark har hørt om virksomheden Vestas Wind Systems A/S.

Virksomheden begyndte som en lille familiedrevet smedevirksomhed i 1898 i Lem og gennem årene steg produktionen af metalvarer til industrien. Vestas begyndte først i 1980 produktionen af vindmøllerne, for senere hen i 1990'erne at udvikle sig til at være verdens største vindmøllevirksomhed til nu at være den tredje største. (Vestas 1898-2011).

I 1998 bliver Vestas børsnoteret, hvor aktierne lanceres på Københavns Fondsbørs fordi kapitalen skal bruges til at sætte gang i væksten og udviklingen af virksomheden. (Vestas historie 1987-1998) Vestas aktien er den dag i dag en af Danmarks mest handlede aktier, da den er en del af OMX C25, som omfatter aktier fra de 25 mest handlede børsnoterede selskaber i Danmark. (Nordea Investering OMX C25) Ud fra aktiekursen vil man derfor hurtigt kunne udregne den aktuelle markedsværdi for Vestas. Det ville derfor være interessant at belyse hvad den teoretiske værdi for Vestas er sammenholdt med hvad aktiekursen var i gennemsnit i 2024 og hvordan strategiske faktorer, markedsforhold og økonomiske nøgletal påvirker dens værdi.

1.1 Problemstilling

Jeg vil gerne beregne markedsværdien for Vestas ved anvendelse af modeller og metoder samt en værdiansættelses beregning. Opgavens formål er at komme frem til en værdiansættelse af Vestas ud fra de regnskabstal, ekstern og intern information som er tilgængelig for denne børsnoterede virksomhed. Ved hjælp af strategiske analyser vil jeg belyse hvordan eksterne og interne faktorer samt konkurrencesituationen påvirker Vestas og derfor også beregningen af værdiansættelsen. På baggrund af analyserne og beregningerne drages konklusion om Vestas markedsværdi, og den beregnede teoretiske værdi sammenholdes med denne gennemsnitlige aktiekurs for 2024.

1.2 Problemformulering

Hvilken værdi har Vestas Wind Systems A/S baseret på strategisk og finansiell analyse, og hvordan stemmer denne overens med den gennemsnitlige aktiekurs for 2024?

For at besvare hovedspørgsmålet inddrages følgende underspørgsmål:

- *Hvordan påvirker de strategiske interne og eksterne faktorer Vestas?*
- *Hvordan er konkurrencesituation for Vestas?*
- *Hvilke interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler påvirker Vestas?*
- *Hvordan har udviklingen i Vestas regnskabs- og nøgletal været i de sidste 5 år?*
- *Hvordan ser den fremtidige budgettering ud for Vestas?*
- *Hvilken beregnet værdi har Vestas på baggrund af analyserne sammenlignet med denne gennemsnitlige aktiekurs for 2024?*

1.3 Afgrænsning

Denne opgave tager udgangspunkt i de seneste 5 års regnskaber som er offentliggjort fra 2019 til 2024 på cvr. Der vil i denne opgave være en tidsmæssig afgrænsning som medfører at eventuel ny information og oplysninger efter den 01. maj 2025 ikke er medtaget. Grundet kort tid til udarbejdelsen af denne opgave, vil der være et struktureret interview med en porteføljeforvalter men der vil ikke være dialog med nogle fra Vestas eller andre relevante eksperter grundet den begrænsede tidsramme for opgaven. Opgaven vil derfor udelukkende tage udgangspunkt i offentligt tilgængelig information samt det ene interview.

Værdiansættelsen i denne opgave inkluderer ikke joint ventures og associerede selskaber, hvorfor dette er en bevidst afgrænsning. De strategiske analyser tager udgangspunkt i de nordamerikanske og europæiske markeder.

1.4 Metode

I dette afsnit vil jeg præcisere model- og metodevalg og definere hvilke metodiske overvejelser der ligger bag denne rapport. Metodologien der anvendes i denne opgave, er en deduktiv tilgang, da der i denne opgave vil anvendes allerede velkendt teori i form af modeller og metoder til at besvare problemstillingen. (Ib Andersen 2019) Ved anvendelsen af velkendte metoder og modeller vil jeg sikre validiteten af dem, ved at kritisere modellerne for at sikre at konklusionerne er brugbare. Der vil i opgaven hovedsageligt kun blive brugt sekundære data. Det sker på grund af tidsfristen for opgaven er kort og fordi Vestas er en børsnoteret virksomhed, som giver adgang til store mængder data som er offentligt tilgængelig. Der vil i opgaven være primære data i form af et struktureret interview med en porteføljeforvalter. Interviewet giver en dybdegående tilgang til at forstå Vestas' værdi og faktorer, der påvirker aktiekursen og fremtidige forventninger. Det hjælper med at sikre, at analyserne er baseret på præcise data, og samtidig giver et professionelt perspektiv på

virksomhedens økonomiske sundhed og markedsposition. Kvantitativt data kommer fra de seneste 5 årsrapporter som Vestas har aflagt. Kvalitativt data kommer fra rapporter, men også artikler m.v. samt Vestas egen hjemmeside, for få indsigt i konkurrencesituation men også de interne og eksterne faktorer som påvirker virksomheden. Alt kvalitative data vil indsamles igennem troværdige kilder for at sikre en høj validitet.

Da der i opgaven bliver brugt meget kvantitative data, vil der naturligvis være stor fokus på reliabiliteten af de data og resultater der opnås i undersøgelsen af værdiansættelsen.

Det er en svaghed at analyserne bygger på data og udsagn fra Vestas, men der vil så vidt det er muligt også inddrages data og udsagn fra andre kilder.

1.5 Disponering/ struktur

Opgaven indledes med en præstation og afgrænsning af problemstillingen samt en beskrivelse af den anvendte metode. I afsnit 2-5 besvares de første underspørgsmål gennem analyser af Vestas' interne og eksterne forhold ved brug af relevante strategiske modeller. I afsnit 6 fokuseres der på en økonomiske analyse baseret på regnskabstal fra 2020-2024, mens afsnit 7 indeholder et budget for de kommende fem år. Afsnit 8 og 9 behandler selve værdiansættelsen af Vestas med udgangspunkt i DCF-metoden samt en følsomhedsanalyse. Til sidst rundes opgaven af med en samlet konklusion.

2. Porters værdikæde

Porters værdikæde se bilag 12.1 er valgt som analyseværktøj fordi det er med til at skabe en forståelse for den procesmæssige arbejdsgang, der er i Vestas. Porters værdikæde består af nogle primære aktiviteter og af nogle sekundære støtteaktiviteter. Formålet med denne analyse er at belyse Vestas' evne til at præstere, så dermed værdiskabelsen i produktionsprocessen. (Niels Vestergaard m.fl. 2022) Porters værdikæde anvendes i denne opgave for at analysere, hvordan Vestas skaber og optimerer værdi gennem deres interne proces, og hvordan dette påvirker virksomhedens indtjeningssevne og dermed værdiansættelsen.

2.1 Støtteaktiviteter

Virksomhedens støtteaktiver er de funktioner, som understøtter de produktionsmæssige aktiviteter for virksomheden, som består af virksomhedens infrastruktur, menneskelige ressourcer, produkt og teknologiudvikling, indkøb og forsyninger.

2.1.1 Virksomhedens infrastruktur

Virksomhedens infrastruktur er afgørende for Vestas' generelle drift da det er bindeleddet mellem de primære aktiviteter og støtteaktiviteterne. Infrastruktur drejer sig om de teknologier, faciliteter, systemer og generelt de koordinationsprocesser som skal være velfungerende for at skabe succes for Vestas. Vestas' infrastruktur er struktureret i en todimensionel matrix, som kombinerer globale funktioner og regionale enheder. De syv globale funktioner omfatter, finans, salg, service, teknologi og drift, mennesker og kultur, digitale løsninger og udvikling. Disse funktioner ledes af medlemmer af direktionen som sikrer Vestas organisatoriske og operationelle præstation. (Vestas 2025, drift model) De fem regioner omfatter, Middelhavet, Latinamerika, Nordamerika, nord- og Centraleuropa samt Asien og Stillehavet. Vestas investerer i produktionsfaciliteter for at optimere produktionen af vindmøller. Deres produktionsfaciliteter er udstyret teknologiske systemer, som medfører en præcis fremstilling og kvalitetssikring. Vestas anvender et avanceret IT-system SAP til at administrere lagerbeholdning og sikre præcis registrering og sporing samt kvalitet af materialerne. Vestas har store produktionsanlæg, hvor deres vinger, naceller og tårnsegmenter fremstilles og samles. (Vestas 2025, produktion) Vestas' systemer og koordinationsprocesser er designet til at sikre samarbejde og effektivitet på tværs af virksomheden. Da Vestas' organisation er struktureret i en todimensionel matrix, opnår de one enterprise – tankegang i hele virksomheden, hvilket medfører ensrettede processer som øger effektiviteten og ressourceudnyttelsen. (Vestas 2025, drift model) Ved at Vestas samler organisationen for teknologi, indkøb og produktion forbedrer de deres koordinationsprocesser, da de nemmere kan planlægge, overvåge og styre alle aspekter i produktionen af vindmøller. Dette vil minimere risikoen for fejl og forsinkelser og sikre det at vindmøller bliver leveret med høj kvalitet og produceret så effektivt som muligt. (NP investor, 2024) Dette er yderst positivt for Vestas, da de har høje faste omkostninger og at svingende kapacitetsudnyttelse vil påvirke deres marginer negativt. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

2.1.2 Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer i Porters værdikæde handler om de ressourcer Vestas medarbejdere besidder. Det handler med andre ord om at kunne rekruttere, motivere, udvikle, uddanne samt fastholde de medarbejdere, som er med til at skabe succes. Vestas er løbende på udkig efter kollegaer der vil være med til at bidrage til en mere bæredygtig fremtid. (Vestas, 2025 rekrutteringsproces) Vestas har brug for mange forskellige personer til de forskellige jobs de kan tilbyde. Ved hjælp af deres rekrutteringsproces tiltrækker de og ansætter de bedste kandidater. (Livet hos Vestas 2025) Vestas giver alle deres

ansatte mulighed for at opnå deres fulde potentiale, ved at opretholde en kontinuerlig proces med udviklingen som kernen. Vestas har en præstations- og udviklingsproces, hvor ledere og medarbejder i løbet af året snakker om trivsel, udvikling, karriereønsker og medarbejderens præstationer. Vestas tilbyder workshops, mentorordninger, e-læring osv. Derudover har de talentprogrammer til at skabe deres egne ledere. Udvalgte medarbejdere for 10 måneders målrettet træning til at udvikle deres lederegenskaber igennem de ledelsesværktøjer og feedback de får. Dernæst har Vestas et senior talentprogram for udvalgte profiler kan få nye roller på det næste virksomhedsniveau. (Vestas 2025, udviklingsrejse) Vestas siger at deres største aktiv er deres ansatte. Vestas ønsker at give deres ansatte alle muligheder for at udvikle deres styrker, kompetencer og forberede sig på fremtidige roller og ansvar. Ved at rekruttere og udvikle højt kvalificerede medarbejder, er det muligt for Vestas at drive innovation og optimere produktionsprocesser hvilket er med til at forbedre indtjeningsniveauen og dermed også konkurrenceevnen.

2.1.3 Produkt og teknologiudvikling

Produkt og teknologiudvikling i Porters værdikæde handler for Vestas om videreudvikling af nuværende produktionsaktiviteter. Det er vigtigt at have den rigtige sammensætning mellem nye og etablerede produkter, da det er med til at sikre høj effektivitet og kvalitet i produktionen. Teknologiudvikling handler om at vedligeholde produktionsudstyr, men også om at følge med de teknologiske udviklinger der sker, så produktionen af vindmøller altid er fuldt ud effektiv og kvalitetssikret. Vestas investerer betydeligt i forskning og udvikling for at forbedre effektiviteten af deres vindmøller. (Kaastrup Andersen 2025, MHI Vestas)

Vestas samarbejder med udvalgte universitetspartnere for at udvikle deres produkter. Det sker ved strategisk samarbejde som Vestas finansier, hvor universitetsforskning og teknologiudvikling skal hjælpe Vestas konkurrenceposition på markedet. (Vestas 2025, partnerskaber) Vestas prøver på at skabe morgendagens teknologi i form af skalerbare, pålidelige og bæredygtige energiløsninger, der kan levere høj og ensartet værdi for kunderne. Deres løsninger gennemgår test for at sikre høj kvalitet, lang levetid og optimal ydeevne. Ved at Vestas' teknologi er designet med fokus på skalerbarhed og standardisering, gøres det muligt at tilpasse teknologierne til miljøer og etablere industristandarder inden for vindenergien. Vestas introducerer løbende nye versioner af deres turbiner, som kræver omfattende arbejde med design, udvikling, test og implementering. (Vestas 2025, teknologileder) Vestas bruger en kombination af agile og traditionelle metoder i deres produktudviklingsprocesser for at sikre både solide produkter og effektive processer.

(Vestas 2011, produktudvikling) Agile metoder er kendetegnet ved deres fleksibilitet og iterative tilgang, hvor udviklingen sker i korte cyklusser kaldet sprints. Dette gør det muligt for Vestas at tilpasse sig ændringer hurtigt og inkorporere feedback løbende. Traditionelle metoder, som ofte følger en lineær og sekventiel tilgang, bruges til at sikre, at der er en klar struktur og dokumentation gennem hele udviklingsprocessen. Ved at kombinere disse to tilgange kan Vestas drage fordel af både fleksibiliteten ved agile metoder og stabiliteten ved traditionelle metode. (Kaastrup 2025, traditionel og agil tilgang) Vestas' produktudviklingsproces omfatter fire hovedaspekter, identifikation, design, optimering og verifikation. Den første fase involverer at identificere kundernes behov og markedskrav. Vestas bruger dataindsigter og markedsanalyser til at forstå, hvad der kræves af nye produkter. I designfasen udvikler Vestas konceptet og de tekniske specifikationer for produktet. Dette inkluderer brugen af avancerede værktøjer og teknologier for at sikre, at designet er både innovativt og funktionelt. Optimeringsfasen fokuserer på at forbedre designet for at maksimere effektiviteten og reducere omkostningerne. Dette kan involvere simuleringer og prototyper for at teste forskellige designløsninger. Verifikationsfasen inkluderer omfattende test for at sikre, at produktet opfylder kundernes krav og standarder. Dette indebærer både laboratorietest og feltprøver under reelle forhold. Vestas har etableret en 'One-Stop-Office-Shop' (OSOS) for at håndtere fejl og rettelser effektivt. OSOS er designet til at strømline processen med at identificere og rette fejl, hvilket minimerer nedetid og optimerer business casen for serieproduktion. Dette system gør det muligt for Vestas at reagere hurtigt på problemer og implementere løsninger uden at forsinke produktionsprocessen. (Vestas 2011, produktudvikling) Ved at Vestas konstant arbejder med produkt -og teknologiudvikling, sikrer Vestas deres markedsposition som en af de førende leverandører af energiløsninger, ved hele tiden at optimere og udvikle deres vindenergiløsninger.

2.1.4 Indkøb og forsyninger

I Porters værdikæde indgår indkøbs- og forsyningsfunktionen. Vestas har fokus på at fremskaffe de hjælpemidler og de nødvendige eksterne ressourcer, som de har behov for til at kunne gennemføre deres produktion af vindmøller. Vestas' indkøbs- og forsyningsfunktion er afgørende for deres produktion af vindmøller. Vestas indkøber deres råmaterialer som fx stål, glasfiber og elektronikkomponenter fra globale leverandører. (Vestas 2025, leverandører) Alle leverandører skal overholde Vestas' etiske standarder, kvalitetskrav og bæredygtighedskrav, som er beskrevet i deres Supplier Code of Conduct. Dette omfatter miljømæssige og sociale ansvarligheds-kriterier som sikrer, at alle materialer og komponenter lever op til Vestas' høje

standarder for kvalitet og bæredygtighed. Vestas udvælger de bedste leverandører og arbejder tæt sammen med dem for at udvikle og implementere innovative løsninger, som kan forbedre effektiviteten og reducere miljøpåvirkningen. (NP Invest 2024) Forsyningsfunktion omfatter logistik og transport af materialer til deres produktionsfaciliteter, hvor de opbevares og håndteres. Vestas har etableret en samlet organisation for teknologi, indkøb og produktion. Denne tilgang styrker deres levering af vindenergiløsninger, fra design og udvikling til produktion og levering. Ved at samle organisationen kan Vestas bedre koordinere og optimere deres processer og opnå højere kvalitet og effektivitet. (NP Invest 2024) Denne tilgang er fordelagtig, fordi den forbedrer samarbejdet mellem de forskellige afdelinger. Forbedringer kan hurtigere implementeres på tværs af hele organisationen, som kan skabe mere effektive produktionsmetoder og produktudvikling. Ved at samle organisationen reduceres risikoen for fejl og forsinkelser. Samlet set bidrager denne tilgang til at styrke Vestas' markedsposition og værdiansættelse ved at sikre at deres vindmøller er af højeste kvalitet og produceret så effektivt som muligt. (Vestas 2025, transport og logistik)

2.2 Primære aktiviteter

De primære aktiviteter har særligt fokus på virksomhedens fremstillingsprocesser, som er en klassik tilgang til forståelse af, hvordan og hvor virksomheden skaber værdi for kunderne.

2.2.1 Indgående logistik

Indgående logistik drejer sig om de hjælpemidler og eksterne ressourcer som Vestas skal bruge i selve fremstillingsprocessen. For at Vestas kan producere en vindmølle skal de bruge en række materialer og komponenter, såsom stål, glasfiber, kulfiber, rotorblade, generator, gearkasser mv. Leverandørerne og deres materialer og komponenter skal leve op til specifikke krav og kvaliteter som er beskrevet i Vestas' leverandør Code of Conduct for at Vestas kan samarbejde med dem. (Vestas 2025, leverandører) For at definere en fælles ramme for kvalitetskrav og for at sikre et professionelt forhold mellem Vestas og dets leverandører har Vestas lavet "Vestas Supplier Quality Manual". Ved at indgå i partnerfællesskaber med fx Mærsk sikrer Vestas deres logistik ved at anvende avancerede lager- og distributionssystemer for at minimere forsinkelser og omkostninger. (Vestas 2025, partnerskaber)

2.2.2 Produktion

Produktion handler om fremstillingsprocessen af kerneproduktet, vindmøller, som er Vestas' værditilbud til kunderne. Vestas' produktion af vindmøller er en kompleks proces. Produktionen starter med design og udvikling af vindmøllen, herunder vinger, nacelle og tårn.

Vestas anvender avancerede værktøjer og teknologier til at optimere designet for at maksimere effektiviteten og minimere omkostningerne. Dette omfatter brugen af dataindsigter og simuleringer for at sikre, at designet opfylder både tekniske og økonomiske krav. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter) Vestas indkøber råmaterialer fra et globalt netværk af leverandører som transporteres til Vestas' produktionsfaciliteter, hvor de opbevares og håndteres omhyggeligt for at sikre, at de er klar til brug i produktionen. Vestas vælger leverandører, der kan levere materialer af høj kvalitet og overholde deres bæredygtighedskrav. (Vestas 2025, produktion) Vingerne fremstilles ved at kombinere glasfiber i store forme for at sikre, at de er stærke og holdbare. Efter formningen hærdes vingerne i ovne for at opnå den nødvendige styrke og stabilitet. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter) Nacellen, som indeholder generatoren og andre mekaniske dele, samles ved at kombinere forskellige komponenter som gearkasser, generatorer og kontrolsystemer. Denne samling kræver præcision for at sikre, at alle dele fungerer korrekt sammen. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter) Tårnet består af stålsegmenter, der svejses sammen. Vestas bruger lavemissionsstål for at reducere CO₂-udledningen og forbedre bæredygtigheden af deres vindmøller. (Vestas 2025, produktion) Når de enkelte komponenter er fremstillet, transporteres de til en samlingsfacilitet. Her samles de til en komplet vindmølle. Den samlede vindmølle gennemgår omfattende test for at sikre, at den opfylder alle kvalitets- og sikkerhedsstandarder. Dette inkluderer både laboratorietest og feltprøver under reelle forhold. Testene sikrer, at vindmøllen kan modstå forskellige miljømæssige påvirkninger og levere pålidelig ydeevne. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter) Efter at vindmøllen er blevet testet og godkendt, transporteres den til installationsstedet. Her monteres den og tilsluttes elnettet. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter) Vestas har produktionsfaciliteter som er placeret over hele verden, hvilket gør det muligt at levere vindmøller til kunder over hele verden. Deres faciliteter er udstyret med teknologiske systemer, der sikrer præcis fremstilling og kvalitet hvilket giver dem stordriftsfordele og bidrager til at Vestas kan være den førende leverandør af vindenergiløsninger. (Vestas 2025, produktionsfaciliteter)

2.2.3 Udgående logistik

Udgående logistik indebærer lagerstyring, transport, ekspedition derudover også generel styring af distributionskæder. I en verden med stigende konkurrence blandt virksomhederne er udgående logistik vigtig, fordi styringen af distributionen af de færdigproducerede vindmøller er afgørende for Vestas' succes. Vestas anvender SAP (Supply Chain Management) som er et lagersystem som hjælper Vestas med data omkring

lagerbeholdninger, ordrebehandling og forsendelser som er tilgængelige i nutid, fordi SAP integrerer lagerstyringen med øvrige processer, som indkøb, produktion og distribution. SAP giver mulighed for at optimere lagerbeholdninger ved at undgå overflod af lager samt mangel på nødvendige komponenter, hvilket kan reducere omkostninger og øge effektiviteten. (Vestas 2022 årsrapport) For at prioritere effektiv transportstrategi har Vestas indgået i strategisk samarbejde med A.P.Møller Mærsk for at optimere container transport. Mærsk håndterer dør-til-dør transport fra leverandører til Vestas' fabrikker og lagre samt leverancer til vindmølleprojekter. (Energysupply 2021 transportaftale) Vestas samarbejder også med DSV som fokuserer på at transportere alt andet end containere, hvilket sikrer at Vestas' transport behov er dækket. (Vestas 2025, strategisk partnerskab) SAP understøtter Vestas i at optimere deres lagerstyring, hvilket forbedrer både effektiviteten og kundetilfredsheden. Samarbejdet mellem Vestas, Mærsk og DSV giver en strategisk fordel ved transport, da det reducerer omkostninger og sikrer pålidelig levering.

2.2.4 Marketing og salg

Marketing og salg handler om salgsplanlægning, fastsættelsen af pris og selve gennemførelsen af salget og står for Vestas' markedsføring af de produkter de sælger. Vestas' salgsplanlægning skal sikre vækst og markedsandele på det globale vindmarked. Vestas identificerer vigtige markeder og kundesegmenter, som energiselskaber, vindmølleparker og offentlige/private partnerskaber. På baggrund af prognoser baseret på de globale klimamål og efterspørgsel fastsætter Vestas deres salgsplanlægning. (Vestas 2022, årsrapport) I forhold til prisfastsættelsen er det vigtigt at Vestas' prisstrategi er rigtig for at kunne opnå en god konkurrenceevne på det globale marked. Et vigtigt nøgletal er Levelized Cost of Energy (LCOE), som viser hvad den gennemsnitlige omkostning er per produceret MWh. Vestas fokuserer på at kunne reducere LCOE ved konstant at udvikle større, mere effektive møller, hvilket er en af de vigtigste faktorer for prisfastsættelsen, for at kunne tilbyde konkurrencedygtige priser. (Vestas 2022, årsrapport) Gennemførelsen af salget sker gennem Vestas' globale salgsteam som er opdelt i regionerne Europa, Amerika og Asien. Deres salgsprocesser omhandler både individuelle projekter og langsigtede serviceaftaler, som sikrer Vestas' indtægter gennem vedligeholdelse og drift af vindmølleparker. Med denne tilgang giver det Vestas mulighed for at kunne opbygge relationer med kunderne og opnå langsigtede kontrakter. (Vestas 2022, årsrapport) Markedsføringen af Vestas' vindenergiløsninger handler både om branding og digital markedsføring. Vestas markedsfører sig inden for innovation og deres bidrag til CO₂-reducering gennem udvikling af effektiv

vindmølleteknologi. Vestas anvender digital markedsføring, ved brug af sociale medier mv. for at kommunikere deres brand. (Vestas 2022 bæredygtighedsrapport) Vestas arbejder aktivt på deres salgsplanlægning for at styrke deres position på markedet gennem prisstrategier, innovation og markedsføring. Deres prisfastsættelse, fokuserer på at reducere LCOE, som er afgørende for kunne levere konkurrencedygtige priser. Vestas investerer i forskning og udvikling for at kunne fastholde deres markedsposition, samtidig med de prøver at få langvarige kunderelationer igennem deres serviceaftaler. (Vestas 2022, årsrapport)

2.2.5 Service efter salg

Service efter salg handler om vedligeholdelse og reparationer, som øger produktets værdi for kunden. Samt at Vestas skal sikre sig, kundetilfredshed for kunne skabe mere salg til nye kunder, men også skabe relationer med eksisterende kunder. Vestas har mere end 11.000 serviceteknikere i 71 lande som servicerer vindmøller i hele deres levetid efter de højeste kvalitetsstandarder og sikkerhedskrav. Vestas' globale forsyningskæde og tilstedeværelse i mange lande gør det nemmere at servicere vindmøllerne. (Vestas 2025, service) Vestas sørger for at vindmøllerne fungerer effektivt og lever op til den ydeevne de har lovet. (Vestas 2025, vedligeholdelse) Vestas tilbyder omkostningseffektive reparationsmuligheder og giver adgang til reservedele og reparationsløsninger igennem deres egen hjemmeside. Dernæst tilbyder Vestas efter køb af vindmøller rutineinspektioner, for at forhindre og minimere skader på komponenter. De hjælper med service efter salg da effektive reparationer af vindmøllekomponenter kan give store besparelser for kunden. (Vestas 2025, reparation) Vestas leverer digitale tjenester som giver kunden mere forudsigelighed, øget produktion af vedvarende energi og effektiv drift, hvor man bl.a. kan styre sine turbiner. (Vestas 2025, digital) De tilbyder optimeringstjenester for at øge produktionseffektiviteten. Ved optimering af software og aerodynamiske opgraderinger vil du kunne øge energiproduktionen med op til 5% årligt. Rotor opgradering består af at installere større rotor og vinger der forbedrer turbiner og vindfanget som giver 15% højere energiproduktion. Vestas tilbyder livstidsforlængelsesprogrammer for kunne maksimere kundens investering. (Vestas 2025 optimering) Ved at tilbyde services efter salg sikrer Vestas, at kunderne får den nødvendige støtte til at optimere driften og maksimere udbyttet af deres investering.

2.3 Kritik af Porters værdikæde

Porters værdikæde er blevet kritiseret meget for kun at have fokus på den industrielle tankegang og derfor mangler analysen fokus på servicebranchen. I analysen er der en mangel på tværgående tækning internt i virksomheden, samt at have en begrænset måde at forstå

værdiskabelse på, der ikke udnytter dynamiske muligheder. Denne interne analyse er blevet kritiseret for at have en statisk tilgang. En udfordring ved brugen af Porters værdikæde i denne opgave er den begrænsede adgang til intern information om Vestas. Da modellen primært egner sig til intern analyse, ville et fuldt udbytte kræve indsigt i virksomhedens daglige drift og værdiskabende aktiviteter. Da denne opgave bygger på offentligt tilgængeligt materiale og et enkelt interview, er det ikke muligt at afdække alle værdikædens led i dybden.

2.4 Delkonklusion

Vestas' værdikæde er afgørende for virksomhedens indtjeningsevne gennem værdiskabelsen i produktionsprocessen. Vestas har samlet organisationen for teknologi, indkøb og produktion for kunne producere så effektivt som muligt. Ved at Vestas rekrutterer og udvikler højt kvalificerede medarbejdere, er det muligt at drive innovation og løbende optimere deres produktionsprocesser. Vestas har stor fokus på produkt- og teknologiudvikling, for at sikre deres markedsposition. Ved at Vestas har samlet organisation kan Vestas bedre koordinere og optimere deres processer og dermed opnå de højere kvalitet og effektivitet. Vestas har produktionsfaciliteter over hele verden hvilket gør det muligt at levere vindmøller til kunderne over hele verden. Samarbejdet mellem Vestas, Mærsk og DSV giver en strategisk fordel ved transport, da det reducerer omkostninger og sikrer pålidelig levering. Vestas' prisfastsættelse, fokuserer på at reducere LCOE for kunne levere konkurrencedygtige priser. Ved at Vestas tilbyder service efter salg sikrer Vestas at kunderne kan optimere og maksimere udbyttet af vindmøllen.

3. PESTEL

PESTEL se bilag 12.2 er et analyseværktøj der kan bruges til at indfange og forstå de eksterne faktorer der påvirker Vestas. Fjernmiljøet er nogle eksterne faktorer som Vestas ikke direkte kan kontrollere, men som har stor indflydelse på deres drift og konkurrenceevne. Ved denne analyse kan man præcisere hvilke forhold der på nuværende tidspunkt påvirker Vestas mest. PESTEL-analysen er en makroanalyse der kan anvendes til at identificere trusler og muligheder samt optimering af deres strategi for at bevare og styrke konkurrenceevnen. Det er vigtigt at Vestas tilpasser sig omverden bedst muligt, idet de ikke kan påvirke forholdene i omverdenen. PESTEL er en forkortelse for politiske, økonomiske, sociokulturelle, tekniske, miljømæssige, lovgivningsmæssige forhold. For at få en forståelse af det fjernmiljø Vestas er omgivet af, vil alle førnævnte faktorer blive analyseret.

3.1 Politiske faktorer

For Vestas har støtteordninger og incitamenter spillet en stor rolle i den tidlige fase af Vestas' forretning, hvor vedvarende energi kun konkurrerede med traditionelle energikilder.

Skatteincitamenter, som dem der findes i USA, har haft stor betydning for Vestas' indtægter og har været med til at øge efterspørgslen på vindenergi. Skattefradrag for investeringer i vedvarende energi har øget efterspørgslen efter Vestas produkter. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) I Tyskland afsættes der 100 milliarder til nye infrastrukturinvesteringer til klimaet, for at fremme vedvarende energiprojekter og dermed øge Vestas' markedsmuligheder. De europæiske klimamål, herunder EU's net-zero strategi og krav om reduktion af Co2-udledning (scope 1, 2 og 3), har øget både det politiske og økonomiske pres på virksomheder som Vestas til at investere i og levere løsninger indenfor vindenergi. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Der vil være risiko for tariffer, told mv. trods at Vestas har lokal produktion i USA f.eks. politiske tiltag og skiftende handels -industripolitik kan påvirke Vestas ved at der kommer tariffer på komponenter, som der skal importeres til USA. Vestas er i mange lande og skal bruge mange forskellige komponenter til deres vindmøller så der er en konstant trussel for tariffer, told og andre handelsrestriktioner som politikker der kan påvirke Vestas med øgede omkostninger som dermed kan svække deres konkurrenceevne. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Politisk opprioritering af energisikkerhed har fået stor betydning, da der en stigende efterspørgsel efter mere selvforsynende energisystemer som vil gøre vindenergi til et alternativ fordi det er uafhængigt af eksterne energikilder. Det giver Vestas muligheder da det er relevant i hele verden at være selvforsynende, da energi ikke kun er en økonomisk ressource, men også en sikkerhedsparameter for nationer. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) ESG påvirker også Vestas. Mange investeringsfonde og pensionskasser fravælger kul og "sort" energi og investerer i stedet i bæredygtige aktiver som Vestas. Det styrker Vestas' langsigtede vækst og øger indtjeningspotentiallet. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

3.2 Økonomiske faktorer

Efterspørgslen efter vedvarende energi påvirker direkte Vestas' vækst og dermed deres økonomi, da det giver en efterspørgsel efter Vestas' vindmølleteknologi og serviceydelser. Et øget fokus på klimaforandringer og Co2-reduktioner har gjort vedvarende energi til en vigtig prioritet for lande globalt, hvilket skaber et fundament for Vestas' langsigtede vækst. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Når man kigger på makroøkonomiske faktorer, er det uklart, hvordan BNP vil påvirke Vestas. Dog kan det antages at behovet for energiforsyning vil følge traditionel økonomisk udvikling (BNP). I 2025 og frem vil behovet for elektrisk energi stige,

grundet elektrificering af samfundet og væksten af datacentre, hvilket kan give en større efterspørgsel efter vindenergi. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Renteudviklingen påvirker forsyningsselskaber og udvikleres afkast-beregninger, som kan have en indirekte effekt på Vestas' forretning. Når renten stiger bliver det dyrere for disse aktører at låne penge til at finansiere deres projekter som kan reducere afkastet. Når renten er lav, bliver det lettere at finansiere projekterne til lavere omkostninger, hvilket gør investeringerne mere rentable. Det vurderes dog at politiske prioriteringer af klima og energiforsyninger vil være den primære drivkraft for Vestas' vækst fremfor makroøkonomiske faktorer alene. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Høj inflation kan påvirke priserne på centrale komponenter for Vestas som stål, kobber og glasfiber. Prisstigninger kan øge produktionsomkostninger og dermed presse Vestas' indtjeningsmarginer, især hvis det ikke er muligt at overføre omkostninger til kunderne gennem prisstigninger. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

3.3 Sociale faktorer

Der er i de senere år kommet en øget global bevidsthed om klimaændringer og bæredygtighed som har skabt en efterspørgsel efter vedvarende energiløsninger, hvilket gavner Vestas og deres vækstmuligheder. (Vestas 2022, bæredygtighedsrapport)

3.4 Teknologiske faktorer

Den teknologiske udvikling og innovation er vigtig for Vestas' konkurrenceevne, men i de seneste år har fokus ændret sig fra kun design og teknologisk innovation til at forbedre produktionsprocesserne for mere effektiv produktion for at opnå stordriftsfordele. Den ændring skyldes, at vindemølleteknologien nu er mere moden, og de største gevinster ligger i at optimere produktionen, ved at effektivisere forsyningskæden og reducerer omkostninger pr. enhed. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Vestas' evne til kunne øge produktion og udnytte stordriftsfordele vil være afgørende for at kunne fastholde deres markedsandel. Ved at kunne producere vindmøller mere effektivt og til lavere omkostninger end konkurrenterne, vil de kunne tilbyde konkurrencedygtige priser som kan styrke deres position på markedet. Selvom innovation forsat vil være vigtig for at forbedre teknologien, vil udnyttelsen af kapacitet og effektiv produktion være den primære faktor for Vestas, for at kunne sikre og udvide deres markedsandele fremover. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

3.5 Miljømæssige faktorer

Vestas' evne til at tilpasse sig klimaændringer og bæredygtighedskrav vil være afgørende for virksomhedens langsigtede vækst. I forbindelse med at klimaændringer bliver en større og

vigtigere global udfordring, og regeringer strammer kravene til bæredygtighed, vil efterspørgslen efter vedvarende energi som vindkraft stige. Som en af de førende leverandører af vindmøller har Vestas en stærk position til at udnytte denne udvikling, men det er afgørende at de ikke sakker bagud i forhold til de teknologiske krav der opstår. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

3.6 Juridiske faktorer

Ændringer i miljøreguleringer og CO2 kan have stor indflydelse på Vestas omkostninger og langsigtede strategiske beslutninger. Strengere krav om CO2-reduktion og skærpede miljøreguleringer kan medføre højere omkostninger for produktion og drift, særligt hvis Vestas skal investere i ny teknologi eller tilpasse sine processer for at overholde reglerne. På den anden side kan det skabe muligheder for Vestas, da den øgede efterspørgsel efter vedvarende energi som vindkraft kan føre til en højere omsætning. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Samlet set kan ændringer i lovgivning og reguleringer både presse Vestas til at tilpasse sig og åbne op for nye vækstmuligheder.

3.7 Kritik af PESTEL

Når man anvender PESTEL analysen bør man altid have en kritisk tilgang. Det er fordi modellen ofte ender ud i statisk fremstilling, hvor der mangler den dynamiske tilgang til omgivelserne. PESTEL er en ekstern analyse og tager derfor ikke højde for interne forhold, hvilket betyder at den kun beskæftiger sig med ting Vestas ikke direkte kan ændre på, men kun tilpasse sig efter. Det kan være vanskeligt at få de relevante oplysninger og informationer om fjernmiljøet, det er derfor meget tids- og ressourcer krævende. For at kunne øge værdien af PESTEL-analysen vil det være nødvendigt løbende at komme med input og informationer og opdatere analysen for relevans og aktualitet. Analysen har også en svaghed i at den tager udgangspunkt fra kun en porteføljeforvalters kommentarer.

3.8 Delkonklusion

Vestas strategiske position påvirkes i høj grad af de faktorer der fremgår af PESTEL-analysen. På den politiske front får Vestas stærk støtte til vedvarende energi, som blandt andet EU's og andre landes klimamål, hvilket skaber muligheder for vækst, dog er der trusler med tariffer, told mv. Økonomisk set påvirkes Vestas af makroøkonomiske faktorer som renteændringer og inflation, da det påvirker investeringer i vindenergi. Den teknologiske udvikling er en styrke for Vestas, da de konstant arbejder på at forbedre deres

vindmølleteknologi, men der vil hele tiden være risiko for at de sakker bagud i forhold til konkurrenterne. På det sociale område er der stigende forbrugerinteresse for bæredygtighed, hvilket påvirker efterspørgslen positivt efter Vestas vindmøller. Miljømæssigt har Vestas glæde af den stigende efterspørgsel for vedvarende energi, men står også overfor krav om at de reducerer sin egen miljøpåvirkning. Vestas er udsat for politiske og økonomiske udfordringer i form af nye konkurrenter især fra Kina der kan udfordre virksomhedens markedsandel. Samlet set er Vestas klar til at udnytte de muligheder der opstår, men skal forsat fokusere på innovation og effektivitet for at imødegå de trusler, der er på markedet.

4. Porters Five forces (P5F)

For at kunne forstå hvordan konkurrencesituationen er i vindmølleindustrien vil analysemodellen Porters Five Forces anvendes se bilag 12.3. Modellen anvendes for forstå de eksterne markedsforhold der påvirker Vestas' strategiske position og dermed også deres værdiansættelse. Porters Five forces består af fem kræfter som har indflydelse på konkurrencesituationen også kaldet markedspladsen. De fem faktorer kan have en negativ men også en positiv påvirkning af konkurrencesituationen.

4.1 Konkurrencesituationen på markedet

Konkurrencesituationen på markedspladsen handler om markedsstrukturen, konkurrenceformen, vareudbud, produktionskapacitet og omkostningsstruktur. Konkurrencesituationen for Vestas vil i de kommende år blive præget med en markedsstruktur af pres fra etablerede og nye aktører i vindmøllebranchen. Virksomheder som Siemens Gamesa, GE Renewable Energy og kinesiske producenter som GoldWind vil konstant forsøge at vinde markedsandele ved at bruge prisstrategier og teknologisk innovation for at udvide deres tilstedeværelse i vækstmarkeder. Konkurrenceformen er både prisbaseret og teknologi drevet. Kinesiske producenter får statsstøtte og er særlige konkurrencedygtige med deres lavere priser og længere garantiperioder, hvilket giver dem en fordel især i udviklingsmarkeder. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) For at bevare sin markedsposition vil Vestas styrke deres innovation indenfor vindmølleteknologi og forsætte med at optimere både produktionsprocesser og produktionskapaciteten for at øge effektiviteten og reducere omkostninger. Derudover investerer Vestas i digitalisering og dataanalyser, som skal skabe en mere effektiv drift. Et fokusområde er serviceforretningen, som giver stabile indtægter gennem vedligeholdelse af eksisterende vindmølleparker. Vestas satser også på offshore-vindmøller, hvor der er stor vækst, og hvor det er svært for kinesiske aktører at få lov at levere grundet geopolitiske forhold. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Konkurrence fra Kina er en stor udfordring fordi de kinesiske producenter kan producere i stor skala til lave

produktionsomkostninger, og få offentlig støtte, hvilket gør de kan levere en konkurrencedygtig pris. Der hjemmemarked er også mange gange større end øvrige markeder, hvilket giver dem en fordel, da de har stor erfaring med, producerer i store mængder. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Vestas fokuserer på at udvikle større vindmøller, som resulterer i lavere LCOE. Det sker på baggrund af at større møller generer mere energi, hvilket sænker omkostningerne per produceret MWH, og hjælper med at fastholde en konkurrencefordel. Innovation og stordriftsfordele er afgørende for at opnå lavere LCOE, dog er der risiko for kvalitetsproblemer og børnesygdomme ved lancering af nye teknologier. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) På længere sigt er det afgørende for Vestas' konkurrenceevne og markedsposition, at de formår at finde en balance mellem teknologisk innovation, kvalitet samt en forståelse for geopolitiske forhold.

4.2 Leverandørerne og deres forhandlingsstyrke

Leverandørerne og deres forhandlingsstyrke afhænger af antallet af leverandører, men også styrkeforholdet til de andre vindmølleproducenter der er på markedspladsen.

Vestas har en stærk forhandlingsstyrke over for leverandører af nøglekomponenter som tårne, vinger og elektronik, da Vestas er en stor spiller på markedet for vindenergi. Vestas har en vis størrelse og markedsposition som gør det muligt at forhandle gunstige aftaler med deres leverandører. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Vestas er så stor en spiller at har udviklet "Vestas Supplier Quality Manual" hvor formålet med manualen er definere kvalitetskrav, bæredygtighed, mv. som leverandørerne skal leve op til. (Vestas 2025, leverandør)

Vestas forhandlingsstyrke opstår ved den volumen de bestiller, og de rammeaftaler de indgår, som giver forudsigelighed og stabilitet for leverandørerne og Vestas. Vestas sikrer sig dermed konkurrencedygtige priser på komponenter og skaber nogle gode langvarige relationer med leverandørerne. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

4.3 Kunderne og deres forhandlingsstyrke

Kunderne og deres forhandlingsstyrke afhænger i høj grad af, hvor mange alternative udbydere af samme produkt der er tilgængelig på markedet. Mange af vindmølleproducenterne er store herunder Vestas, Simens Gamesa, GE Renewable Energy og Goldwind. Disse store producenter sælger meget standardiserede vindmøller som gør det nemmere for kunderne at skifte mellem leverandørerne. De kinesiske leverandører har ofte lavere priser, og på markeder uden geopolitik kan kineserne tilbyde kunder en lav pris hvilket styrker kunderne og deres forhandlingsstyrke. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11)

Service- og vedligeholdelsesaftaler kan reducere kundens forhandlingsstyrke på langt sigt, for når Vestas har solgt en vindmølle, er det dem der tilbyder service og vedligeholdelse af vindmøllen. Dernæst ligger vindenergi lavt på LCOE hvilket gør at det er en mest omkostningseffektive former for vedvarende energi ifølge Bloomberg. Dette gør det sværere for substituerende produkter, hvilket medfører en lavere forhandlingsstyrke for kunderne. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Kunderne kan stille krav om garantier overfor vindmølleproducenterne hvilket kan øge kundernes forhandlingsstyrke. Vindmøller og vindmølleparker er dyre investeringer, hvor kunderne ofte fokuserer på LCOE og pris, kunderne har derfor mere fokus på omkostninger og kan derfor være mere krævende i forhandlinger. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Kunder i vindmølleindustrien har en relativ moderat forhandlingsstyrke over for producenter som Vestas, fordi der er få kunder og store udbydere som tilbyder mere og mere standardiserede vindmøller. Vindmøllerne er derfor nemme at sammenligne, hvilket gør at kunderne kan presse på prisen og garantierne. Omvendt ligger vindenergi lavt på LCOE, hvilket gør vindenergi til at være den mest fordelagtige grønne energikilde, som giver kunderne en lavere forhandlingsstyrke.

4.4 Truslen fra nye indtrængere

Truslen fra nye udbydere på markedspladsen vil have en indflydelse på konkurrencesituationen. Det afgørende er, hvor svært det er at overvinde den indtrængningsbarriere der er for at komme ind på markedet. Truslen fra nye indtrængere vurderes relativ lav, men stigende på grund af grøn energi, Kina og geopolitik. En vindmølleproduktion kræver store investeringer og kapital at starte op og der er teknologisk kompleksitet i at producere en vindmølle. Markedet er også præget af store aktører Vestas, Siemens Gamesa og GE, som har skabt et brand og tillid til kunder. Dog kan kinesiske aktører påvirke Vestas' markedsandele og marginer. Kinesiske producenter har lave produktionsomkostninger, hvilket gør at de tilbyder konkurrencedygtige priser, som kan presse Vestas' marginer, da de skal tilpasse deres priser for at bevare deres markedsandele. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Nye kinesiske aktørers vækst på internationale markeder, som Europa og Amerika øger konkurrencen og reducerer Vestas markedsposition i nogle regioner. Dog kan Vestas konkurrere på innovation, kvalitet og deres brand i etablerede markeder, hvor der er efterspørgsel efter højere pålidelighed og effektivitet. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) For at nye producenter kan konkurrere med Vestas kræver det store investeringer, teknologi, produktion og distribution.

4.5 Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra lignende produkter eller substituerende produkter er konstant. Der foregår kontinuerlig udvikling af alternative produkter, der kan opfylde kundernes behov. Denne vedvarende innovation bidrager til at opretholde og styrke dynamikken på markedspladsen. Der eksisterer substituerende produkter fra alternative energikilder som solenergi og batterilagring. Disse to alternative energikilder kan påvirke Vestas vækst, men kan også komplementere vindenergi. I solrige områder, er solenergi blevet mere konkurrencedygtigt hvis man sammenligner med LCOE ud fra Bloombergs analyser. Solceller og batterilagring kan hjælpe med at udjævne forsyningsbehovene. Batterilagring kan integreres med vindenergi, hvilket Vestas kan udnytte for at opbevare overskydende energi. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Truslen fra alternative energikilder er ikke ubetydelige, og på kort sigt kan solenergi og batterilagring nogen steder reducere Vestas' markedsandel, men vindenergi vil forblive en central ting i den globale energiomstilling. Vestas kan tilpasse sig og eventuelt udnytte synergierne mellem andre energikilder og vindenergi for at styrke deres markedsposition. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Truslen fra substituerende energikilder som solenergi, er moderat, selvom solenergi også har en faldende LCOE. Den politiske opbakning vil sandsynligvis støtte vindenergi de kommende år.

4.6 Kritik af Porters Five Forces

Porters Five Forces har som alle andre modeller begrænsninger. Modellen er statisk og tager ikke højde for, hvordan markeder og konkurrenceforhold udvikler sig over tid, hvilket kan være en svaghed i dynamiske industrier som vindenergi. Analysen har en svaghed i at den tager udgangspunkt i kun en porteføljeforvalter kommentarer. Konkurrencesituationen kan hurtigt ændre sig, derfor er kontinuerlige opdateringer og grundige markedsanalyser afgørende for at bevare en præcis indsigt i Vestas' konkurrencesituation.

4.7 Delkonklusion

Samlet set er Vestas' markedsposition præget af en række faktorer, hvor konkurrencen er høj, dog har Vestas en teknologisk styrke, størrelse og erfaring som giver dem en stærk position på markedet. For at Vestas kan opretholde den position på markedet skal Vestas forsætte med at fokusere på innovation og optimering af deres produktion og udvide deres serviceforretning.

5. SWOT

SWOT-analysen fungerer som en strategisk opsummering, der kobler både interne faktorer fra værdikædeanalysen og eksterne faktorer fra PESTEL- og Porters Five Forces-analyserne.

Dette giver et mere nuanceret grundlag for at perspektivere værdiansættelsen og vurdere Vestas' fremtidige potentiale. Se den uddybende SWOT i bilag 12.4.

5.1 Styrker

- Stordriftsfordele og stærk produktionskapacitet
- Bred serviceforretning
- Stærk logistik og distributionsnetværk gennem partnerskaber
- Høj grad af innovation og teknologi
- Stærk position inden for grøn energi

5.2 Svagheder

- Afhængighed af politisk støtte
- Pres fra konkurrenter
- Alternative energikilder
- Høje faste omkostninger og svingende kapacitetsudnyttelse

5.3 Muligheder

- Markedsmuligheder i Tyskland, 100 mia. euro afsat til klima
- EU's Net zero strategi fremmer investeringer i vindenergi
- Øget fokus på selvforsyning
- Grøn Investorinteresse

5.4 Trusler

- Risiko for at sakke bagud på innovation og teknologi
- Stigende konkurrence fra kinesiske producenter
- Trusler fra alternative energikilder
- Afhængighed af politisk støtte
- Geopolitisk usikkerhed
- Inflation, told og stigende råvarepriser

5.5 Kritik af SWOT

Kritik af SWOT-analysen er, at den er subjektiv, da den bygger på en kvalitativ vurdering, hvilket gør at styrker, svagheder, muligheder og trusler enten undervurderes eller overvurderes. SWOT giver heller ikke en vægtning af de identificerede faktorer, hvilket medfører at det er vanskeligt at vurdere, hvor stor betydning en bestemt styrke eller trussel har for værdiansættelsen.

5.6 Delkonklusion

Vestas har en stærk markedsposition som en af de store vindmølleproducenter. De er drevet af stærke kompetencer indenfor stordrift, service, innovation, bæredygtighed og et globalt distributionsnetværk. Vestas nyder godt af den stigende politiske og finansielle opbakning til grøn energi, hvilket skaber vækstmuligheder. Dog står Vestas over for udfordringer som

inflation, told og tariffer, høje faste omkostninger, svingende kapacitetsudnyttelse grundet svingende efterspørgsel og intens konkurrence. Konkurrence er hård fra især statsstøttede kinesiske aktører med lave prisstrategier, og der er risiko for at sakke bagud teknologisk. Vestas evne til at udnytte sine styrker, muligheder og imødekomme deres svagheder og trusler vil være afgørende for at fastholde deres markedsposition i vindemøllebranchen.

6. Regnskabsanalyse

I dette afsnit gennemgås og analyseres centrale nøgletal for Vestas baseret på de seneste 5 årsregnskaber. Ved at besvare spørgsmålet i problemstillingen om hvordan udviklingen i Vestas' regnskabs- og nøgletal har været i de sidste 5 år, får man indsigt i Vestas' økonomiske indtjeningsevne, væksttendenser og virksomhedens performance.

Regnskabsanalysen har til formål at danne grundlag for og understøtte det budget, der fastlægges senere i opgaven, for at kunne anvende DCF modellen for at komme frem til en værdiansættelse af Vestas. Da budgettet fokuserer på Vestas' fremtidige udvikling, er det yderst relevant at analysere de historiske tal og deres udvikling. Vestas regnskabsår følger kalenderåret, altså fra 01. januar til 31 december. De seneste 5 regnskaber som vil blive analyseret, er fra 2020 til og med 2024. Regnskabsanalysens tal fremkommer i millioner Euro.

6.1 Resultatopgørelse til analyse

I de 5 anvendte årsrapporter for Vestas er afskrivninger i resultatopgørelsen indregnet i omkostningsposterne produktionsomkostninger, forsknings -og udviklingsomkostninger, distributionsomkostninger, administrationsomkostninger, salg af teknologi og særlige poster. Afskrivninger skal anvendes senere i regnskabsanalysen, derfor er der udarbejdet en ukonventionel resultatopgørelse, hvor afskrivningerne fremgår som en særskilt post. I årsrapporterne for Vestas er det ikke udspecificeret hvordan afskrivninger fordeles i de forskellige omkostninger. Derfor er der i den nedenstående resultatopgørelse indsat en post der hedder "justering af afskrivninger" samt en post der hedder afskrivninger. Ved at have indsat disse to poster kan EBITDA nu udregnes hvilket ikke fremgår i Vestas årsrapporter. Indtægter/tab fra investeringer i joint ventures og associerede selskaber er ikke medtaget i denne alternative resultatopgørelse, fordi regnskabsanalysen er afgrænset fra Vestas' joint venture. Resultatopgørelsen er lavet ud fra tallene fra Vestas' årsrapporter fra 2020-2024 af opgavens forfatter se bilag 12.5. Ud fra resultatopgørelsen, kan man se omsætningen er steget fra 2020 til 2024 med 2.476m Euro (16,71%). Det skyldes bl.a. udvidelsen af serviceforretningen, som har været stigende hvert år fra 2020 til 2024. Bruttofortjenesterne

har været positive alle årene. EBIT har været positiv alle årene på nær i 2022, hvilket skyldtes en kombination af eksterne og interne faktorer. Hovedårsagerne var geopolitiske spændinger og projektforsinkelser, inflation og stigende omkostninger, forstyrrelser i forsyningskæden, garantihensættelser og nedskrivninger. (Vestas 2022, information om årsrapporten) I 2024 nåede både EBIT og EAT det højeste niveau i de seneste 5 år.

6.2 Managerial balancesheet

Formålet med at opstille Managerial Balance Sheet, er at kunne udregne nøgletal i regnskabsanalysen. Managerial Balance Sheet er lavet ud fra balancerne fra regnskaberne fra 2020-2024 se bilag 12.6. I et Managerial Balance Sheet er der udelukkende balanceposter som har et forretningskrav, altså hvilke ressourcer og aktiver Vestas har behov for at binde kapital i, for kunne udvikle og drive deres forretning. Invested Capital består af likvider, arbejdskapital og aktiver. Capital Employed omfatter de balanceposter, der er nødvendige for at drive virksomhedens forretning, såsom egenkapital og rentebærende gæld herunder kassekredit. Invested Capital og Capital Employed skal give det samme. I denne Managerial Balance Sheet er joint venture for at Vestas ikke medtaget på grund af afgrænsning.

6.2.1 Kommentering af WCR, NSF og NLF

I dette afsnit vil der kommenteres på forholdet mellem NLF, NSF og WCR og hvilken betydning det har for Vestas. Arbejdskapital WCR (Working Capital Requirement), er den likviditet, som det kræver at opretholde den daglige drift i en virksomhed. Arbejdskapital dækker over de midler, som kan være bundet i debitorer, kreditorer og varebeholdning. Hvis man reducerer pengebinding fx gennem lavere tilgodehavende og lagre, for dernæst at øge leverandørgælden kan Vestas f.eks. forbedre likviditeten og opnå omkostningsbesparelser. (PWC 2025, WCR) WCR er udregnet således: Andre tilgodehavende

(kort)+varebeholdninger+debitorer+ kontraktaktiver+kontraktomkostninger–
kontraktforpligtelser-varekreditorer- andre gældsforpligtelser kort = WCR.

Som det kan ses i ovenstående tabel, er WCR negativ fra 2020 til 2024. Det betyder Vestas kortfristede forpligtelser overstiger de kortfristede aktiver. En negativ WCR er ikke en dårlig ting for Vestas, fordi de modtager betalinger fra kunderne hurtigere end de betaler deres leverandører, og omsætter deres lager hurtigt til kontanter. Det frigiver derfor likviditet til at kunne finansiere drift og investeringer. NLF (Net Long Term financiering). NLF udregnes således: Egenkapital+langfristet rentebærende gæld–net fixed assets–øvrige ikke rentebærende gæld+ kapitalandele = NLF. NLF er positiv fra 2020 til 2024, hvilket indikerer, at Vestas

benytter sig af ekstern finansiering til at finansiere deres drift og investeringer. Dog kan en vedvarende positiv NLF øge den finansielle risiko, hvis renteniveauet stiger. Vestas er derfor afhængig af ekstern finansiering, hvilket er naturligt da en industri som vindenergi er kapitaltung. Hvis investeringerne de har lånt til skaber højere afkast end finansieringsomkostningerne er det positivt for Vestas. NSF (Net Short Term financiering). NSF udregnes ved at trække likvider fra kortfristede rentebærende gæld = NSF. NSF har været negativ fra Vestas fra 2020 til 2024. Det betyder at Vestas har mere likviditet og finansielle aktiver end rentebærende gæld. Det vil sige at de har overskud af likviditet på kort sigt og er mindre afhængig af ekstern finansiering på kort sigt. Når WCR er negativ frigives likviditet til driften, som hjælper med at skabe en positiv NLF. Når NLF er positiv betyder det at Vestas har penge i overskud til at kunne nedbringe gæld. Derfor bliver NSF negativ hvilket betyder at Vestas har mere likviditet end rentebærende gæld.

6.3 Nøgletalsanalyse

I dette afsnit vil der udregnes og kommenteres på nøgletal for Vestas for at se hvordan udviklingen har været de seneste 5 år. Denne rentabilitetsanalyse vil vise, om Vestas formår at generere overskud ud fra den kapital, der er investeret i virksomheden. Hvert nøgletal fremgår i bilag 12.7 og vil blive kommenteret og uddybet i de kommende afsnit.

6.3.1 Return on Invested Capital

ROIC måler hvor effektivt Vestas bruger sin investerede kapital til at genere overskud. ROIC viser det hvor godt Vestas generer afkast af den samlede investerede kapital altså både egenkapital og gæld. ROIC er Operation Profit Margin EBIT% ganget med Capital turnover. Både EBIT% og Capital turnover har været svingende fra 2020 til 2024, hvilket man også kan se på ROIC. Capital turnover har fra 2020 – 2022 været stigende, i 2020 var Capital turnover 2,47, og i 2022 var Capital turnover 2,99, hvilket påvirker ROIC positivt. Dog var EBIT% i samme periode meget nedadgående hvilket resulterer i en negativ ROIC på -32,97% i 2022. I 2023 og 2024 stiger ROIC grundet fremgang i både EBIT% som stiger fra 1,59% i 2023 til 4,58 i 2024, og Capital turnover som stiger fra 2,64 i 2023 til 2,77 i 2024, hvilket medførte en ROIC på 12,70%. Vestas er fra 2020 til 2024 blevet bedre til at generere afkast af den samlede investerede kapital i både egenkapital og gæld.

6.3.2 Operating Profit Margin (EBIT%)

Operating profit margin, eller driftsresultat i procent af omsætningen har for Vestas i perioden 2020 til 2024 har været meget volatilt. I 2020 lå EBIT% på 4,71%, men faldt til 1,85% i 2021

og videre til -11,02% i 2022, hvor der var et negativt driftsresultat. Hvilket primært skyldes stigende råvarepriser, forsyningskædeproblemer og inflationspres som pressede produktionsomkostninger og marginer. I 2023 ses en forbedring, hvor EBIT% var 1,59%. Denne positive udvikling fortsatte i 2024 hvor EBIT% kom op på 4,58%. Vestas har formået i 2023 og 2024 at få styr på omkostningerne og haft en stigende efterspørgsel på baggrund af politiske initiativer og investeringer i grøn energi. Vestas er i gang med at genetablere deres drift rentabilitet gennem effektivitet og stordrift.

6.3.3 Capital turnover

Capital turnover viser, hvor effektivt Vestas anvender sine samlede aktiver til at generere omsætning. Capital turnover har udviklet sig fra 2,47 i 2020 til 2,82 i 2021, og videre til 2,99 i 2022. Det indikerer en stigende effektivitet i forhold til at skabe omsætning på baggrund af den investerede kapital, hvilket er positivt da der har været et stigende aktivitetsniveau og bedre udnyttelse af aktiverne. I 2023 falder Capital turnover til 2,64, hvilket betyder lavere effektivitet. I 2024 ses en mindre stigning til 2,77, hvilket betyder, at effektiviteten begynder at forbedres igen. Det skyldes, at tidligere investeringer nu begynder at skabe resultater, og at Vestas er blevet bedre til at udnytte sine aktiver til at genere omsætning.

6.3.4 Financial Leverage Multiplier

FLM (Financial leverage multiplier) måler, hvor meget af Vestas' aktiver der er finansieret af egenkapitalen. FLM er FSR (financial structure ratio) ganget FCR (financial cost ratio) og bliver derfor påvirket af deres udvikling. En høj FLM betyder, at Vestas i højere grad benytter gældsfinansiering, mens en lav FLM betyder, at driften primært er finansieret af egenkapitalen. FLM har varieret en del i perioden fra 2020 til 2024. I 2020 var FLM 1,10 og i 2021 falder den markant til 0,77, hvilket afspejler en lavere anvendelse af gæld og dermed en større andel af egenkapitalfinansiering. I 2022 stiger FLM igen til 1,69 hvilket skyldes øget gældsfinansiering, grundet behov for likviditet under et vanskeligt år med negativ EBIT. I 2023 falder den igen markant til 0,63, hvorefter den i 2024 stiger til 1,57. Den seneste stigning i 2024 tyder på at Vestas benytter sig af gearing for at understøtte vækst, f.eks. via investeringer i produktion og udvikling. I perioden 2020 til 2024 har Vestas' (FSR) konsekvent ligget højere end Vestas FCR. Det betyder, at en stor andel af Vestas' drift og aktiver er finansieret med fremmedkapital, samtidig med at de finansielle omkostninger ved gæld har været forholdsvis lave. Når FSR er større end FCR skaber det en positiv effekt på FLM, fordi Vestas opnår en forrentning af lånte midler, som overstiger rentekomkostningerne.

Det vil sige at Vestas tjener mere på at bruge gæld i driften end de betaler for låne pengene, hvilket styrker indtjeningen.

6.3.5 Financial Structure Ratio

FSR er et nøgletal, der viser forholdet mellem Vestas' samlede aktiver og egenkapital.

Nøgletallet bruges til at vurdere, hvordan Vestas er finansieret, altså hvor stor en del af aktiverne, der er finansieret med egenkapital i forhold til fremmedkapital. Jo højere tallet er, desto større andel af Vestas' aktiver er finansieret med gæld. Et lavt tal indikerer, at Vestas i højere grad er selvfinansieret gennem egenkapital. For Vestas ses en stigende tendens i FSR fra 1,28 i 2020 til 1,76 i 2024. Det viser at en større del af Vestas' investeringer bliver finansieret med gæld frem for egenkapital.

6.3.6 Financial Cost Ratio

FCR måler forholdet mellem Vestas' finansielle omkostninger og den investerede kapital.

Den viser, hvor meget det koster Vestas at finansiere sin drift og investeringer, og anvendes til at vurdere, hvor effektivt de håndterer sin gældsfinansiering. Vestas har generelt i perioden fra 2020 til 2024 haft lave finansieringsomkostninger i forhold til den investerede kapital. Særligt i 2021 og 2023, hvor FCR lå på henholdsvis 0,65 og 0,33. Det indikerer en fordelagtig kapitalstruktur og lav gældsomkostning i de år. I 2022 ses en midlertidig stigning til 1,07, hvilket kan skyldes øgede rentekomkostninger og lavere investeret kapital, men niveauet falder igen i 2023 og 2024. En lav FCR er positivt, da det betyder at Vestas har adgang til billig kapital og dermed ikke er tungt belastet af renteudgifter. Når FCR samtidig er lavere end Vestas' FSR, betyder det at Vestas formår at skabe højere afkastningsgrad på deres aktiver, end det koster at finansiere dem. Det bidrager positivt til Vestas' rentabilitet.

6.3.7 Tax Effect Ratio

TER (Tax Effect Ratio) viser forholdet mellem EBT (resultat før skat) og EAT (resultat efter skat). Den viser hvor stor en andel af overskuddet før skat der reelt bliver tilbage når Vestas har betalt skat. I hele perioden ligger TER under 1, hvilket er forventeligt, da Vestas betaler skat. En lavere TER betyder, at en større andel af resultat før skat går til skat, mens en højere TER betyder, at en større del bevares efter skat. I 2021 er TER på 0,57 hvilket er en relativ høj skat. I 2022 ses en høj TER på 0,93, hvilket tyder på lav skattebetaling, som skyldes skattemæssige underskud, fradrag og særlige poster. TER ligger i 2023 og 2024 på et normalt niveau på 0,70, hvilket indikerer en skattebetaling svarende til effektiv skattesats på 30%,

hvilket er en smule højere end den danske selskabsskat på 22%. Det skyldes midlertidige forskelle, eller ikke fradragsberettigede poster.

6.3.8 Return on Equity

ROE (Return on Equity) er et vigtigt nøgletal, da det viser hvor godt Vestas skaber overskud i forhold til den kapital, ejerne har investeret. ROE kan findes ved at tage EAT/egenkapitalen eller ved at tage ROIC gange FLM gange TER. I 2020 var ROE på 9,36% hvilket, indikerer en effektiv anvendelse af kapitalen. Dog faldt den i 2021 til 2,28% hvilket kan forklares med lavere indtjening og stigende omkostninger. I 2022 faldt ROE til -51,70% hvilket skyldes et negativt årsresultat. En negativ ROE indikerer, at Vestas har tabt penge og dermed reduceret værdien for ejerne dette år. Det er et resultat af højere råvarepriser, forsyningskædeproblemer mv. som har presset indtjeningen. I 2023 ses en mindre forbedring med en ROE på 1,84%, og i 2024 var ROE tilbage på et acceptabelt niveau på 13,98%. Det skyldes at Vestas igen tjener penge og at de er blevet bedre til at bruge deres penge fra ejerne til at skabe overskud. Den høje ROE i 2024 skyldes både højere omsætning, forbedret driftsmargin samt lavere relative omkostninger. Den samlede udvikling i ROE viser en periode med svingende og udfordret indtjening, efterfulgt af en stærk vending i 2024. For investorer og interessenter er den positive udvikling et signal om at Vestas er på vej tilbage mod en mere lønsom og effektiv drift.

7. Budgettering

I dette afsnit udarbejdes et femårigt fremtidigt budget for Vestas, som danner grundlag for værdiansættelsen via DCF-modellen. Der udarbejdes et fremtidigt budget af resultatopgørelsen og balancen fra 2025 til 2029. Grunden til at den valgte periode ikke strækker sig over længere tid, er fordi den grønne energisektor er præget af hurtige forandringer og usikkerhed, hvilket gør det vanskeligt at lave et pålideligt budget over en længere tidshorisont. En kortere periode bidrager derfor til, at budgettet forbliver mere relevant og troværdigt. Til udarbejdelsen af budgettet anvendes investor konsensus (Vestas 2025, konsensus) Det er det mest kvalificerede bud for det fremtidige budget at tage udgangspunkt i konsensusrapporter, da det samler vurderinger fra flere aktieanalytikere, hvilket sikrer en mere objektiv sammenligning af markedsforventninger og konkurrenter. Det bidrager dermed til en mere valid DCF-analyse, da disse aktieanalytikere har dedikeret deres karriere til at analysere virksomheder og markeder, samt har adgang til omfattende data, hvilket giver et nuanceret billede af Vestas' fremtidige udvikling. (Kitty Grøn, 2025, bilag 12.11) Budgetperioden fra 2025–2027 tager udgangspunkt i konsensusrapporten, 2028 og

2029 gør ikke da konsensusrapporten kun går til 2027. 2028 og 2029 tallene tager udgangspunkt i hvordan markedet forventes at vokse frem til 2030. Vestas' egne ambitioner er omsætningsmæssigt at vokse hurtigere end markedet. Dog tages der udgangspunkt i at Vestas følger markedsudviklingen hvilket betyder, at onshore forventes at vokse i gennemsnit 7-9%, offshore forventes at vokse 20-25% og service forventes at vokse 8-10% om året frem til 2030. (Vestas 2025, Outlook) Der tages dog udgangspunkt i 7%, 20% og 8%, da det medfører at Vestas' samlede årlige omsætning vækstrate er på 8-10%, hvilket porteføljeforvalteren sagde i interviewet. Se bilag 12.8.

Ved at tage udgangspunkt i aktieanalytikernes forventninger til Vestas fra 2025-2027, har jeg udregnet hvilken vækst produktionsomkostningerne har været i %. For at kunne estimere Vestas' fremtidige omkostninger i resultatopgørelsen har jeg taget udgangspunkt i produktionsomkostningsvæksten. Det gøres fordi aktieanalytikernes konsensusestimater kun har estimeret dem fra 2025-2027 og fordi produktionsomkostninger hænger sammen med omsætningsvæksten, da produktionsomkostninger følger udviklingen i omsætning. De 7,86% er gennemsnittet af procentsatserne fra 2025-2027 i produktionsomkostningerne. Se bilag 12.8

Indtægter/tab fra investeringer i joint ventures og associerede selskaber er ikke medtaget, fordi det ikke er en del af kerneforretningen. Særlige poster har i perioden 2020-2024 varieret betydeligt, med beløb fra -139mio. EUR 2021, -444mio. EUR 2022, 61mio. EUR 2023 og 53mio. EUR 2024. Denne volatilitet indikerer at posterne er uforudsigelige selvom der har været særlige poster hvert år siden 2020. Derfor vælges det i det fremtidige budget at udelade særlige poster, for at sikre sammenlignelighed med aktieanalytikernes estimater, hvor disse heller ikke er indregnet. I budgettet er omsætningen baseret på den forventede omsætningsvækst, mens produktionsomkostninger, kapacitetsomkostninger, afskrivninger og renter fremskrives med en fast omkostningsvækst på 7,86%. Ved at bruge samme omkostningsvækstrate sikres en konsistens i budgetmodellen og der undgås en usikker estimering af disse fremtidige poster. Skatteprocenten for 2028-2029 ligger på 22% i SKAT, som er skatteprocenten i Danmark.

7.1 Resultat budget

Se det fremtidige resultatopgørelse i bilag 12.9

7.1.2 Omsætning & Bruttofortjeneste

I det fremtidige budget ses en løbende stigning i omsætningen fra 2024 til 2029, hvilket afspejler aktieanalytikernes og markedets forventninger om en øget efterspørgsel efter grøn energi. Omsætningen stiger fra 17.295mEUR i 2024 til 27.211mEUR i 2029.

Bruttofortjenesten forventes ligeledes at være stigende i perioden, hvor den stiger fra 2.057mEUR i 2024 til 4.969mEUR i 2029. Dette skyldes primært den stigende omsætning kombineret med den lavere omkostningsvækst, hvilket medfører en forbedring af bruttofortjenesten.

7.1.3 Driftsomkostninger

Driftsomkostninger dækker over forsknings- og udviklingsomkostninger, distributionsomkostninger og administrationsomkostninger. I det fremtidige budget ses en stigning i driftsomkostninger fra 2024 til 2029. Driftsomkostninger forventes at stige fra 1.318mEUR i 2024 til 1.949mEUR i 2029. Selvom driftsomkostningerne stiger, er væksten mere moderat i forhold til omsætningen, hvilket forbedrer driftsmargin over perioden, samt det viser at Vestas kan kontrollere deres omkostninger ved forventning om effektivisering.

7.1.4 EBITDA og EBIT-margin

Resultatbudget for Vestas viser en tydelig forbedring i både EBITDA og EBIT over perioden 2024 til 2029, hvilket ses som en stigende rentabilitet og effektivitet i driften. EBITDA forventes at stige fra 1.648mEUR i 2024 til 4.270mEUR i 2029, hvilket afspejler en positiv udvikling i Vestas' evne til at genere driftsoverskud før af- og nedskrivninger. EBIT, er resultatet efter af- og nedskrivninger, stiger tilsvarende fra 792mEUR i 2024 til 3.021mEUR i 2029. Den stigende EBIT-margin tyder på, at Vestas i stigende grad formår at konvertere en større andel af omsætningen til overskud, selv efter afskrivninger er medregnet. Vestas' ambition er at EBIT-margin før særlige poster mindst skal være 10%, hvilket sker i 2029 hvor omsætningen forventes at være 27.211mEUR og EBIT forventes at være 3.021mEUR, hvilket giver en EBIT på 11,1%. (Vestas 2025, Outlook)

7.1.5 Finansielle poster og SKAT

Renter fra 2025 til 2027 er estimeret af aktieanalytikere, hvor 2028 og 2029 er estimeret med samme omkostningsvækst som der er benyttet til øvrige driftsrelaterede poster nemlig 7,86%. Ved at anvende samme vækstrate på renteomkostninger antages det, at gældsforhold og finansieringsomkostninger udvikler sig i takt med virksomhedens samlede omkostningsniveau og aktivitetsniveau. Renteindtægter og udgifter er samlet set en omkostning, hvilket betyder at renteomkostninger går fra 86mEUR i 2024 til 95mEUR i 2029. Skatten stiger fra 2024 til 2029, hvilket skyldes en højere omsætningsvækst end omkostningsvækst, hvilket gør at EBT bliver forbedret hver år, hvilket resulterer i at der skal betales mere i SKAT. SKAT går fra 211mEUR i 2024 til 644mEUR i 2029.

7.1.6 Nettoresultat

EAT er det endelige nettoresultat efter skat, som er det beløb, der er tilbage til ejerne når alle omkostninger, renter og skatter er fratrukket. I det fremtidige resultatbudget ses en stor stigning i EAT fra 495mEUR i 2024 til 2.282mEUR i 2029. Denne udvikling afspejler en forbedret rentabilitet og en forventning om øget efterspørgsel på Vestas' produkter og effektiv omkostningsstyring som forbedrer marginerne.

7.2 Balance budget

I forbindelse med udarbejdelsen af det fremtidige balancebudget er flere af posterne fremskrevet med den forventede omsætningsvækst. Dette valg er truffet for at sikre en realistisk og konsistent sammenhæng mellem virksomhedens drift og balanceudvikling. På aktivsiden er følgende poster fremskrevet med omsætningsvæksten: varebeholdning, debitorer, kontraktaktiver og kontraktomkostninger, som naturligt stiger i takt med Vestas' vækst. På passivsiden er det lang finansielle gæld, kontraktforpligtelser, kort finansielle gæld og varekreditorer, da disse omkostninger stiger proportionalt med omsætningsvæksten. For de balanceposter, der ikke har en direkte og proportional sammenhæng med omsætningen, herunder andre investeringer, tilgodehavende skat kortfristede og langfristede, udskudt skatteaktiv, andre tilgodehavender kortfristede og langfristede, finansielle investeringer både de langfristede og kortfristede, anvendes en fast vækstrate på 2% årligt i budgetperioden. På passivsiden er hensættelser kortfristede og langfristede, udskudt skat, skyldig skat kortfristede og langfristede, andre forpligtelser både langfristede og kortfristede også fremskrevet med en vækstrate på 2%. Den anvendte sats er valgt ud fra et forsigtigt skøn der afspejler et forventet inflationsniveau og den lave volatilitet i disse poster. Det bidrager til en konsistent og realistisk budgettering, uden at overestimere fremtidige udsving i disse mindre dynamiske balanceposter. I budgettet anvendes en gennemsnitlig CapEX-ratio på 6,30% for perioden 2025-2027, da dette repræsenterer et afbalanceret estimat mellem aktieanalytikernes vurderinger. For 2028 og 2029 tages der også udgangspunkt fra interviewet, hvor Kitty fortalte at CapEx-ratio forventes at være på 5,75% i 2028, 5,30% i 2029 og 5,1% i 2030. Dette vil være væksten for balanceposterne immaterielle aktiver og materielle anlægsaktiver. Likvider er ikke fremskrevet med en vækstrate, men er i stedet beregnet som en afledt post baseret på udviklingen i det frie cash flow. Dette sikrer at balancen stemmer og giver et realistisk billede af virksomhedens likviditetsudvikling. I det fremtidige balancebudget for perioden 2025–2029 antages det, at udbytte ikke fratrækkes egenkapitalen, da der ikke

foreligger tilstrækkelig information om Vestas' fremtidige udbyttepolitik. For at sikre balance mellem aktiver og passiver justeres likviditetsbeholdningen årligt som modpost.

Da der ikke er specifik information om væksten i hensættelser, skyldig skat og andre forpligtelser, er disse poster blevet justeret med en vækstrate på 2% som afspejler den generelle økonomiske vækst i inflation, som også blev benyttet med de aktiver der ikke påvirkes af omsætningsvæksten. Som en afgrænsning i denne opgave er joint ventures og associerede selskaber ikke medtaget i balancebudget, hvilket betyder at andre reserver og kapitalandele ikke er medtaget og ej heller investeringer i joint ventures og associerede selskaber. De poster er ikke medtaget da de ikke direkte afspejler Vestas' kerneforretning. Balancebudgettet kan ses i bilag 12.10

7.2.1 Immaterielle anlægsaktiver

Immaterielle anlægsaktiver dækker blandt andet over udviklingsprojekter, panter og software. I det fremtidige balancebudget vil de immaterielle anlægsaktiver stige fra 3.385mEUR i 2024 til 4.528mEUR i 2029. Stigningen afspejler Vestas' fortsatte investeringer i teknologi og innovation, som er afgørende for at fastholde deres konkurrenceevne.

7.2.3 Materielle anlægsaktiver

Materielle anlægsaktiver vokser fra 2.353mEUR i 2024 til 3.147mEUR i 2029. Dette vidner om investeringer i produktionsfaciliteter og udstyr, som understøtter den stigende vækst i omsætningen.

7.2.4 Langfristede aktiver

Andre investeringer var i 2024 161mEUR, og stiger til 178mEUR i 2029. Tilgodehavende skat vokser fra 832mEUR i 2024 til 919mEUR i 2029. Udskudt skatteaktiv, stiger fra 722mEUR i 2024 til 797mEUR i 2029. Andre tilgodehavende vokser fra 422mEUR i 2024 til 466mEUR i 2029. Finansielle investeringer stiger fra 103mEUR i 2024 til 114mEUR i 2029. Disse poster vokser fordi Vestas vokser, dog ikke lige hurtigt som omsætningen.

7.2.5 Omsætningsaktiver

Varebeholdningen stiger fra 6.008mEUR i 2024 til 9.453mEUR i 2029. Debitorer vokser fra 1.719mEUR i 2024 til 2.705mEUR i 2029. Kontraktaktiver vokser fra 2.127mEUR i 2024 til 3.346mEUR i 2029. Kontraktomkostninger stiger fra 526mEUR i 2024 til 828mEUR i 2029. Disse poster vokser proportionelt med omsætningen, fordi de direkte understøtter den daglige drift og det stigende salg. Tilgodehavende skat stiger fra 214mEUR i 2024 til 236mEUR i

2029. Andre tilgodehavende vokser fra 1.518mEUR i 2024 til 1.676mEUR i 2029. Finansielle investeringer stiger fra 160mEUR i 2024 til 177mEUR i 2029.

7.2.6 Likvide beholdninger

Likvide beholdninger er anvendt som residualpost i balancebudgettet for perioden 2025-2029.

Likvide beholdninger stiger fra 3.817mEUR i 2024 til 13.370mEUR i 2029.

7.2.7 Egenkapital

I det fremtidige balancebudget er egenkapitalen sammensat af aktiekapitalen, som holdes konstant på 27mEUR fra 2024 til 2029, og overført resultat som stiger i takt med den stigende EAT. Idet man ikke ved hvad der udloddes i udbytte, stiger egenkapitalen fra 2.965mEUR i 2024 til 10.945mEUR i 2029. Egenkapitalen er udelukkende aktiekapitalen og overført resultat, som relaterer sig direkte til Vestas' driftsmæssige udvikling.

7.2.8 langfristede gældsforpligtelser

I takt med øget aktiviteter og investeringer vil behovet for finansiering vokse i takt med omsætningen. Finansiell gæld vokser fra 3.071mEUR i 2024 til 4.832mEUR i 2029.

Hensættelser stiger fra 1.263mEUR i 2024 til 1.394mEUR i 2029. Udskudt skat vokser fra 179mEUR i 2024 til 198mEUR i 2029. Skyldig skat stiger fra 830mEUR i 2024 til 916mEUR i 2029. Andre forpligtelser vokser fra 279mEUR i 2024 til 308mEUR i 2029.

7.2.9 kortfristede gældsforpligtelser

Hensættelser stiger fra 944mEUR i 2024 til 1.042mEUR i 2029. Skyldig skat vokser fra 141mEUR i 2024 til 156mEUR i 2029. Andre forpligtelser stiger fra 1.069mEUR i 2024 til 1.180mEUR i 2029. Når omsætningen stiger, forventes der øget mængde af leverandørkøb, flere forudbetalinger fra kunder og større behov for driftsrelateret finansiering.

Kontraktforpligtelser stiger fra 8.997mEUR i 2024 til 14.155mEUR i 2029. Finansiell gæld vokser fra 200mEUR i 2024 til 315mEUR i 2029. Varekreditorer stiger fra 4.129mEUR til 6.496mEUR i 2029.

7.3 Delkonklusion

På baggrund af de opstillede forudsætninger og antagelser ses en positiv udvikling i Vestas' fremtidige resultatopgørelse. Omsætningen forventes at stige markant fra 17.295mEUR i 2024 til 27.211mEUR i 2029, hvilket afspejler aktieanalytikernes forventninger om øget efterspørgsel på grøn energi. Samtidig ses en forbedring i både bruttofortjeneste, EBITDA og EBIT, hvilket indikerer at Vestas formår at øge sin rentabilitet og udnytte stordriftsfordele effektivt. EAT stiger fra 495mEUR i 2024 til 2.282mEUR i 2029. Egenkapitalen styrkes

løbende gennem en positiv udvikling i overført resultat, da udbyttepolitikken er ukendt fra Vestas. Samlet set peger både resultatopgørelsen og balancebudgettet på en sund vækst for Vestas frem mod 2029, med øget effektivitet, stigende indtjening og styrket kapitalstruktur.

8. Værdiansættelse efter DCF-modellen

I dette afsnit beregnes der hvilken værdi Vestas har og dernæst sammenlignes værdien med den gennemsnitlige aktiekurs for 2024. Til dette formål anvendes DCF modellen (Discounted Cash Flow), som er en udbredt metode til at fastsætte en virksomheds værdi. Ved denne tilgang beregnes værdien af Vestas' egenkapital ud fra de fremtidige pengestrømme Vestas forventes at generere. Den samlede egenkapitalværdi – Equity Value er således det centrale resultat af værdiansættelsen og præsenteres gennem følgende beregning.

Equity value = EV (Enterprise value) + Cash – Debt

EV består af flere forskellige elementer, som derfor senere gennemgås i de følgende afsnit.

8.1 Enterprise Value

Egenkapitalværdien for Vestas opgøres indirekte ved først at estimere virksomhedens EV, altså værdien af samlede driftsaktiver. For at finde egenkapitalværdien tillægges derefter likvide beholdninger og eventuelle øvrige finansielle aktiver, mens virksomhedens rentebærende gæld fratrækkes. Denne fremgangsmåde anvendes, fordi det ofte er mere præcist og overskueligt at estimere EV end direkte fastsætte værdien af egenkapitalen. Vurderingen af EV tager udgangspunkt i virksomhedens frie pengestrømme (FCF), som forventes genereres af driften. Disse pengestrømme tilbagediskonteres med Vestas WACC (vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning). (Hawawini,C. Viallet, 2022, s 340)

De nævnte elementer bliver behandlet i de følgende afsnit, hvorefter den samlede opgørelse af EV præsenteres afslutningsvis.

8.1.1 Frie cash flow

FCF (frie cash flow) er en del af udregningen for EV. FCF beregnes ved denne formel. $FCF = EBIT(1-T_c) + Depreciation\ expense - \Delta WCR - Net\ capital\ expenditure$ (Hawawini,C. Viallet, 2022, s.341) Formlen tager udgangspunkt i EBIT, skatteprocenten, afskrivninger, ændring i arbejdskapitalen og nettoinvesteringer i anlægsaktiver. Det vigtigt at sige, den anvendte formel bygger på antagelsen om at regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivninger er identiske. I en dansk kontekst gælder der særlige skattemæssige regler for afskrivninger af forskellige aktivtyper. I denne opgave foretages der ikke en opgørelse af forskellen mellem de regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivninger. Ændringer i hensættelser tillægges FCF,

da de er ikke kontante og derfor trækker ned i EBIT, uden at påvirke likviditeten direkte. Med udgangspunkt i det fremtidige budget kan det FCF beregnes. Se bilag 12.12

8.1.2 WACC – Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

WACC viser, hvad det i gennemsnit koster Vestas at finansiere deres investeringer. WACC skal anvendes i DCF modellen til at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme. Formlen for WACC (G. Hawawini, C. Villet, 2022, s 439):

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

For at opgøre WACC kan man bruge følgende 4 trin.

1. Estimer virksomhedens relative andele af gæld (D) og egenkapital (E)
2. Estimer virksomhedens gældsomkostninger efter skat ($k_D(1-T_C)$).
3. Estimer virksomhedens egenkapitalomkostning (k_E)
4. Beregn virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning

De 4 trin i udregningen af WACC opgøres i de næste afsnit.

8.1.2.1 Kapitalstruktur

Første trin i beregningen af WACC, indebærer at fastsætte Vestas' kapitalstruktur, dvs. hvor stor en andel af finansieringen der kommer fra egenkapitalen og hvor stor en andel der kommer fra gæld. Markedsværdien af egenkapitalen findes ved at multiplicere Vestas' gennemsnitlige aktiekurs for 2024 med antallet af udstående aktier. Dette giver et retvisende billede af, hvad markedet mener Vestas er værd. Aktiebeholdningen er 1.009.867.260 og den gennemsnitlige aktiekurs for 2024 er 162,51DKK. (Nasdaq 2025, Aktiekurs)

Ifølge den europæiske centralbank var 1 EUR = 7,4589 DKK-kurs i gennemsnit for 2024.

Hvilket betyder at Vestas' markedsværdi af egenkapitalen er 22.003mEUR. Se bilag 12.13

Gældskomponenten er Vestas' rentebærende gæld. Finansiell gæld langfristet udgør 3.071mEUR i 2024, mens finansiell gæld kortfristet udgør 200mEUR i 2024 ud fra Vestas' årsrapport for 2024. Dvs. gældskomponenten for Vestas er 3.271mEUR. På baggrund af disse to komponenter udregnes vægtningen af egenkapital og gæld i den samlede kapitalstruktur.

E= markedsværdien af egenkapitalen. D= netto rentebærende gæld

$$\text{Vægten af egenkapital} = \frac{E}{E+D} = \frac{22.003}{22.003+3.271} = 0,87 = 87\%$$

$$\text{Vægten af gæld} = \frac{D}{E+D} = \frac{3.271}{22.003+3.271} = 0,13 = 13\%$$

Beregningen viser, at Vestas' kapitalstruktur i 2024 hovedsageligt er finansieret af egenkapital som udgør 87% af den samlede kapital, mens rentebærende gæld udgør 13%.

Dette indikerer en lav gældsandel og en solid finansiel position. Denne kapitalstruktur anvendes i den samlede WACC-beregning i de følgende afsnit.

8.1.2.2 Lånerente

For at estimere lånerenten også kaldet cost of debt anvendes en direkte beregning ud fra regnskabet. Den giver en præcis og praktisk måling af, hvad Vestas betaler i renteudgifter i forhold deres rentebærende gæld. Renteomkostninger er ifølge Vestas' årsrapport for 2024 168mEUR. Rentebærende gæld ifølge årsrapporten udgør tilsammen 3.271mEUR.

$$\text{Lånerente} = \frac{\text{Renteomkostninger}}{\text{Rentebærende gæld}} \quad \text{Lånerente} = \frac{168}{3.271} = 0,05136 = 5,14\%$$

Skattesatsen er 22% i Danmark.

Formlen som er en del af WACC ser således ud: $k_D (1 - T_C)$

$5,14\% \times (1 - 22\%) = 4,01\%$ Den estimerede lånerente der skal anvendes til WACC er 4,01%.

8.1.2.3 Ejernes afkastkrav

For at estimere ejerens forventede afkastkrav anvendes CAPM (Capital asset pricing model). Modellen bruges til at bestemme det afkast, som investorer kræver for at investere i virksomhedens egenkapital, baseret på den risikofri rente, markedsrisikopræmien og virksomhedens beta. Med andre ord, hvis en investering er forbundet med en større usikkerhed, vil investoren forvente at få højere afkast som kompensation for at påtage sig denne risiko. Nedenstående er formlen på CAPM. (G.Hawawini, C. Viallet 2022, s436)

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_i$$

$E(R_i)$ = forventet afkastkrav

R_F = risikofri rente

$E(R_M)$ = forventede afkast på markedet

β_i = virksomhedens beta

For at kunne fastlægge WACC, skal ejernes afkastkrav opgøres. Ejernes estimerede afkastkrav opgøres i de næste afsnit.

8.1.2.3.1 Risikofrie rente

Første trin i CAPM, er at der skal findes en risikofri rente. I denne opgave er den risikofrie rente fastsat med udgangspunkt i renten på 10-årige danske statsobligationer. Valget af denne rente skyldes, at den anses for at være en langsigtet risikofri investering i en dansk kontekst. Den 10-årige danske statsobligation anses for at være det sikreste værdipapir, da den udstedes af den danske stat, som har en meget lav kreditrisiko. Danmark er kendt for at have en stærk økonomi og stabil politisk situation, hvilket betyder, at Danmark har en høj evne og vilje til at tilbagebetale sin gæld. Den gennemsnitlige rente for 2024 er 2,19%. Se bilag 12.14. Den

risikofrie rente er valgt ud fra niveauet i 2024, da det skaber konsistens med opgavens øvrige regnskabs- og markedsdata, som også er baseret på gennemsnittet for 2024.

8.1.2.3.2 Beta Værdi

Næste trin i CAPM, er at der skal findes en betaværdi for Vestas. Betaværdien i CAPM udtrykker, hvor følsom en aktie er over for bevægelser i markedet som helhed. Risikoen ved et værdipapir kan opdeles i to typer risiko. Den usystematiske risiko og den systematiske risiko. Den usystematiske risiko er virksomhedsspecifikke begivenheder der enten har en positiv eller negativ påvirkning af aktiemarkedet. Dog kan den usystematiske risiko reduceres gennem diversificering, altså hvis man som investor spreder sine investeringer ud over flere forskellige virksomheder og brancher, hvor man diversificerer sin aktieportefølje. Når man anvender CAPM modellen til at beregne ejernes afkastkrav, antager modellen, at investoren har diversificeret sin portefølje, hvor den usystematiske risiko er udlignet. Derfor fokuserer man udelukkende på, hvordan aktien bevæger sig i forhold til det generelle marked. Derfor indgår den usystematiske risiko ikke i CAPM og påvirker ikke afkastkravet da den ikke er med i beregningen. (Sandalgaard, PowerPoint 2024.) Den systematisk risiko, også kaldet markedsrisiko, er den risiko som ikke kan diversificeres væk, og det er netop den risiko beta måler. Det er den risiko, investorer bliver kompenseret for i CAPM. Den systematiske risiko måles som følsomhed af aktiens afkast over for ændringer i markedsporteføljens afkast. Denne følsomhed beskriver aktiens systematiske risiko betegnes som aktiens beta koefficient. En betaværdi over 1 indikerer, at aktien har tendens til stige mere end markedet i opgangstider og falde mere i nedgangstider. Omvendt betyder en betaværdi under 1, at aktien er mindre volatil end markedet. (Sandalgaard PowerPoint 2024.) Vestas' beta-værdi er taget med udgangspunkt i Yahoo Finance, som har beregnet en betaværdi over de sidste 5 år månedligt til 1,37. Valget af denne kilde skyldes at Yahoo Finance er en anerkendt hjemmeside, der opdaterer finansielle nøgletal og baserer sine beregninger på markedsdata. Betaværdien fra Yahoo Finance er beregnet ud fra historiske kursbevægelser i forhold til et relevant markedsindeks, hvilket gør den brugbar i en CAPM-beregning, hvor formålet er at estimere aktionærernes afkastkrav. Ved at bruge et eksternt beregnet beta frem for selv at estimere sikres der en mere troværdig metode. En betaværdi på 1,37 indikerer at Vestas' aktiekurs historisk set har været mere volatil end det danske aktiemarked, dvs. Vestas aktien viser en højere systematisk risiko i forhold til markedsporteføljen. (Yahoo Finance, Vestas 2025)

8.1.2.3.3 markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien er et udtryk for det forventede merafkast på aktier i forhold til risikofri investering. Det er altså en kompensation for at påtage sig den ekstra risiko, der forbundet med aktiemarkedet i forhold til mere sikre investeringer. Der findes flere metoder til at estimere markedsrisikopræmien. De tre mest anvendte tilgange er:

1. Historisk merafkast, hvor man ser på det gennemsnitlige afkast på aktier i forhold til risikofri obligationer som f.eks. 10-årige statsobligationer.
2. Survey-baserede opgørelser, som bygger på forventninger fra investorer, aktieanalytikere eller økonomer.
3. Implicit markedsrisikopræmie, som beregnes ud fra nuværende aktiekurser og de forventede fremtidige cash flow for børsnoterede virksomheder.

Ud fra SKATs hjemmeside anbefaler skattestyrelsen at benytte den implicitte markedsrisikopræmie, da den tager udgangspunkt i markedets aktuelle vurderinger og fremtidsforventninger. Denne metode anses for at være mere markedsnær og dynamisk end de øvrige. Skattestyrelsens analyse bygger på data fra både danske og internationale ikke finansielle børsnoterede selskaber. Der anvendes information fra aktiekurser, selskabernes årsregnskaber og aktieanalytikernes FCF-forventninger. På baggrund af denne metode anbefaler skattestyrelsen en markedsrisikopræmie på 6% i 2024 og 2025.

(SKAT 2025, Markedsrisikopræmie) I denne opgave tages der derfor udgangspunkt i en markedsrisikopræmie på 6%.

8.1.2.3.4 Opsamling af ejernes afkastkrav

I det her afsnit, er der en opsamling af ejernes afkastkrav, på baggrund af de tidligere afsnit.

Formlen for CAPM:

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_i$$

$E(R_i)$ = forventet afkastkrav

R_F = risikofri rente = 2,19%

$E(R_M)$ = Forventede afkast på markedet = 6%

β_i = virksomhedens beta = 1,37

CAPM-udregningen ser på baggrund af informationer fra tidligere afsnit således ud:

$2,19\% + 1,37 \times 6\% = 10,41\%$ Dvs. at ejernes estimerede afkastkrav er 10,41%.

8.1.2.4 Udregning af WACC

I dette afsnit skal WACC udregnes da alle komponenter i WACC-formlen nu er kendte.

WACC-formlen ser således ud: $WACC = k_D (1 - T_C) \frac{D}{E+D} + k_E \frac{E}{E+D}$

(G. Hawawini, C. Villet, 2022, s.439)

Tidligere i opgaven blev vægten af egenkapitalen opgjort til 87% og vægten af gæld til 13%. Dernæst blev den estimerede lånerente beregnet til 4,01% og ejernes estimerede afkastkrav blev udregnet til 10,41%.

$WACC = 4,01\% \times 13\% + 10,41\% \times 87\% = 9,58\%$ WACC er udregnet til 9,58%.

WACC bruges sammen med det FCF til at beregne Vestas' EV.

8.1.3 Terminalværdi og Enterprise Value

I denne opgave arbejdes der med en værdiansættelse af Vestas hvor DCF-modellen anvendes.

Ved brug af DCF-modellen skal der både beregnes terminalværdi og EV som der gøres i dette afsnit. Der skal beregnes to nutidsværdier som til sammen udgør EV. Først regnes terminalværdien og dernæst nutidsværdierne. Den mest almindelige metode til at beregne terminalværdien er følgende formel: (Sandalgaard, PowerPoint 2024.)

$$TV = \frac{CFT}{K - G}$$

CF_T = Forventede cash flow på tidspunktet i terminalåret

K = WACC, som er beregnet tidligere.

G = Den langsigtede vækstrate som i denne opgave er inflation på 2%. Dette niveau afspejler det langsigtede inflationsmål som den europæiske centralbank ECB tilstræber (ECB 2025

inflationsmål) $TV = \frac{CFT}{K - G} = \frac{2.953}{9,58\% - 2\%} = 38.955\text{mEUR}$

Terminalåret i denne opgave er 2030. Der er derfor lavet et ekstra år i budgettet for resultatopgørelsen og balancen for at kunne opføre det FCF i terminalåret. Se bilag 12.15 Terminalåret 2030 er opgjort ud fra samme forudsætninger som budgetårene.

Nutidsværdien af terminalværdien af de 38.955mEUR er 24.655mEUR.

Budgettet for det FCF anvendes til at finde nutidsværdien af FCF 2025-2029, som er opgjort til 5.408mEUR. Nu hvor begge nutidsværdier er fundet kan EV beregnes.

EV findes ved at summere nutidsværdierne. Det giver en samlet EV på 30.063mEUR. EV afspejler markedsværdien af Vestas' samlede driftsaktiver før hensyntagen til finansieringen (gæld og likvider). Beregning af EV er derfor næste skridt i at kunne estimere Vestas' egenkapitalværdi, som beregnes i næste afsnit. For beregning se bilag 12.16.

8.2 Equity Value

DCF regnes på følgende måde: Equity value = Enterprise value + Cash – Debt

EV er tidligere beregnet til 30.063mEUR. Cash er fundet ved at kigge i Vestas' årsrapport for 2024, hvor likvide beholdninger udgør 3.817mEUR. Debt er fundet ved at kigge i Vestas

årsrapport for 2024, hvor den rentebærende gæld, kort og langfristet, tilsammen udgør 3.271mEUR. På baggrund af de anvendte forudsætninger estimeres Vestas' egenkapitalværdi til 30.609mEUR ved brug af DCF-modellen. Denne værdi ligger over markedsværdien for 2024 med 8.606mEUR, hvilket kan indikere, at markedet i øjeblikket undervurderer Vestas, eller at DCF-forudsætningerne er optimistiske. Se bilag 12.16.

9. Følsomhedsanalyse

Dette afsnit er en følsomhedsanalyse af DCF. Fordi DCF-beregning bygger på en række skøn og antagelser om procentsatser og budgettal, suppleres analysen med en følsomhedsanalyse. Formålet er at belyse, hvor følsom værdiansættelsen er overfor ændringer i centrale forudsætninger, og hvor meget den teoretiske værdi kan variere som følge heraf.

9.1 Følsomhedsanalyse – WACC

I dette afsnit vil WACC være i fokus, for at illustrere hvor følsom DCF Equity Value er, hvis den estimerede WACC ændres i spændet fra 1%-point til -1%-point. Vækstraten er 2%. Ud fra tabellen se bilag 12.17 ses det med et interval på 0,25%point+ eller -0,25%point, hvor følsom DCF Equity Value er hvis WACC ændrer sig bare lidt. Hvis WACC steg med 1%point til 10,58% vil DCF Equity Value være 29.355mEUR. Mens et fald i WACC med 1%point vil betyde en DCF Equity Value på 31.933mEUR.

9.2 Følsomhedsanalyse af Vækstrate

I dette afsnit vil vækstrate være i fokus, for at illustrere hvor følsom DCF Equity Value er hvis den estimerede vækstrate ændres i spændet fra 1%-point til -1%-point. WACC er 9,58%. Ud fra tabellen se bilag 12.18 ses det med et interval på 0,25%point+ eller -0,25%point, hvor følsom DCF Equity Value er hvis Vækstraten ændrer sig bare lidt. Hvis vækstraten steg med 1%-point til 3% vil DCF Equity Value være 34.356mEUR. Mens et fald i vækstraten med 1%-point vil betyde en DCF Equity Value på 27.736mEUR.

9.3 Delkonklusion på følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen viser, at DCF-værdien for Vestas er meget følsom over for ændringer i WACC og vækstraten. Selv små ændringer i WACC +/- 1 procentpoint medfører markante udsving i værdiansættelsen. Det understreger, hvor stor betydning antagelserne i denne opgave har for den endelige værdi, og hvor vigtigt det er at være kritisk over for input og forudsætninger.

10 Konklusion

På baggrund af den strategiske og finansielle analyse vurderes den teoretiske værdi af Vestas til at være 30.609m.EUR, baseret på en DCF-værdiansættelse. Denne værdi ligger over markedsværdien for den gennemsnitlige aktiekurs for 2024, som udgør 22.003mEUR. Med en forskel på 8.606mEUR. Euro, antydes det, at Vestas potentielt er undervurderet af markedet. Vestas' interne faktorer bidrager væsentligt til virksomhedens værdiskabelse og konkurrenceevne. Den samlede organisering af teknologi, produktion og indkøb muliggør effektiv koordinering, hvilket styrker både kvalitet og effektivitet. Der er fokus på innovation og udvikling af højt kvalificerede medarbejdere under virksomhedens teknologiske position. Globale produktionsfaciliteter og strategiske partnerskaber med bl.a. Mærsk og DSV reducerer omkostninger og sikrer pålidelig levering. Samtidig styrker serviceydelser og fokus på at reducere LCOE Vestas' værditilbud og kundetilfredshed. Vestas påvirkes i høj grad af eksterne forhold, som er analyseret gennem PESTEL-modellen. Ud fra politik skaber klimamål og støtte til grøn omstilling vækstmuligheder, mens handelsbarrierer udgør en risiko. Økonomiske faktorer som renter og inflation påvirker investeringslysten i vedvarende energi. Teknologisk udvikling og øget fokus på bæredygtighed giver Vestas en fordel, men kræver konstant innovation for bevare deres markedsposition. Samtidig skaber global konkurrence, især fra kinesiske aktører, pres på markedsandele. Overordnet er Vestas godt positioneret til at udnytte muligheder, men skal kontinuerligt tilpasse sig for imødegå trusler i et dynamisk marked. Vestas opererer i et marked med intens konkurrence, men virksomhedens teknologiske styrker, størrelse og mangeårige erfaring giver dem en stærk markedsposition. For at fastholde og styrke denne position skal Vestas forsat investere i innovation, effektivisere produktionen og udvikle serviceforretningen, som er et vigtigt konkurrenceparameter i branchen. Vestas har fra 2020 til 2024 oplevet stigende omsætning og en markant forbedring i indtjening, især drevet af væksten i serviceforretningen. På trods af midlertidige udfordringer i 2022 med negativ EBIT, har selskabet i 2024 opnået det højeste resultatniveau i 5 år. Nøgletal som ROE og ROIC har vist fremgang i 2024, og en vedvarende negativ WCR har understøttet likviditeten. Samlet set viser udviklingen at Vestas er i bedring med en stigende effektivitet og lønsomhed. Fremtidsbudgettering viser en klar positiv udvikling frem mod 2029, med stigende omsætning, forbedret rentabilitet og voksende egenkapital. Forventninger bygger på aktieanalytikernes estimer, og en stærk efterspørgsel efter grøn energi. Budgettet afspejler effektiv udnyttelse af stordrift og stigende indtjeningsevne, hvilket samlet set indikerer en sund finansiell udvikling for Vestas. Med udgangspunkt i den fremtidige budgettering, herunder fremskrivninger af resultatopgørelse og

balance frem til 2029, er Vestas' teoretiske værdi beregnet ved brug af DCF-metoden. På baggrund af de estimerede FCF lander DCF Equity Value på 30.609mEUR. kontra markedsværdien for 2024 på 22.003mEUR.

11 Litteraturliste

11.1 Bøger

- Ib Andersen, 2019, Den skinbarlige virkelighed, 6. udgave, samfundslitteratur Rosenørnes Alle 9, 1970 Frederiksberg.
- Niels Vestergaard, 2022 m.fl., det strategiske lederskab, 1. udgave, trojka Fiolstræde 31-33 1171 København.
- G. Hawawini C. Viallet, 2022, Finance for executives – managing for value creation 7th edition, Cengage, Cheriton House Norh Way Andover Hampshire SP10 5BE UK.

11.2 Internetkilder

- Danmark historien, Vestas 1898 – 2011 <https://danmarkshistorien.dk/vis/materiale/vestas-1898-2011>, 2025 (25-03-2025)
- Vestas historie 1987-1998, <https://www.vestas.com/en/about/this-is-vestas/history/from-1987-1998>, 2025 (25-03-2025)
- Nordea, Investering OMX25, <https://www.nordea.dk/privat/dit-liv/investering/investeringsguide/OMX-C25.html>, 2025 (25-03-2025)
- Vestas historie 2009-2022, <https://www.vestas.com/en/about/this-is-vestas/history/from-2009-2020>, 2025 (25-03-2025)
- Vestas drift model, <https://www.vestas.com/en/investor/corporate-governance/our-operating-model>, 2025 (29-03-2025)
- Vestas partnerskaber <https://www.vestas.com/en/about/our-partners/Partnerships/Our-university-partnerships>, 2025 (29-03-2025)
- Vestas produktion faciliteter, <https://www.vestas.com/en/careers/life-at-vestas/career-directions/production-facility>, 2025 (29-03-2025)
- Vestas rekrutteringsproces, rekrutteringsproces, <https://www.vestas.com/en/careers/our-recruitment-process>, 2025 (29-03-2025)
- Livet hos Vestas <https://www.vestas.com/en/careers/life-at-vestas>, 2025 (30-03-2025)
- Vestas karriere, <https://www.vestas.com/en/careers/life-at-vestas/your-development>, 2025 (30-03-2025)
- Kaastrup Andersen, MHI Vestas <https://www.kaastrupandersen.dk/cases/mhi-vestas-offshore-wind-skaber-medvind-i-produktudviklingen/>, 2025 (30-03-2025)

- Vestas teknologileder, <https://www.vestas.com/en/pages/making-a-technology-leader>, 2025 (30-03-2025)
- Kaastrup, traditionel og agil tilgang, <https://www.kaastrupandersen.dk/indsigter/projekter-traditionel-eller-agil-tilgang/>, 2025 (30-03-2025)
- Vestas leverandører, <https://www.vestas.com/en/about/our-partners/Suppliers> 2025 (30-03-2025)
- Vestas transport og logistik, <https://careers.vestas.com/go/TRANSPORT-&-LOGISTIK/3491201/> 2025 (30-03-2025)
- Vestas produktion, <https://www.vestas.com/en/about/our-locations/production>, 2025 (30-03-2025)
- Vestas strategisk partnerskab, <https://www.vestas.com/en/media/company-news/2021/vestas-enters-strategic-partnership-with-maersk-on-all--c3450391>, 2025 (30-03-2025)
- Vestas bæredygtighedsrapport 2022, <https://www.vestas.com/content/dam/vestas-com/global/en/sustainability/reports-and-ratings/sustainability-reports/sustainability-report-2022.pdf.coredownload.inline.pdf>, 2025 (08-04-2025)
- Vestas service, <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service> 2025 (08-04-2025)
- Vestas vedligeholdelse, <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service/maintenance>, 2025 (08-04-2025)
- Vestas reparation, <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service/parts-repair> 2025 (08-04-2025)
- Vestas digital <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service/digital-services> 2025 (08-04-2025)
- Vestas optimering <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service/fleet-optimisation> 2025 (08-04-2025)
- Vestas information om årsrapporten, <https://www.vestas.com/da/investor/information-pa-dansk/2023/vestas-arsrapport-2022---et-udfordrende-ar-med-negativ--c3710816> 2025 (08-04-2025)
- PWC WCR <https://www.pwc.dk/da/services/deals/working-capital-management.html> 2025 (08-04-2025)
- Vestas Konsensus <https://www.vestas.com/en/investor/consensus> 2025 (15-04-2025)
- Vestas outlook <https://www.vestas.com/en/investor/reports-and-presentations/financial> 2025 (15-04-2025)
- Nasdaq aktiekurs <https://www.nasdaq.com/european-market-activity/shares/vws?id=CSE3258> 2025 (15-04-2025)

- Yahoo finance <https://finance.yahoo.com/quote/VWS.CO/key-statistics/> 2025 (25-04-2025)
- SKAT markedsriskopræmie <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882> 2025 (25-04-2025)
- ECB inflationsmål https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/visual-mps/2025/html/mopo_statement_explained_april.en.html 2025 (25-04-2025)

11.3 Årsrapporter

- Vestas Wind Systems A/S Årsrapport 2024
<https://mb.cision.com/Main/18886/4100723/3246654.pdf>
- Vestas Wind Systems A/S Årsrapport 2023
<https://mb.cision.com/Main/18886/3923785/2587209.pdf>
- Vestas Wind Systems A/S Årsrapport 2022
<https://mb.cision.com/Main/18886/3710816/1833549.pdf>
- Vestas Wind Systems A/S Årsrapport 2021
<https://mb.cision.com/Main/18886/3503914/1533088.pdf>
- Vestas Wind Systems A/S Årsrapport 2020
<https://mb.cision.com/Main/18886/3283501/1370562.pdf>

11.4 Andre kildre

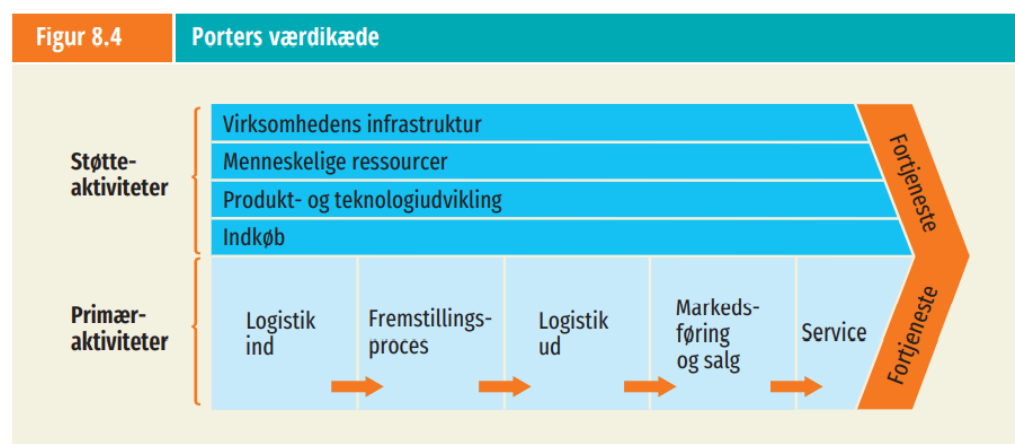
- Sandalgaard, powerpoint dag 3, 2024.
- Vestas produktudvikling, <https://www.video.vestas.com/video/2151206/product-development-process>, 2011 (30-03-2025)

11.5 Artikler

- Jakob Due, 2024, Vestas etablere en samlet organisation. NPInvestor.dk 29 maj 2024.
<https://npinvestor.dk/nyheder/vestas-etablerer-en-samlet-organisation-teknologi-indk%C3%B8b-og-produktion> (29-03-2025)
- Henrik Eilers 2021, Vestas indgår transportaftale. Energy-supply.dk. 10.november 2021.
<https://www.energysupply.dk/article/view/818970/vestas-indgar-transportaftale-med-dansk-gigant> (30-03-2025)

12 Bilag

12.1 Porters værdikæde



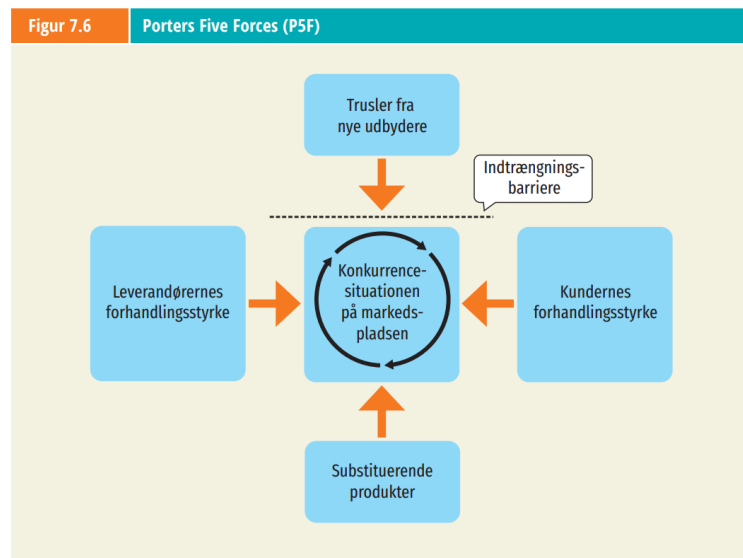
Kilde: Inspireret af Porter, Michael, Competitive Advantage, The Free Press, 1985.

12.2 PESTEL

Figur 7.3 PESTEL-analyse	
Faktor	Diverse eksempler på påvirkninger fra fjernmiljøet
P (Politisk)	– Skattepolitiske forhold, fx selskabsskatten – Arbejdsmarkedsregler, fx forhold vedr. udenlandsk arbejdskraft – Politisk fastlagte CO₂ afgifter^a med det formål at reducere CO₂ udledningen
E (Økonomisk)	– Høj og lav konjunktur – Renteniveauet fastlagt af Den Europæiske Centralbank⁷ (ECB)
S (Socialt / Kulturelt)	– Øget kulturel diversitet i samfundet – Me-Too-debatten
T (Teknisk)	– Industriens øgede brug af internettet (Industri 4.0 / Internet of Things) – Teknologiske nyskabelser, fx udvikling af COVID-19^a vaccine på rekordtid
E (Miljø)	– Mildt og mere regnfuldt vejr. Hyppigere forekomst af skybrud – Øget fokus på biodiversitet
L (Lovgivning)	– Gennemførelse af en CO₂-reduktion via lovgivningsmæssig regulering – Omlægning af personbeskatning med henblik på øget arbejdsudbud
Sammenfatning	– Sammenfatning af de udefra givne forhold med angivelse af, hvilke forhold der har størst betydning for virksomheden i den nuværende situation

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

12.3 Porters Five Forces (P5F)



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

12.4 SWOT

En SWOT-analyse bruges til at opsummere virksomhedens styrker og svagheder, de interne elementer, samt muligheder og trusler, de eksterne elementer. Ved at identificere Vestas' styrker, svagheder, muligheder og trusler skabes et overblik over virksomhedens strategiske position, hvilket kan hjælpe med at vurdere dens fremtidige vækstmuligheder og risici.

12.4.1 Styrker

- Stordriftsfordele og stærk produktionskapacitet

Vestas er over hele verden og kan udnytte stordrift, både i produktion og indkøb hvilket presser enhedsomkostninger ned og styrker konkurrenceevnen.

- Bred serviceforretning

Vestas har en stor og stabil indtægtskilde i form af serviceaftaler, som sikrer vedvarende cash flow og kundeloyalitet, da kunderne får optimeret og vedligeholdt deres vindmøller og dermed får mest udbytte af investeringen.

- Stærk logistik og distributionsnetværk gennem partnerskaber

Vestas samarbejder med globale logistikpartnere, Mærsk og DSV, hvilket optimerer virksomhedens forsyningskæde og sikrer effektiv transport og levering af komponenter og færdige vindmøller. Samarbejdet med Mærsk og DSV bidrager til lavere omkostninger og højere leveringssikkerhed for Vestas.

- Høj grad af innovation og teknologi

Vestas investerer betydeligt i forskning og udvikling og har stærke teknologiske løsninger, der forbedrer effektiviteten og levetiden på vindmøller.

- Stærk position inden for grøn energi

Vestas er en af de førende inden for vindenergi og de opererer udelukkende med vedvarende energiløsninger. I en tid med øget fokus på klima og bæredygtighed er dette en væsentlig konkurrencefordel, da alle interessenter i stigende grad efterspørger grønne energikilder.

12.4.2 Svagheder

- Afhængighed af politisk støtte

Vestas' forretning er i høj grad afhængig af støtteordninger, subsidier og lovgivning, som støtter vedvarende energi. Ændringer i politiske prioriteter kan derfor få stor betydning for virksomhedens fremtidige indtjening.

- Pres fra konkurrenter

Markedet for vindenergi er blevet mere konkurrencepræget, især med fremkomsten af kinesiske producenter som GoldWind, der ofte tilbyder lavere priser mv. Det kan presse Vestas' marginer og markedsandele.

- Alternative energikilder

Vestas er i konkurrence med alternative energikilder herunder solenergi og batterilagring mv. Det betyder konkurrencen kan presse priserne og reducere efterspørgslen efter vindenergiløsninger.

- Høje faste omkostninger og svingende kapacitetsudnyttelse

Vestas opererer med betydelige faste omkostninger, da produktion af vindmøller kræver store investeringer i teknologi, anlæg, arbejdskraft mv. Hvis efterspørgslen falder, kan kapacitetsudnyttelsen blive lav, hvilket vil presse Vestas' indtjening.

12.4.3 Muligheder

- Markedsmuligheder i Tyskland 100 mia. euro af sat til klima.

Tyskland har afsat 100 mia. euro til grøn omstilling. Det giver Vestas markedsmuligheder, da der vil komme en øget efterspørgsel på vindkraft.

- EU's Net zero strategi fremmer investeringer i vindenergi.

EU's Green Deal har som mål at gøre EU klimaneutral senest i 2050. Strategien giver økonomisk støtte til projekter, som fremmer grøn omstilling. Vestas får dermed en øget efterspørgsel efter deres produkter.

- Øget fokus på selvforsyning

Geopolitiske spændinger og energikrisen i Europa har ført til, at lande ønsker at blive mere selvforsynende med energi.

- Grøn Investorinteresse

Flere pensionskasser og investeringsfonde efterspørger bæredygtige investeringer, hvilket giver Vestas adgang til mere kapital og en højere værdiansættelse.

12.4.4 Trusler

- Risiko for at sakke bagud på innovation og teknologi

Hvis Vestas ikke formår at følge med den teknologiske udvikling i branchen, risikerer at miste deres konkurrencefordel til rivaler som Siemens Gamesa GE eller kinesiske aktører som Goldwind.

- Stigende konkurrence fra kinesiske producenter.

Kinesiske producenter som Goldwind truer Vestas' markedsandel, da de får massiv statslig støtte, lavere produktionsomkostninger og tilbyder længere garantier end Vestas. Kinesiske aktører har stor erfaring fra deres enorme hjemmemarked, hvilket giver dem skala- og læringsfordele i forhold til at producere vindmøller.

- Trusler fra alternativer energikilder

Vestas skal blive ved med at arbejde på at få en lavere LCOE, så vindenergi ikke overhales af solenergi eller batterilagring mv.

- Afhængighed af politisk støtte

Mange vindprojekter afhænger af statsstøtte, tilskud eller garantier. Hvis der sker ændringer i politiske prioriteringer, vil der ske en opbremsning, som kan forsinke Vestas' investeringer og presse deres omsætning.

- Geopolitiske usikkerhed

Vestas er over hele verden og handelsspændinger, f.eks. mellem USA og Europa, kan forstyrre forsyningskæder eller lukke markeder. USA's øgede protektionisme kan ændre spillereglerne hurtigt.

- Inflation, told og stigende råvarepriser

Inflation og toldsatter kan medføre handelsbarrierer og øge råvarepriserne især i forhold til markeder uden for EU. Disse ting kan presse Vestas' profitmarginer, særligt hvis prisstigninger ikke kan lægges på kunderne.

12.5 Resultatopgørelsen til analyse 2020-2024

Resultatopgørelse (mEUR)	2020	2021	2022	2023	2024
Samlet omsætning	14.819	15.587	14.486	15.382	17.295
Omsætning Onshore	Ukendt	Ukendt	Ukendt	Ukendt	Ukendt
Omsætning Offshore	Ukendt	Ukendt	Ukendt	Ukendt	Ukendt
Omsætning Service	2.055	2.484	3.155	3.568	3.697
Produktionsomkostninger	- 13.281	- 14.031	- 14.368	- 14.099	- 15.238
Bruttofortjeneste	1.538	1.556	118	1.283	2.057
Forsknings- og udviklingsomkostninger	- 265	- 389	- 457	- 371	- 380
Distributionsomkostninger	- 281	- 371	- 462	- 452	- 535
Administrationsomkostninger	- 242	- 368	- 351	- 424	- 403
Salg af teknologi	-	-	-	147	-
Særlige poster	- 52	- 139	- 444	61	53
Justering af afskrivninger	630	914	899	790	856
EBITDA	1.328	1.203	- 697	1.034	1.648
Amortisation & Afskrivninger	- 630	- 914	- 899	- 790	- 856
EBIT	698	289	- 1.596	244	792
Renter	- 95	- 101	- 110	- 164	- 86
EBT	603	188	- 1.706	80	706
Skat	- 163	- 81	124	24	211
EAT	440	107	- 1.582	56	495

12.6 Managerial Balance Sheet

Managerial balance sheet (mEUR)	2020	2021	2022	2023	2024
Immaterielle anlægsaktiver	2.888	3.062	3.065	3.203	3.385
Materielle anlægsaktiver	2.022	2.091	1.752	1.911	2.353
Net fixed assets	4.910	5.153	4.817	5.114	5.738
Likvider	3.063	2.420	2.378	3.318	3.817
Andre tilgodehavende (kort)	981	1.105	1.221	1.274	1.518
Varebeholdninger	5.289	5.673	6.373	6.530	6.008
Debitorer	1.538	1.531	1.280	1.305	1.719
Kontraktaktiver	775	1.227	1.399	1.777	2.127
Kontraktomkostninger	369	690	753	505	526
Kontraktforpligtelser	- 5.613	- 6.180	- 6.937	- 7.995	- 8.997
Varekreditorer	- 3.608	- 4.286	- 4.089	- 3.738	- 4.129
Andre gældsforpligtelser (kort)	- 858	- 809	- 1.349	- 1.165	- 1.069
WCR	- 1.127	- 1.049	- 1.349	- 1.507	- 2.297
Andre investeringer (kort)	69	81	88	99	161
Aktiver til salg	-	-	173	-	-
Tilgodehavende SKAT (kort)	121	102	51	209	214
Udskudt skatteaktiv (kort)	335	378	497	795	722
Finansielle investeringer (kort)	111	116	-	3	160
Tilgodehavende SKAT (lang)	201	229	100	522	832
Andre tilgodehavende (lang)	241	234	219	372	422
Finansielle investeringer (lang)	100	100	95	98	103
Hensættelser (kort)	- 580	- 646	- 829	- 783	- 944
Skyldig SKAT (kort)	- 86	- 75	- 58	- 176	- 141
Forpligtelser vedrørende salg af aktiver	-	-	3	-	-
Øvrige ikke - rentebærende gæld	- 846	- 1.000	- 1.005	- 1.089	- 1.022
Hensættelser (lang)	- 696	- 686	- 944	- 1.225	- 1.263
Udskudt SKAT (lang)	- 158	- 362	- 158	- 163	- 179
Skyldig SKAT (lang)	- 331	- 326	- 177	- 635	- 830
Andre forpligtelser (lang)	- 173	- 145	- 59	- 204	- 279
Invested capital i alt	6.000	5.524	4.841	5.836	6.236
Egenkapital	4.703	4.697	3.060	3.042	3.542
Langfristet rentebærende gæld	867	732	2.179	3.224	3.071
Korfristede rentebærende gæld	487	704	248	163	200
Kapitalandele	- 57	- 609	- 646	- 593	- 577
Capital Employed i alt	6.000	5.524	4.841	5.836	6.236
NLF	1.449	667	781	1.648	1.320
NSF	- 2.576	- 1.716	- 2.130	- 3.155	- 3.617
WCR=NLF + NSF	- 1.127	- 1.049	- 1.349	- 1.507	- 2.297

12.7 Nøgletalsanalyse

Nøgletal	2020	2021	2022	2023	2024
ROIC (EBIT / Invested Capital)	11,63%	5,23%	-32,97%	4,18%	12,70%
EBIT% (EBIT / Revenue)	4,71%	1,85%	-11,02%	1,59%	4,58%
Capital turnover (Revenue / Invested capital)	2,47	2,82	2,99	2,64	2,77
ROIC= EBIT% X Capital turnover	11,63%	5,23%	-32,97%	4,18%	12,70%
Financial Leverage Multiplier ((EBT/EBIT) X (Invested Capital / Egenkapital)	1,10	0,77	1,69	0,63	1,57
Financial Structure Ratio (Invested Capital / Egenkapital)	1,28	1,18	1,58	1,92	1,76
Financial Cost Ratio (EBT / EBIT)	0,86	0,65	1,07	0,33	0,89
Financial Leverage Multiplier = Financial Structure Ratio X Financial Cost Ratio	1,10	0,77	1,69	0,63	1,57
Tax Effect Ratio (EAT / EBT)	0,73	0,57	0,93	0,70	0,70
ROE (EAT / Egenkapital)	9,36%	2,28%	-51,70%	1,84%	13,98%
ROE = ROIC X Financial Leverage Multiplier X Tax Effekt	9,36%	2,28%	-51,70%	1,84%	13,98%

12.8 Forventet omsætningsvækst og omkostningsvækst

Forventet omsætningsvækst	Konsensus skøn pr 25 februar 2025			Markedets forventninger	
	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Samlet omsætning	11,66%	9,51%	7,21%	9,44%	9,66%
Omsætning Onshore	ukendt	3,89%	4,62%	7%	7%
Omsætning Offshore	ukendt	50,78%	19,63%	20,00%	20,00%
Omsætning Service	9,70%	5,57%	5,98%	8%	8%

Forventet omkostningsvækst		
	2028B	2029B
Forventet omkostningsvækst	7,86%	7,86%

År	2025	2026	2027	2028	2029
Produktionsomkostninger	9,25%	8,31%	6,03%	7,86%	7,86%

12.9 Fremtidige resultatopgørelse

Resultatopgørelse (mEUR)	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Samlet omsætning	17.295	19.312	21.148	22.673	24.814	27.211
Omsætning Onshore	Ukendt	13.222	13.736	14.370	15.376	16.452
Omsætning Offshore	Ukendt	2.176	3.281	3.925	4.710	5.652
Omsætning Service	3.697	3.914	4.131	4.378	4.728	5.106
Produktionsomkostninger	- 15.238	- 16.647	- 18.031	- 19.118	- 20.621	- 22.241
Bruttofortjeneste	2.057	2.665	3.117	3.555	4.193	4.969
Driftsomkostninger	- 1.318	- 1.508	- 1.555	- 1.675	- 1.807	- 1.949
Særlige poster	53	ukendt	ukendt	ukendt	ukendt	ukendt
Justering af afskrivninger	856	923	996	1.074	1.159	1.250
EBITDA	1.648	2.080	2.558	2.954	3.545	4.270
Amortisation & Afskrivninger	- 856	- 923	- 996	- 1.074	- 1.159	- 1.250
EBIT	792	1.157	1.562	1.880	2.387	3.021
Renter	- 86	- 100	- 95	- 82	- 88	- 95
EBT	706	1.057	1.467	1.798	2.298	2.925
Skat	- 211	- 261	- 358	- 439	- 506	- 644
EAT	495	796	1.109	1.359	1.793	2.282

12.10 Balancebudget

Balance (mEUR)						
Aktiver	2024	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Immaterielle aktiver	3.385	3.598	3.825	4.066	4.300	4.528
Materielle aktiver	2.353	2.501	2.659	2.826	2.989	3.147
Andre investeringer	161	164	168	171	174	178
Tilgodehavende SKAT	832	849	866	883	901	919
Udskudt skatteaktiv	722	736	751	766	782	797
Andre tilgodehavende	422	430	439	448	457	466
Finansielle investeringer	103	105	107	109	111	114
Samlede langfristede aktiver	7.978	8.384	8.814	9.269	9.713	10.148
Varebeholdning	6.008	6.709	7.347	7.876	8.620	9.453
Debitorer	1.719	1.919	2.102	2.254	2.466	2.705
Kontrakt aktiver	2.127	2.375	2.601	2.788	3.052	3.346
Kontrakt omkostninger	526	587	643	690	755	828
Tilgodehavende SKAT	214	218	223	227	232	236
Andre tilgodehavende	1.518	1.548	1.579	1.611	1.643	1.676
Finansielle investeringer	160	163	166	170	173	177
Likvide beholdninger	3.817	5.607	6.982	8.476	10.628	13.370
Samlede kortfristede aktiver	16.089	19.127	21.643	24.091	27.569	31.790
Total aktiver	24.067	27.511	30.457	33.360	37.282	41.938

Balance (mEUR)						
Passiver	2024	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Aktiekapital	27	27	27	27	27	27
Andre reserver	- 78					
Overført resultat	3.580	4.376	5.485	6.844	8.637	10.918
Kapitalandele	- 564					
Egenkapital	2.965	4.403	5.512	6.871	8.664	10.945
Hensættelser	1.263	1.288	1.314	1.340	1.367	1.394
Udskudt SKAT	179	183	186	190	194	198
Finansiel gæld	3.071	3.429	3.755	4.026	4.406	4.832
Skyldig SKAT	830	847	864	881	898	916
Andre forpligtelser	279	285	290	296	302	308
Samlede langfristede gældsforpligtelser	5.622	6.031	6.409	6.733	7.167	7.648
Hensættelser	944	963	982	1.002	1.022	1.042
Kontrakt forpligtelser	8.997	10.046	11.001	11.795	12.908	14.155
Finansiel gæld	200	223	245	262	287	315
Varekreditorer	4.129	4.610	5.049	5.413	5.924	6.496
Skyldig SKAT	141	144	147	150	153	156
Andre forpligtelser	1.069	1.090	1.112	1.134	1.157	1.180
Samlede kortfristede gældsforpligtelser	15.480	17.077	18.536	19.756	21.451	23.344
Total Passiver	24.067	27.511	30.457	33.360	37.282	41.938

12.11 Notat baseret på struktureret interview med porteføljeforvalter

Jeg har udarbejdet et notat baseret på noter og et struktureret interview med porteføljemanageren Kitty Grøn fra BankInvest. Interviewet bestod af 19 spørgsmål som gav indsigt i Vestas' markedsposition, strategiske udfordringer og fremtidige vækstmuligheder. De strukturerede spørgsmål sikrede en systematisk tilgang til analysen, hvor fokus er på værdiansættelse, konkurrencesituationen og de makroøkonomiske faktorer, der påvirker Vestas' udvikling.

1. Hvordan forventer du, at Vestas' omsætning vil udvikle sig procentuelt over de næste 3-5 år? Kan du give en estimeret årlig vækstrate?

På Vestas' hjemmeside kan man i investor-sektionen finde konsensusestimer for de fleste poster herunder, omsætning, omkostningsudvikling, kapitaludgifter, EBIT-margin, ordreindgang og backlog. Det er fordelagtigt at anvende aktieanalytikernes vurderinger og fremtidsforventninger til Vestas, da disse eksperter har brugt mange år på uddannelse og har dedikeret deres karriere til at analysere virksomheder og markeder. De har adgang til omfattende data, brancheindsigt og avancerede modeller, der giver et nuanceret billede af virksomhedens fremtidige udvikling. Deres estimater bygger på makroøkonomiske faktorer, markedsforhold, konkurrencesituationen og strategiske initiativer, hvilket gør dem særligt værdifulde i en værdiansættelsesopgave. De gennemsnitlige estimater fra konsensusrapporter samler vurderinger fra flere analytikere, hvilket sikrer en objektiv sammenligning med konkurrenter og markedsforventninger. Dette bidrager til en mere valid DCF-analyse og styrker grundlaget for at vurdere Vestas' fremtidige præstation.

Vestas' samlede omsætning forventes at vokse med en årlig vækstrate på omkring 8-10 % over de næste 3-5 år ifølge konsensusestimerne fra aktieanalytikere. Disse estimater er baseret på et gennemsnit af flere aktieanalytikere forventninger og afspejler både markedsudviklingen uden for Kina samt udviklingen i den gennemsnitlige salgspris på vindmøller. Det er også vigtigt at tage højde for, at Vestas' omsætning er fordelt på to hoveddivisioner: Power Solutions og Service. Power Solutions, der omfatter salg af vindmøller, er mere afhængig af markedsdynamikker og udsat for større udsving, mens Service-divisionen har en mere stabil og forudsigelig vækstprofil. Kombinationen af disse faktorer vil være afgørende for Vestas' samlede omsætningsudvikling i de kommende år. Det fremtidige budget burde tage udgangspunkt i konsensusestimerne, da det er bedste og mest kvalificerede bud.

2. Hvordan forventer du, at Vestas' driftsomkostninger vil udvikle sig procentuelt over de næste 3-5 år? Kan du give en estimeret årlig vækstrate?

Vestas' driftsomkostninger forventes at udvikle sig i takt med virksomhedens vækst, men med variationer mellem divisionerne Power Solutions og Service. Serviceforretningen er løntung, hvilket betyder, at omkostningerne her i høj grad påvirkes af inflationsjusteringer i eksisterende kontrakter. Tidligere meddelelser fra Vestas har vist, at inflationsjustering har påvirket marginerne i denne division negativt.

For Power Solutions er driftsomkostningerne præget af en kompleks forsyningskæde, hvor væsentlige inputfaktorer som stål, energi, logistik og løn spiller en afgørende rolle.

Omkostningerne vil derfor afhænge af udsving i råvarepriser og transportomkostninger.

Baseret på markedsforventninger og Vestas' egne mål vil omkostningerne sandsynligvis stige i takt med inflationen og stigende inputpriser. En årlig vækstrate for driftsomkostninger på 5-8% er et realistisk estimat, men afhænger af både eksterne markedsforhold og Vestas' evne til at optimere deres omkostningsstruktur.

3. Hvilke større kapitaludgifter planlægger Vestas at foretage i de kommende år, og hvordan vil disse påvirke virksomhedens pengestrømme?

Vestas planlægger at foretage betydelige kapitaludgifter i de kommende år, primært drevet af offshore-ekspansion og udvidelse af produktionskapaciteten i USA. Historisk set har Vestas haft en gennemsnitlig CapEx-ratio på 5,8% af omsætningen over de sidste syv år, med en median på 5,7%. For perioden 2025-2027 estimerer analytikere en CapEx-ratio på mellem 6,2% og 6,4%, hvor Danske Bank forventer 6,2%, og Nordea vurderer den til 6,4%. 2028 på 5,75% og 2029 på 5,30% hvor 2030 har en mere nedadgående tendens mod 5,1% og på længere sigt. Kapitaludgifterne påvirker pengestrømmene ved at reducere frit cash flow (FCF), da investeringer i nye produktionsfaciliteter og teknologi kræver betydelige likvide midler. Vestas' arbejdskapital vil også spille en central rolle, da store investeringer kræver en velafbalanceret kapitalstruktur for at opretholde finansiel stabilitet. Hvis CapEx-niveauet stabiliseres mod 5-6% af omsætningen, vil Vestas sandsynligvis kunne opretholde en positiv pengestrøm, forudsat at marginer og ordreindgang forbliver stabile.

4. Hvad er de forventede EBIT-marginer (indtjening før renter og skat) for de kommende år, og hvilke faktorer kan påvirke disse marginer?

Vestas har et langsigtet mål om en EBIT-margin på 10%, og forventningerne til de kommende år tyder på, at de vil arbejde sig hen imod dette mål. Den forventede forbedring i EBIT-marginerne er primært drevet af en udfasning af gamle projekter med dårlige priser, og fremtidige projekter forventes at have bedre marginer. Dette skyldes blandt andet, at Vestas er i stand til at opnå bedre priser på nye kontrakter samt en forbedret kapacitetsudnyttelse.

Samtidig kan højere faste omkostninger og svingende kapacitetsudnyttelse påvirke marginerne negativt. Særligt i Power Solutions-segmentet forventes der en forbedring af marginerne, da den dårlige ordrebog, som har påvirket tidligere resultater, bliver udfaset, og de nye ordrer leveres til bedre priser. Desuden vil bedre kapacitetsudnyttelse og højere

volumen i både Power Solutions og Service-segmentet bidrage til marginforbedringer. Dog er der stadig risici forbundet med afgifter, tariffer, told eller skatter, især på grund af produktionen i USA og andre steder, samt konkurrence fra kinesiske producenter. Kilderne til disse oplysninger kan findes i virksomhedens konsensusestimater, samt i analyser og opdateringer fra aktieanalytikere og finansielle rapporter fra Vestas' hjemmeside.

5. Hvad er den nuværende status for Vestas' ordreindgang og ordrebacklog, og hvordan forventes disse at udvikle sig i fremtiden?

Vestas' ordreindgang og ordrebacklog kan findes i virksomhedens regnskaber og i de konsensusestimater, der er tilgængelige på deres hjemmeside. Den nuværende status af ordreindgangen afhænger af flere faktorer, herunder markedsforhold og geografiske regioner, især on- og offshore segmenterne. På kort sigt kan der være usikkerheder på grund af svagere udsigter for offshore-markedet i USA efter Trump-administrationens politik, samt et langsommere tempo i Europa, hvor markedet kan være påvirket af faktorer som infrastrukturprojekter. Dog kan Tysklands mulige infrastrukturpakke have en positiv indvirkning på efterspørgslen i fremtiden. Generelt set afspejler markedets udvikling i de kommende år de langsigtede tendenser i ordreindgangen, som vil være præget af både politiske og økonomiske faktorer på tværs af regioner. Vækstrate i ordreindgang er på 4-6% ud fra estimerne fra konsensus.

6. Hvordan vurderer du de nuværende og fremtidige markedsforhold for vindenergi, og hvilke eksterne faktorer kan påvirke Vestas' vækst?

De nuværende og fremtidige markedsforhold for vindenergi viser generelt en positiv vækst, med forventninger om en årlig vækstrate på 8-10% i de kommende år. Denne vækst er primært drevet af politiske initiativer og øget fokus på CO₂-reduktion og grøn energi, som skaber en stærk efterspørgsel efter vedvarende energikilder som vindenergi. Desuden har den hastige udvikling i vindteknologi og den politiske støtte til grøn energi (f.eks. skattelettelser) også en positiv indvirkning på markedet. Ifølge markedsprognoserne, herunder fra kilder som Bloomberg New Energy Finance (BNEF), forventes det globale marked at vokse med en gennemsnitlig årlig vækstrate på 8% fra 2024-2035. Amerika og Europa viser henholdsvis vækstrater på 8% og 10%, mens Kina, der har været et stort marked, forventes at opleve langsommere vækst på 6% i de kommende år. På den anden side er markedet for vindenergi stadig præget af volatilitet. Der er især forventninger om store udsving i væksten, såsom et markedsfald i 2026 og 2031, især på grund af svækkede markedsforhold i Kina. Den globale vindenergiindustri har været meget volatil, hvilket kan skabe usikkerhed for aktører som

Vestas. I forhold til solenergi skal der også tages højde for, at solenergi kan konkurrere med vindenergi om markedsandele i de kommende år, hvilket kan have indflydelse på markedsdynamikken.

7. Hvordan ser du konkurrencesituationen for Vestas i de kommende år, og hvilke strategier planlægger Vestas at implementere for at bevare sin markedsposition?

Konkurrencesituationen for Vestas i de kommende år vil blive præget af øget pres fra både etablerede og nye aktører i vindmøllebranchen. Virksomheder som Siemens Gamesa, GE Renewable Energy og kinesiske producenter som Goldwind vil fortsætte med at forsøge at vinde markedsandele gennem prisstrategier, teknologisk innovation og ekspansion i vækstmarkeder. Kina, med sine statsstøttede producenter, er særligt konkurrencedygtige med deres lavere priser og længere garantiperioder, hvilket giver dem en fordel, især i udviklingsmarkeder. For at bevare sin markedsposition planlægger Vestas en række strategiske initiativer. Virksomheden vil fortsat fokusere på innovation inden for vindmølleteknologi og fortsætte optimering af sine produktionsprocesser. Vestas vil også investere i digitalisering og dataanalyse for at forbedre driftseffektiviteten og reducere omkostninger. En vigtig strategi er at udvide serviceforretningen, som sikrer stabile indtægter gennem vedligeholdelse og drift af eksisterende vindmølleparker. Desuden vil Vestas satse yderligere på offshore-vindmøller, hvor væksten forventes at være markant i de kommende år, og hvor det er sværere for kinesiske aktører at etablere sig på grund af geopolitisk modstand og lokale reguleringer. Konkurrencen fra Kina udgør en særlig udfordring, da de kinesiske producenter har stor skala, lavere produktionsomkostninger og offentlig støtte, hvilket gør dem konkurrencedygtige på pris. De har også erfaring med at producere store mængder på deres hjemmemarked, hvilket giver dem en betydelig fordel. Vestas har dog en styrke i sin erfaring, kvalitet og stærke brand. For at modvirke truslen fra kineserne og andre konkurrenter kan Vestas muligvis differentiere sig gennem geopolitisk strategi, især på offshore-markedet, hvor de kinesiske aktører ikke nemt får adgang til markederne. Vestas' fokus på at udvikle større vindmøller, som resulterer i lavere LCOE (Levelized Cost of Energy), er også en væsentlig del af strategien. Større møller genererer mere energi, hvilket sænker omkostningerne per produceret MWh, og samtidig hjælper med at fastholde en konkurrencefordel. Selvom innovation og stordriftsfordele er afgørende for at opnå lavere LCOE, er der samtidig en risiko for kvalitetsproblemer og børnesygdomme ved lanceringen af nye teknologier. På lang sigt vil Vestas' evne til at balancere teknologisk innovation,

kvalitetskontrol og geopolitisk forståelse være afgørende for at bevare sin markedsposition og konkurrencedygtighed i den hurtigt udviklende vindenergiindustri.

8. Hvilke risici ser du som de mest betydningsfulde for Vestas i de kommende år, og hvordan planlægger Vestas at håndtere disse risici?

Vestas har høje faste omkostninger, hvilket betyder, at de er afhængige af en stabil ordreindgang for at opretholde kapacitetsudnyttelsen og undgå underudnyttelse, der kan påvirke marginerne negativt. Kinesiske vindmølleproducenter, som tidligere kun har været aktive i Asien, har nu begyndt at ekspandere til andre markeder, hvilket øger konkurrencen for Vestas. Disse virksomheder har opbygget erfaring og skala med støtte fra deres hjemmemarkedsregering, hvilket giver dem en betydelig konkurrencefordel i form af lavere priser. Historisk har Vestas stået over for kvalitetsproblemer, som har resulteret i høje garantihensættelser og ekstra omkostninger. Virksomheden er derfor nødt til at sikre, at kvaliteten er i top for at undgå sådanne udfordringer i fremtiden og opretholde kundernes tillid. Hvis markedet oplever overkapacitet, kan der opstå prispres, hvilket kan reducere Vestas' marginer. Dette er særligt risikabelt i en kapitaltung branche, hvor virksomhederne er afhængige af stabil produktion og salgspriser. Politisk uro, som f.eks. øget fokus på militær oprustning på bekostning af investeringer i grøn energi, kan påvirke Vestas' forretning. Ændrede prioriteringer kan betyde mindre støtte til vedvarende energi, hvilket vil kunne hæmme væksten i vindmøllemarkedet. For at håndtere disse risici har Vestas en konservativ kapitalstruktur, som giver virksomheden mulighed for at modstå økonomiske udsving. Derudover fokuserer Vestas på at producere effektivt, sikre høj kvalitet i sine produkter og sikre en stabil ordreindgang. Vestas fortsætter også med at arbejde på innovation for at fastholde sin konkurrenceevne og sikre, at deres produkter kan skille sig ud på markedet.

9. Hvilke investeringer planlægger Vestas at foretage inden for teknologi og innovation, og hvordan forventes disse at påvirke virksomhedens fremtidige vækst?

Vestas planlægger at foretage betydelige investeringer inden for teknologi og innovation, især med fokus på at udvikle de største vindmøller på markedet. Målet er at reducere omkostningerne ved energi (LCOE) og fortsætte med at være en first mover indenfor vindmølleteknologi. Der er også et stærkt fokus på at standardisere vindmøllemodeller, især i forhold til kinesiske producenter, der kan udgøre en trussel med deres lavere omkostninger. Vestas investerer løbende i både on- og offshore vindmølleteknologi, men har i de seneste år været mere tilbageholdende med innovation for at reducere de kvalitetsproblemer, der har

kostet dyrt i fortiden. Selvom investeringer i teknologi og innovation er en vigtig del af Vestas' strategi, har selskabet også oplevet udfordringer. For eksempel brugte Vestas i 2022 EUR 90 millioner relateret til udviklingen af deres V164/V174 offshore mølle. På trods af dette fortsætter Vestas med at investere i forskning og udvikling for at styrke sin markedsposition og skabe vækst på lang sigt.

10. Hvordan påvirker bæredygtighedsinitiativer og reguleringer Vestas' forretningsstrategi, og hvilke tiltag planlægger Vestas at implementere for at overholde fremtidige reguleringer?

Bæredygtighedsinitiativer og reguleringer har en betydelig indflydelse på Vestas' forretningsstrategi, da virksomheden opererer i en branche, hvor grøn omstilling og skærpede miljøkrav spiller en central rolle. Strengere lovgivning, såsom EU's Green Deal og skærpede CO₂-reduktionsmål globalt, skaber både udfordringer og muligheder for Vestas. For at sikre overholdelse af fremtidige reguleringer fokuserer Vestas på teknologisk innovation. Virksomheden arbejder blandt andet på at udvikle 100% genanvendelige vindmøllevinger og reducere CO₂-aftrykket i produktionen. Derudover satser Vestas på at optimere sin forsyningskæde og samarbejde med leverandører for at sikre bæredygtige materialer og produktionsmetoder. For eksempel har Vestas forpligtet sig til at opnå CO₂-neutralitet i egne aktiviteter inden 2030 uden at anvende CO₂-kompensation. Derudover arbejder virksomheden på at producere 100% genanvendelige vindmøller inden 2040. Disse initiativer har bidraget til, at Vestas er blevet anerkendt som en af verdens mest bæredygtige virksomheder.

11. Hvordan vurderer du Vestas' evne til at optimere deres forsyningskæde og produktionseffektivitet for at bevare deres konkurrencefordel?

Vestas' evne til at optimere deres forsyningskæde og produktionseffektivitet har været udfordret af både globale begivenheder som COVID-19-pandemien og de strategiske beslutninger, de har taget. Under corona-pandemien oplevede Vestas, hvor sårbar deres globale forsyningskæde kunne være, især når enkelte dele manglede eller leverancer blev forsinket. Virksomheden har et tæt samarbejde med flere af sine leverandører og betragtes som en vigtig kunde for mange af dem, hvilket giver Vestas en vis forhandlingskraft. Dog har forsyningskædens globalisering og afhængighed af logistik og timing medført, at transportkriser og flaskehalse har haft stor indvirkning på produktionen. Et konkret eksempel på dette er de udfordringer, som Vestas har stået overfor under pandemien, hvor forsyningskæden blev testet på grund af forsinkede leverancer, nedlukninger og logistiske

problemer. Vestas har haft strategiske partnerskaber med store aktører som Mærsk for at sikre forsyninger, men den globale karakter af deres produktion og forsyningskæde har også afsløret deres sårbarheder. Desuden har der været kvalitetsproblemer, som muligvis stammer fra både underleverandører og interne processer, hvilket kan have haft en negativ effekt på både produktionseffektivitet og virksomhedens omdømme.

12. Hvordan påvirker nye aktører i vindmøllebranchen Vestas' markedsandel og marginer?

De nye aktører, primært kinesiske spillere, kan have en betydelig indvirkning på Vestas' markedsandel og marginer. Kinesiske producenter har ofte lavere produktionsomkostninger, hvilket giver dem mulighed for at tilbyde konkurrencedygtige priser, især på markeder med høj konkurrence. Denne priskonkurrence kan presse Vestas' marginer, da de måske skal tilpasse deres priser for at opretholde markedsandele. Samtidig kan de kinesiske aktørers vækst på internationale markeder, herunder Europa og Amerika, øge konkurrencen, hvilket kan reducere Vestas' markedsposition i visse regioner. På den positive side kan Vestas fortsat konkurrere ved at fokusere på innovation, kvalitet og deres stærke brand i etablerede markeder, hvor efterspørgslen efter højere effektivitet og pålidelighed er højere.

13. I hvilken grad har Vestas forhandlingsstyrke over for leverandører af nøglekomponenter som tårne, vinger og elektronik?

Vestas har en betydelig forhandlingsstyrke over for leverandører af nøglekomponenter som tårne, vinger og elektronik, da de er en stor spiller på markedet for vindenergi. Vestas' størrelse og markedsposition gør det muligt for dem at forhandle gunstige aftaler med deres leverandører. Deres forhandlingsstyrke opstår dels fra den volumen, de bestiller, og dels fra deres evne til at indgå rammeaftaler, som giver forudsigelighed og stabilitet for både Vestas og leverandørerne. Dette betyder, at Vestas kan sikre sig konkurrencedygtige priser på komponenter og skabe langvarige relationer med leverandørerne, hvilket styrker deres forhandlingsposition.

14. Hvordan vurderer du truslen fra alternative energikilder, såsom solenergi eller batterilagring, for Vestas' langsigtede vækst?

Truslen fra alternative energikilder som solenergi og batterilagring kan påvirke Vestas' vækst, men disse teknologier kan også komplementere vindenergi. Solenergi er blevet mere konkurrencedygtig, især i solrige områder, og batterilagring kan hjælpe med at udjævne forsyningsbehovene. Selvom solenergi og batterilagring kan reducere efterspørgslen efter vindenergi i visse markeder, kan de også udvide markedet for Vestas' løsninger, især i

områder med mindre gunstige vindforhold. Ifølge Bloomberg-analyser udgør solenergi og batterilagring en stigende trussel mod vindenergi, da deres LCOE falder og i nogle enkelte tilfælde er billigere end for vind. Batterilagring kan integreres med vindenergi, hvilket muliggør opbevaring af overskydende energi. På kort sigt kan solenergi og batterilagring i visse regioner reducere Vestas' markedsandel, men vindenergi forbliver central i den globale energiomstilling. Vestas kan derfor tilpasse sig ved at udnytte synergierne mellem vindenergi og andre energikilder og styrke deres position i fremtidens energimarked.

15. Politisk: Hvordan kan politiske beslutninger om støtteordninger og incitamenter til vedvarende energi påvirke Vestas' fremtidige indtægter og værdiansættelse?

Politiske beslutninger om støtteordninger og incitamenter til vedvarende energi har historisk set spillet en væsentlig rolle i Vestas' forretning, især i de tidlige faser af industrien, hvor vedvarende energi primært konkurrerede med traditionelle energikilder. Skatteincitamenter som de i USA har haft en direkte indflydelse på Vestas' indtægter og har understøttet den voksende efterspørgsel efter vindenergi. Et eksempel på dette er de skattefradrag, der har været givet til investeringer i vedvarende energi, som har stimuleret markedsvækst og øget efterspørgslen på Vestas' produkter. Yderligere har politiske initiativer, som Tysklands nye infrastrukturinvesteringer, der afsætter EUR 100 milliarder til klimaet, også bidraget til at fremme vedvarende energiprojekter og dermed øget Vestas' markedsmuligheder. De europæiske klima- og emissionsmål, herunder EU's net-zero strategi, samt mål for emissionsreduktioner (scope 1, 2 og 3) har yderligere styrket det politiske og økonomiske incitament for virksomheder som Vestas til at investere i og levere vindmølleteknologi. Derudover har den politiske opprioritering af energisikkerhed også fået stor betydning. Efterspørgslen efter mere selvforsynende energisystemer gør vindenergi til et attraktivt alternativ, som er uafhængigt af eksterne energikilder og leverandører. Dette gør Vestas' produkter og løsninger endnu mere relevante i et globalt politisk landskab, hvor energi ikke kun ses som en økonomisk ressource, men som en sikkerhedsparameter for nationer. Når det kommer til værdiansættelse, har de politiske beslutninger og skærpede krav til ESG også haft en indflydelse. Mange pensionskasser og investeringsfonde har forpligtet sig til at afstå fra investeringer i kul og andre "sorte" energikilder, hvilket har drevet investeringen mod mere bæredygtige aktiver som Vestas. Denne politiske drevne udvikling understøtter Vestas' langsigtede vækst og potentiale for fremtidige indtægter, samtidig med at det øger virksomhedens værdiansættelse ved at tiltrække investeringer fra ESG-fokuserede fonde og institutionelle investorer.

16. Økonomisk: Hvordan kan ændringer i global økonomisk vækst og efterspørgsel efter vedvarende energi påvirke Vestas' finansielle resultater og aktiekurser?

Ændringer i den globale økonomiske vækst og efterspørgsel efter vedvarende energi vil have en væsentlig indvirkning på Vestas' finansielle resultater og aktiekurser. Efterspørgslen efter vedvarende energi er direkte relateret til virksomhedens vækst, da det driver efterspørgslen efter Vestas' vindmølleteknologi og serviceydelser. Øget fokus på klimaforandringer og CO₂-reduktioner har gjort vedvarende energi til en vigtig prioritet for både regeringer og virksomheder globalt, hvilket skaber et solidt fundament for Vestas' langsigtede vækst. Når det kommer til makroøkonomiske faktorer, er det mere uklart, hvordan klassisk økonomisk udvikling som BNP vil påvirke Vestas. Dog kan det antages, at efterspørgslen efter energi generelt vil følge den økonomiske udvikling. I en tid, hvor elektrificering af samfundet og fremvæksten af datacentre er i vækst, vil behovet for elektrisk energi stige, hvilket i højere grad kan understøtte efterspørgslen efter vedvarende energikilder som vind. Inflation vil selvfølgelig også kunne påvirke Vestas, da det vil øge råvarepriserne sammen med handelskrig med toldsatser. Samtidig kan renteudviklingen påvirke udvikleres og energiselskabers afkastberegninger, som kan have en indirekte effekt på Vestas' forretning, da disse selskaber er vigtige kunder for Vestas. Dog vurderes det, at den primære driver for Vestas' fremtidige vækst vil være politisk prioritering af klima og energiforsyning snarere end makroøkonomiske faktorer alene. Den politiske opbakning til vedvarende energi og målrettede tiltag for at reducere CO₂-udslip vil være mere afgørende for Vestas' finansielle resultater og aktiekurser i de kommende år.

17. Teknologisk: Hvordan kan innovation og teknologiske fremskridt i vindmølleteknologi påvirke Vestas' konkurrenceevne og markedsandel?

Innovation og teknologiske fremskridt i vindmølleteknologi vil fortsat være vigtig for Vestas' konkurrenceevne, men i de senere år er fokus skiftet mere mod effektiv produktion og opnåelse af stordriftsfordele frem for kun at fokusere på design og teknisk innovation. Dette skift skyldes, at teknologien generelt er blevet moden, og de større gevinster ligger nu i at optimere produktionsprocesserne, forbedre effektiviteten i forsyningskæden og reducere omkostningerne pr. enhed. Vestas' evne til at skalere produktionen og udnytte stordriftsfordele vil være afgørende for at opretholde deres markedsandel. Hvis de kan producere vindmøller mere effektivt og til lavere omkostninger end konkurrenterne, vil de kunne tilbyde mere konkurrencedygtige priser og dermed sikre sig en stærk position på markedet. Innovation vil fortsat spille en rolle i at forbedre vindmølleteknologien, men det er i

stigende grad effektiviteten i produktionen og kapacitetsudnyttelsen, der vil være den største faktor for at opretholde og udvide Vestas' markedsandel i fremtiden

18. Miljømæssigt: Hvordan vil Vestas' evne til at tilpasse sig klimaændringer og bæredygtighedskrav påvirke virksomhedens langsigtede vækstmuligheder og værdiansættelse?

Vestas' evne til at tilpasse sig klimaændringer og bæredygtighedskrav vil spille en afgørende rolle for virksomhedens langsigtede vækstmuligheder og værdiansættelse. I takt med at klimaændringer bliver en stadig vigtigere global udfordring, og som regeringer verden over øger kravene til bæredygtighed, vil efterspørgslen efter vedvarende energikilder som vindkraft stige. Vestas, som en af de førende leverandører af vindmøller, har en unik position til at drage fordel af denne udvikling, men det er essentielt, at de ikke sakker bagud i forhold til de teknologiske krav der opstår. Hvis Vestas er i stand til at tilpasse sig disse ændringer og integrere bæredygtighed og klimaansvar i deres forretningsstrategi, vil det ikke kun styrke deres markedsposition, men også positivt påvirke virksomhedens værdiansættelse. Det kan føre til øget efterspørgsel efter deres produkter, stærkere relationer med kunder og investorer, samt en styrket brand værdi som en ansvarlig aktør i den grønne omstilling. På den anden side, hvis Vestas ikke formår at tilpasse sig hurtigt nok, risikerer de at miste markedsandele og få en lavere vurdering på markedet, hvilket kan hæmme deres langsigtede vækstmuligheder.

19. Lovgivningsmæssigt: Hvordan kan ændringer i miljøreguleringer og CO2-reduktionspolitikker påvirke Vestas' omkostninger og langsigtede strategiske beslutninger?

Ændringer i miljøreguleringer og CO2-reduktionspolitikker kan have en væsentlig indvirkning på Vestas' omkostninger og langsigtede strategiske beslutninger. Skærpede krav til CO2-reduktion og strengere miljøreguleringer kan føre til øgede omkostninger for både produktion og drift, især hvis Vestas skal investere i ny teknologi eller tilpasse sine processer for at overholde disse reguleringer. Samtidig kan det også skabe muligheder for Vestas, da efterspørgslen efter vedvarende energi som vindkraft vil stige, hvilket kan føre til øget omsætning. På den langsigtede strategiske side kan Vestas vælge at fokusere mere på innovation og udvikling af teknologier, der opfylder de skærpede miljøkrav, såsom energieffektivitet og bæredygtig produktion. Dette kan også indebære investeringer i forskning og udvikling af nye løsninger, der ikke kun hjælper med at overholde reguleringer, men også positionerer Vestas som en leder på markedet for grøn energi.

12.12 Frie cash flow

Frie Cash Flow (mEUR)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CAPEX (Anlægsaktiver ultimo - anlægsaktiver primo + afskrivninger) -		1285	1380	1483	1555	1636	1739
Ændring i WCR -	-	311	282	233	330	371	417
EBIT X Tax Effect Ratio +		871	1181	1421	1802	2282	2878
Afskrivninger +		923	996	1074	1159	1250	1348
Ændring i hensættelser +		44	45	46	47	48	49
Frie Cash flow mEUR		865	1.124	1.291	1.783	2.315	2.953
		0	0	0	0	38955	
Anlægsaktiver ultimo	5738	6099	6484	6892	7289	7675	8066
Afskrivninger	856	923	996	1074	1159	1250	1348
WCR	- 2.297	- 2.608	- 2.891	- 3.123	- 3.454	- 3.825	- 4.242
Ændring i WCR	- 311	- 282	- 233	- 330	- 371	- 417	
Hensættelser	2207	2251	2296	2342	2389	2437	2485
Ændring hensættelser		44	45	46	47	48	49

12.13 Markedsværdi af egenkapital mEUR

Vestas Wind Systems A/S	
Antal aktier	1.009.867.260
Aktiekurs 2024 gennemsnit	162,51
Markedsværdi af egenkapital DKK	164.118.133.417
Valaturkurs EUR 2024 gennemsnit	7,4589
Markedsværdi af egenkapital EUR	22.002.994.197
Markedsværdi af egenkapital mEUR	22.003

12.14 10-årig Statsobligation

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid

Enhed: Pct. pro anno

	2024M01	2024M02	2024M03	2024M04	2024M05	2024M06	2024M07	2024M08	2024M09	2024M10	2024M11	2024M12
10 årig statsobligation	2,28	2,43	2,22	2,54	2,60	2,35	2,28	2,13	1,85	2,02	1,71	1,82

Kilde: Danmarks statistisk 10-årig statsobligation.

12.15 Opgørelse af terminalperioden 2030

Resultatopgørelse (mEUR)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Samlet omsætning	17.295	19.312	21.148	22.673	24.814	27.211	29.901
Omsætning Onshore	Ukendt	13.222	13.736	14.370	15.376	16.452	17.604
Omsætning Offshore	Ukendt	2.176	3.281	3.925	4.710	5.652	6.782
Omsætning Service	3.697	3.914	4.131	4.378	4.728	5.106	5.515
Produktionsomkostninger	- 15.238	- 16.647	- 18.031	- 19.118	- 20.621	- 22.241	- 23.990
Bruttofortjeneste	2.057	2.665	3.117	3.555	4.193	4.969	5.912
Driftsomkostninger	- 1.318	- 1.508	- 1.555	- 1.675	- 1.807	- 1.949	- 2.102
Særlige poster	53	ukendt	ukendt	ukendt	ukendt	ukendt	ukendt
Justering af afskrivninger	856	923	996	1.074	1.159	1.250	1.348
EBITDA	1.648	2.080	2.558	2.954	3.545	4.270	5.158
Amortisation & Afskrivninger	- 856	- 923	- 996	- 1.074	- 1.159	- 1.250	- 1.348
EBIT	792	1.157	1.562	1.880	2.387	3.021	3.810
Renter	- 86	- 100	- 95	- 82	- 88	- 95	- 103
EBT	706	1.057	1.467	1.798	2.298	2.925	3.707
Skat	- 211	- 261	- 358	- 439	- 506	- 644	- 816
EAT	495	796	1.109	1.359	1.793	2.282	2.891

Balance (mEUR)	2024	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030
Aktiver							
Immaterielle aktiver	3.385	3.598	3.825	4.066	4.300	4.528	4.758
Materielle aktiver	2.353	2.501	2.659	2.826	2.989	3.147	3.308
Andre investeringer	161	164	168	171	174	178	181
Tilgodehavende SKAT	832	849	866	883	901	919	937
Udskudt skatteaktiv	722	736	751	766	782	797	813
Andre tilgodehavende	422	430	439	448	457	466	475
Finansielle investeringer	103	105	107	109	111	114	116
Samlede langfristede aktiver	7.978	8.384	8.814	9.269	9.713	10.148	10.589
Varebeholdning	6.008	6.709	7.347	7.876	8.620	9.453	10.387
Debitorer	1.719	1.919	2.102	2.254	2.466	2.705	2.972
Kontrakt aktiver	2.127	2.375	2.601	2.788	3.052	3.346	3.677
Kontrakt omkostninger	526	587	643	690	755	828	909
Tilgodehavende SKAT	214	218	223	227	232	236	241
Andre tilgodehavende	1.518	1.548	1.579	1.611	1.643	1.676	1.710
Finansielle investeringer	160	163	166	170	173	177	180
Likvide beholdninger	3.817	5.607	6.982	8.476	10.628	13.370	16.819
Samlede kortfristede aktiver	16.089	19.127	21.643	24.091	27.569	31.790	36.896
Total aktiver	24.067	27.511	30.457	33.360	37.282	41.938	47.484

Balance (mEUR)	2024	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030
Passiver							
Aktiekapital	27	27	27	27	27	27	27
Andre reserver	- 78						
Overført resultat	3.580	4.376	5.485	6.844	8.637	10.918	13.810
Kapitalandele	- 564						
Egenkapital	2.965	4.403	5.512	6.871	8.664	10.945	13.837
Hensættelser	1.263	1.288	1.314	1.340	1.367	1.394	1.422
Udskudt SKAT	179	183	186	190	194	198	202
Finansiel gæld	3.071	3.429	3.755	4.026	4.406	4.832	5.309
Skyldig SKAT	830	847	864	881	898	916	935
Andre forpligtelser	279	285	290	296	302	308	314
Samlede langfristede gældsforpligtelser	5.622	6.031	6.409	6.733	7.167	7.648	8.182
Hensættelser	944	963	982	1.002	1.022	1.042	1.063
Kontrakt forpligtelser	8.997	10.046	11.001	11.795	12.908	14.155	15.555
Finansiel gæld	200	223	245	262	287	315	346
Varekreditorer	4.129	4.610	5.049	5.413	5.924	6.496	7.139
Skyldig SKAT	141	144	147	150	153	156	159
Andre forpligtelser	1.069	1.090	1.112	1.134	1.157	1.180	1.204
Samlede kortfristede gældsforpligtelser	15.480	17.077	18.536	19.756	21.451	23.344	25.465
Total Passiver	24.067	27.511	30.457	33.360	37.282	41.938	47.484

Frie Cash Flow (mEUR)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CAPEX (Anlægsaktiver ultimo - anlægsaktiver primo + afskrivninger) -		1285	1380	1483	1555	1636	1739
Ændring i WCR -		311	282	233	330	371	417
EBIT X Tax Effect Ratio +		871	1181	1421	1802	2282	2878
Afskrivninger +		923	996	1074	1159	1250	1348
Ændring i hensættelser +		44	45	46	47	48	49
Frie Cash flow mEUR		865	1.124	1.291	1.783	2.315	2.953

12.16 Værdiansættelse DCF

WACC	9,58%
Vækstrate	2%
Nutidstidværdi af FCF 2025-2029	5.408
Terminalværdi	38.955
Nutidsværdi af term.værdi	24.655
Enterprise value	30.063
+Likvide beholdninger pr 31.12.24	3.817
-Finansiell gæld pr 31.12.24	3.271
DCF Equity value	30.609

12.17 WACC følsomhedsanalyse

WACC følsomhedsanalyse				
	Ændring i WACC	Equity value	forskel i Equity value	
10,58%	1,00%	29.355	-	1.254
10,33%	0,75%	29.662	-	947
10,08%	0,50%	29.974	-	635
9,83%	0,25%	30.289	-	320
9,58%	0%	30.609		0
9,33%	-0,25%	30.934		325
9,08%	-0,50%	31.262		653
8,83%	-0,75%	31.595		986
8,58%	-1,00%	31.933		1.324

12.18 Følsomhedsanalyse af Vækstrate

Vækstrate følsomhedsanalyse			
	Ændring i vækstrate	Equity value	forskel i Equity value
3,00%	1,00%	34.356	3.747
2,75%	0,75%	33.317	2.708
2,50%	0,50%	32.350	1.741
2,25%	0,25%	31.450	841
2,00%	0%	30.609	0
1,75%	-0,25%	29.822	- 787
1,50%	-0,50%	29.084	- 1.525
1,25%	-0,75%	28.389	- 2.220
1,00%	-1,00%	27.736	- 2.873