



VÆRDIANSÆTTELSE AF VESTAS

Forfatter: Benjamin H. Christiansen og
Jonathan Brogaard Johansson
Studienummer: 20246047 og 20246054
Vejleder: Allan Paulsen
HD Regnskab og Økonomistyring
Afleveringsdato: Maj 2026
Afgangsprojekt HD(R) Aalborg

Indhold

Engelsk resume	3
Indledning	4
Problemstilling.....	4
Problemformulering	4
Afgrænsning.....	5
Modelvalg	5
Metode	7
Kildevalg og –kritik	8
Virksomhedsbeskrivelse	9
Historie.....	9
Markeder	10
Mission, vision og forventninger til 2026.....	12
Strategisk analyse.....	13
Porter’s Five Forces	13
Delkonklusion på Porter’s Five Forces	17
PESTEL-analyse	18
Delkonklusion på PESTEL	22
Intern analyse	22
Porter’s Værdikæde.....	22
Primære aktiviteter.....	23
Støtteaktiviteter	27
Delkonklusion på Porter’s Værdikæde	28
Regnskabsanalyse	29
Reformulering af årsrapporten.....	29
Reformulering af egenkapitalopgørelsen	29
Reformulering af balancen.....	30
Reformulering af resultatopgørelsen.....	31
Rentabilitetsanalyse	31
Egenkapitalens forrentning, ROE	31
Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter, finansieringsaktiviteter og finansiel gearing.....	32
Niveau 2: Dekomponering af ROIC	34

Niveau 3: Analyse af underliggende drivere.....	35
SWOT-matrice	38
Budgettering.....	39
Budgetperioden.....	39
Budgetforudsætninger.....	39
Fastlæggelse af budget.....	40
Værdiansættelse	41
Konklusion.....	47
Bibliografi.....	48
Figurfortegnelse	51
Bilagsoversigt	52
Bilag 1 – Reformuleret egenkapitalsopgørelse	52
Bilag 2 – Reformuleret balance	53
Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse	54

Engelsk resume

This final project examines the valuation of Vestas Wind Systems A/S by comparing the company's theoretical share value with its actual market value as of April 1, 2026. The purpose of the project is to determine whether a difference exists between the calculated theoretical value and the market price of the share, and to identify the factors that may explain such a difference. The project is based on a strategic analysis, an internal analysis, and a financial analysis of Vestas.

The strategic analysis includes Porter's Five Forces and a PESTEL analysis in order to assess the competitive environment and the external macroeconomic factors affecting the renewable energy industry. The analyses show that the industry is characterized by high competition, strong political influence, increasing regulatory requirements, and growing global demand for renewable energy solutions. Furthermore, geopolitical instability and rising fossil fuel prices have increased the focus on energy independence, particularly in Europe, which positively affects the demand for wind energy.

The internal analysis is based on Porter's Value Chain and identifies Vestas' key strengths within sustainability, innovation, supply chain management, and technological development. The analysis shows that Vestas creates value through efficient and sustainable operations while continuously investing in research and product development to maintain its competitive position in the market.

The financial analysis is conducted through reformulation of the financial statements and a profitability analysis based on the extended DuPont model. The analysis forms the basis for budgeting and the final valuation using the Discounted Cash Flow (DCF) model. The valuation results in a theoretical share value of DKK 147.17 per share, whereas the actual market price on April 1, 2026, was DKK 186.45 per share.

The project concludes that Vestas has strong long-term growth potential due to increasing global demand for renewable energy and the company's strong market position. However, the valuation also highlights several risks and limitations, including infrastructure challenges, dependence on political support, compliance costs, and the uncertainty associated with valuation models. Furthermore, the difference between the theoretical value and the market price can partly be explained by investor expectations and market psychology, which are not fully reflected in the valuation model.

Indledning

Den grønne omstilling har i de seneste år medført et øget globalt fokus på vedvarende energikilder, hvor særligt vindenergi spiller en væsentlig rolle i fremtidens energiforsyning. Denne udvikling har skabt store vækstmuligheder for virksomheder inden for branchen. Især krigen og urolighederne i Mellemøsten, har skabt vækstmuligheder for Vestas, hvor Europa og resten af verdenen står i en omstillingsparat position, hvor de er klar til at omlægge væsentlige forsyningskilder i infrastrukturen for, at kan gå fra at være afhængige af fossile energikilder til at være selvforsynende gennem vedvarende energikilder. I denne sammenhæng er Vestas en central aktør, som gennem sin markedsposition og internationale tilstedeværelse har stor betydning for udviklingen inden for vedvarende energi.

Vestas er som investeringsobjekt en del af det danske C25 indeks, som består af de 25 største danske virksomheder. Aktierne på C25 indekset, er de mest handlede aktier blandt almindelige danskere. Men, hvordan ser den teoretiske aktieværdi for Vestas aktien ud i forhold til den aktieværdi som de almindelige danskere er med til at fastsætte? Og hvorfor kan der være forskel på disse to værdiansættelser?

Problemstilling

Vestas er en international virksomhed, der befinder sig på nationale og internationale markeder, hvor problemstilling i den afslutningsprojektet er at vurdere forskellen mellem den faktiske værdi den 1. april 2026 og den beregnet værdi den 1. april 2026. Her skal de ses, hvorfor den faktiske værdi eventuelt er over- eller undervurderet.

For at beregne den teoretiske værdi, vil den tage afsæt i strategisk analyse, hvor den strategiske analyse vil fremhæve Vestas styrke, svagheder, muligheder og trusler. Den strategiske analyse skal bruges til udarbejdelse af værdiansættelsen i regnskabsanalysen til blandt andet at fastsætte en række faktorer i værdiansættelse, herunder vækst og fremtidig overskudsgrad.

Problemformulering

Formålet med afslutningsprojektet, er at konkludere på om aktiekursen pr. april 2026, har en realistisk værdi sammenlignet med den teoretiske værdi. Afslutningsprojektet vil tage afsæt i følgende problemformulering:

Er der forskel på handelsværdien den 1. april 2026 og en beregnet teoretisk værdi den 1. april 2026? Og i så fald, hvad kan forklare denne forskel?

For at besvare overstående problemformulering, er der udarbejdet underspørgsmål.

- Hvilke faktorer i omverden påvirker Vestas aktiekurs?
- Hvilken værdiansættelsesmodel er mest relevant for Vestas, og hvilke forudsætninger ligger til grund for den teoretiske værdi?
- Hvordan ser Vestas kapitalstruktur ud, og hvilken betydning har det for værdiansættelsen?
- Hvordan ser konkurrencesituationen ud i branchen for vedvarende energi?
- Hvad er Vestas styrker og svagheder samt mulige trusler?
- Hvad styrer aktiekursen, og hvorfor er der eventuel forskel mellem den teoretiske værdi og den reelle markedsværdi?
- Hvordan påvirker energipriserne efterspørgslen efter vedvarende energi fra vindmøller?

Afgrænsning

I afslutningsprojektet er der en naturlig begrænsning i forhold til de interne forhold og derved også den interne analyse. Dette skulle, at der bliver kigget på Vestas som ekstern analytiker, og man derfor ikke har adgang samtlige interne informationer og data.

Modelvalg

De modeller, der bliver anvendt i afslutningsprojektet, vil blive beskrevet i afsnittene nedenfor.

Porter's Five Forces

Porter's Five Forces er valgt til at analysere Vestas' eksterne forhold. Modellen gør det muligt at analysere og vurdere på branchen for vedvarende energis attraktivitet og konkurrenceintensitet. Gennem analysen vil det blive analyseret på truslen fra nye indtrængere, truslen fra substituerende produkter, købernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke og rivaliseringen i branchen. Herefter vil der blive vurderet på disse fem kræfter i forhold til deres påvirkning på branchens konkurrenceintensitet og attraktivitet, hvor deres gives en vurdering fra lav til høj.

PESTEL

PESTEL-analysen anvendes til at analysere de makroøkonomiske forhold i Vestas' omverden. Modellen giver mulighed for at analysere, hvor de politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer påvirker Vestas. PESTEL-analysen kan bidrage til at finde muligheder og trusler i Vestas' omverden, hvilke kan få betydning for Vestas' fremtidige vækst og indtjening.

Værdikæde

Til analyse af Vestas' interne forhold, er der valgt Porter's værdikæde. Modellen bruges til at analysere Vestas' værdiskabende aktiviteter og identificere, hvorhenne i værdikæden Vestas' skaber konkurrencemæssige fordele. Analysen af Vestas' primære- og støtteaktiviteter bruges også til at identificere styrker og svagheder i virksomheden. Modellen bidrager til at opnå forståelse for, hvorledes Vestas' skaber værdi og opretholder sin markedsposition.

Regnskabsanalyse

Der udarbejdes regnskabsanalyse af Vestas med udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide samt dekomponering af regnskabet. Analysen vil basere sig på offentliggjorte regnskaber for perioden 2021 – 2025. Regnskabsanalyse er valgt for at kunne analysere Vestas' rentabilitet, indtjening og generelle finansielle præstation gennem den valgte periode. Formålet med analysen er at skabe forståelse for Vestas' økonomiske udvikling i perioden 2021 – 2025 for derved at kunne vurdere Vestas' fremtidige økonomiske udvikling i samarbejde med øvrige analyserende modeller. Regnskabsanalysen danner samtidig grundlag for den efterfølgende budgettering og værdiansættelse.

Værdiansættelse

Til den endelige værdiansættelse er der valgt at tage udgangspunkt i DCF-modellen. Modellen er valgt, da den gør det muligt at estimere Vestas' teoretiske aktieværdi på baggrund af forventede fremtidige pengestrømme. DCF-modellen vurderes at være velegnet til værdiansættelse af Vestas, da den skaber et sammenspil mellem de strategiske analyser, regnskabsanalysen og budgetteringen. Den beregnede aktieværdi ud fra DCF-modellen vil blive sammenholdt med den aktuelle aktieværdi pr. 1. april 2026.

Metode

Afslutningsprojektet vil begynde med en beskrivelse af Vestas' historie, hvilke markeder Vestas befinder sig på samt virksomhedens mission, vision og forventninger til 2026. Det er valgt at lave en virksomhedsbeskrivelse for at give læseren et indledende kendskab til Vestas samt forståelse for, hvad det er Vestas beskæftiger sig med og hvilken type virksomhed, der skal analyseres.

Efter at der er givet en indledende introduktion af Vestas, vil afslutningsprojektet overgå til den strategiske analyse, der vil bygge videre på det kendskab, som læseren har fået til Vestas i de indledende afsnit. Den strategiske analyse vil både basere sig på Vestas' eksterne forhold og interne forhold, og belyser, hvordan disse påvirker virksomheden. Herudover har den strategiske analyse også til formål at identificere de væsentligste faktorer, der muliggør Vestas' nuværende og fremtidige vækst. Analysen af Vestas' eksterne forhold skal klarlægge at finde frem til, hvilke muligheder og trusler der er i virksomhedens omverden, hvorimod den interne analyse har til formål at identificere, hvilke styrker og svagheder, som Vestas har.

Herefter vil afslutningsprojektet gå over i en analyse af Vestas' regnskab. I denne regnskabsanalyse vil der blive analyseret virksomhedens rentabilitet ud fra de offentliggjorte regnskaber for perioden 2021 – 2025, som vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont pyramide samt dekomponering af regnskabet.

Der vil løbende blive udarbejdet delkonklusioner for de forskellige analyser. Disse delkonklusioner skal samles i en SWOT-matrice, inden der bliver udarbejdet et budget til brug for værdiansættelsen af Vestas. Når der er blevet beregnet værdiansættelse af Vestas, vil denne blive direkte sammenlignet med den faktiske aktiekurs, hvorefter eventuelle differencer vil blive diskuteret og konkluderet på.

Afslutningsprojektet anvender primært deduktiv tilgang, hvor eksisterende teori benyttes til at analysere Vestas. Der indgår samtidig induktive elementer i fortolkningen af analysens resultater. Analysen baserer sig på historiske data over en flerårig periode. Dataene består af sekundære datakilder. Afslutningsprojektet har primært et deskriptivt og forklarende formål. Den samlede empiri består af årsrapporter, lærebøger samt videnskabelige og almindelige artikler. Afslutningsprojektet vil primært være et casestudie, hvor fokus i analyserne vil være på Vestas. Dog vurderes det ikke at være muligt at omfavne alle dele af Vestas-koncernen,

hvorfor der i afslutningsprojektet er tale om en analyse af udvalgte dele af koncernen (Andersen, 2019).

Kildevalg og –kritik

Afslutningsprojektet vil være baseret på sekundære datakilder, hvilke danner grundlag for besvarelsen af opgaven. Der vil blive henvist til fagbøger, som fremgår af pensum på HD-studiet, årsrapporter og internetartikler. Kilderne vil alle blive vurderet i forhold til deres reliabilitet og validitet.

Fagbøger

Fagbøgerne er udvalgt af uddannelsesinstitutionen, hvorfor de vurderes at være særdeles valide og pålidelige. Fagbøgerne anvendes primært til udvælgelse af analysemodeller, metoder og formler, der skal indgå i besvarelsen af afslutningsprojektet og danne grundlag for besvarelsen af problemformuleringen. Det skal herudover benævnes, at fagbøgerne kan indeholde en vis mængde af subjektivitet, da forfatterens egne holdninger og fortolkninger bevidst eller ubevidst kan præge fagbøgerne.

Årsrapporter

Der vil i afslutningsprojektet blive anvendt Vestas' årsrapporter. Disse anvendes primært til regnskabsanalysen samt interne forhold i Vestas. Årsrapporterne vurderes at være en pålidelig datakilde, idet disse er forsynet med en revisionspåtegning, hvori en godkendt revisor erklærer sig enig i informationerne i årsrapporten, hvilket altså validerer årsrapportens oplysninger. Dog skal man forholde sig relativt kritisk overfor informationerne i ledelsesberetningen, idet denne må siges at indeholde en vis grad af subjektivitet, eftersom det må formodes, at ledelsen vil fremstille Vestas så positivt som muligt.

Internetartikler

Artiklerne fra internettet vil blive benyttet som grundlag til diverse analyser i afslutningsprojektet. Internetartiklerne giver mulighed for at omfavne en bred mængde af information fra blandt andet Vestas' egen hjemmeside og diverse nyhedsartikler mv. Ved udvælgelse af disse datakilder vil de alle blive vurderet i forhold til reliabilitet og validitet. Det er vigtigt at forholde sig kritisk overfor datakilder, der stammer fra internettet, idet nogen nyhedsartikler søger at fremme antallet af læsere gennem fangende overskrifter og

overdrivelser. Herudover kan forfatterens egne holdninger præge artiklerne, hvorfor det igen er vigtigt at forholde sig kritisk.

Virksomhedsbeskrivelse

Vestas er en af Danmarks største virksomheder og dertil den største vindmøllevirksomhed i verden. De beskæftiger sig med innovation af vedvarende energi, i form af vindenergi, hvor Vestas i høj grad har været first-movers på dette område.

Historie

Vestas blev stiftet i 1898, men var dengang ikke det Vestas, som man kender i dag. Vestas startede nemlig ud som en familiedrevet smedevirksomhed, som blev stiftet af Hans Søren Hansen i den vestjyske by Lem. Vestas blev i mange årtier drevet af Hans Søren Hansen og hans søn, Peder Hansen.

Virksomheden oplevede en stor ekspansion i mellemkrigstiden, hvor de første stålrammer til industribygninger blev fremstillet. Dog skete der stagnation under krigen for virksomheden, grundet materiale mangel, men Peder Hansen valgte, sammen med 9 kolleger, i 1945 at omdanne Vestas til et aktieselskab under navnet Vestjysk Staalteknik, hvilket blev forkortet til Vestas. I 1959 købte Peder Hansen de øvrige aktionærer ud og blev ene-ejer af virksomheden.

På grundlag af landbrugets mekanisering og en stærk international industrialisering, kunne Peder Hansen vækste og ekspandere Vestas gennem 1950'erne og 1960'erne, hvor Vestas producerede en lang række metalprodukter til både det danske og internationale marked. Vestas oplevede især stort salg af landbrugsvogne og hydrauliske kraner til lastbiler.

Da man gik ind i 1970'erne skabte den globale oliekrise nye forretningsmuligheder for Vestas. Der skete et stort skift i energipolitik og politiske incitamenter verden over, hvilket gjorde, at Vestas begyndte at se et potentiale i vindenergi. I 1980 producerede virksomheden sine første vindmøller og oplevede allerede fra start en stor efterspørgsel med mange ordrer. Især det amerikanske marked havde en stor interesse i Vestas vindmøller, idet amerikanske støtteordninger gjorde det attraktivt at investere i vindenergi.

Dog på trods af denne tidlige store succes for Vestas, var den præget af store risici. Vestas oplevede nemlig allerede i midten af 1980'erne en reduktion af den amerikanske støtte, hvilket kollapsede markedet, hvor Vestas ellers hurtigt havde udvidet deres

produktionskapacitet. Vestas gik af den årsag konkurs i 1986. Men allerede i 1897 blev Vestas reorganiseret som Vestas Wind Systems A/S, med fokus udelukkende på vindmøller. Og med udgangspunkt i Vestas' tidligere konkurs skabte ledelsen et mere professionelt setup, dertil udvidede de salgs- og supportnetværket og begyndte at etablere internationale dattervirksomheder og joint ventures.

Fra midten af 1990'erne oplevede Vestas en positiv udvikling i den globale udvikling i vindenergi, hvilket gjorde virksomheden til en af verdens største producenter af vindmøller. Gennem virksomhedens innovation kunne Vestas lancere vindmøller med en større energiproduktion, hvilket i løbet af 1990'erne gjorde Vestas til verdens største producent af vindmøller. Dette afspejlede sig også i starten af 2000'erne, hvor Vestas sad på en markedsandel på over 30%. Vestas' store vækst kunne henledes til teknologiske forbedringer samt en global stigning i efterspørgslen på vedvarende energi, som i Europa for alvor blev prioriteret både politisk og industrielt. Vestas' markedsposition blev også yderligere styrket i 2004, da Vestas fusionerede med deres danske konkurrent NEG Micon.

I dag er Vestas overgået fra en traditionel industrivirksomhed til global teknologivirksomhed med produktion, salg og service i flere lande og verdensdele. Vestas koncernen har etablerede produktionsfaciliteter i Europa, Asien og Nordamerika. Virksomheden fortsætter med at være first-mover på markedet for vindmøller og vindenergi, blandt andet med nye store projektudviklinger indenfor eksempelvis havvindmølleprojekter i Nordsøen, som banede vejen for industrielle løsninger til offshore vindenergi. Denne udvikling har cementeret Vestas som en central aktør i overgangen til vedvarende energi og som en af Danmarks største og mest betydningsfulde virksomheder i det 21. århundrede (Christensen, 2025).

Markeder

Vestas er en stor aktør på markedet for vedvarende energi, nærmere bestemt vindmølle-markedet. Derfor drifter Vestas også på flere forskellige markeder, hvoraf de største kan siges at være Europa, Mellemøsten og Afrika, hvilket Vestas betegner som et samlet marked (EMEA), Amerika og Asien. Herudover betragtes offshore også som et væsentligt særskilt marked.

MW	2025	2024	MW	2025	2024
Germany	2,067	1,735	USA	3,773	2,296
Poland	992	245	Brazil	1,282	1,880
Spain	527	288	Canada	340	480
France	474	738	Mexico	260	-
Italy	452	573	Argentina	106	525
Ukraine	400	-	Dominican Rep.	41	-
Sweden	351	162	Chile	39	45
United Kingdom	346	334	Costa Rica	34	-
South Africa	312	349			
Lithuania	290	22	Americas	5,875	5,226
Romania	269	17	- of which offshore	22	13
Austria	221	123			
Netherlands	171	30	Australia	725	806
Türkiye	156	56	Japan	234	287
Greece	140	117	South Korea	166	19
Belgium	78	99	Taiwan	157	523
Portugal	41	16	China	32	67
Finland	28	698	India	3	27
Czech Republic	7	15			
Switzerland	7	-	Asia Pacific	1,317	1,729
Martinique	6	-	- of which offshore	264	654
Cyprus	5	9			
Ireland	3	178	Total	14,537	12,900
Denmark	2	70	- of which offshore	1,977	1,352
Estonia	-	27			
Croatia	-	21			
Curaçao	-	23			
EMEA	7,345	5,945			
- of which offshore	1,691	685			

Figur 1 - Overblik over leverancer af MW energi – Vestas årsrapport 2025

EMEA

Vestas fremhæver især EMEA-markedet som værende et vigtigt marked. I deres årsrapport skriver de blandt andet, at Europas behov for energi ikke har været større end det er på nuværende tidspunkt. Desuden skriver Vestas også, at det øget behov for uafhængige energiforsyninger i sammenspil med det store fokus på den grønne omstilling, har drevet investeringer i vindenergi på markedet. Af Vestas' samlet leverede MW energi i 2025 står EMEA-markedet for omkring 51% af den samlede mængde, hvilket understrejer vigtigheden af dette marked.

Amerika

Det amerikanske marked er Vestas' største marked vurderet på udelukkende onshore leveringer og installationer, hvoraf markedet står for omkring 40% af Vestas samlet onshore leveringer af MW energi i 2025. Herudover fremhæver Vestas også at de har flere projekter i pipeline på det amerikanske marked, hvilket tyder på et marked i vækst. Det er også på det amerikanske marked, at Vestas' største segmenteret marked, USA, befinder sig, hvorfor Vestas' i deres årsrapport skriver at politiske forhold som tariffen har haft en stor påvirkning på markedet som helhed.

Asien

Vestas beskriver i deres årsrapport det asiatiske marked som værende et marked med stort vækstpotentiale, men samtidig også et marked med betydelige udfordringer. I forhold til

udfordringerne på markedet nævner Vestas især hård konkurrence og prispres, hvor Vestas skal have fokus på at forbedre deres marginer og operationelle effektivitet. Dog ser Vestas store muligheder i forhold til offshore vækst i asien, hvor Vestas fremhæver Taiwan, Japan og Sydkorea som især at have offshore-potentiale.

Det asiatiske marked er klart det mindste af de tre geografiske markeder, idet leverede MW energi til Asien står for omkring 9% af den samlede mængde. Markedet kan dog argumenteres for at være det marked med størst vækstpotentiale for Vestas.

Offshore

Vestas beskriver offshore markedet som en strategisk prioritet i deres årsrapport. Dette skyldes, at Vestas ser offshore som et centralt vækstområde, hvor efterspørgslen er stigende og har potentiale til at blive endnu større i fremtiden. Herudover vurderer Vestas også offshore markedet, som værende central for deres fremtidige konkurrenceevne, idet større offshore projekter i stigende grad bliver udbudt. Vestas fremhæver især Tyskland som en drivkraft i aktiviteten omkring offshore projekter i 2025, og ligesom der er beskrevet i ovenstående afsnit omkring Asien, er det asiatiske marked et marked, som Vestas ser på med stort vækstpotentiale i forhold til offshore leveringer.

Offshore markedet har i 2025 stået for omkring 14% af Vestas samlet leverede MW energi. Dette målt op mod niveauet i 2024, som lå på omkring 10% viser væksten i dette marked.

Mission, vision og forventninger til 2026

Vestas mission er at transformere det globale energisystem gennem udvikling og service af vindenergi løsninger med fokus på at levere ren energi, stabil energiforsyning, konkurrencedygtige priser og bæredygtig energi (Vestas, 2026).

Vestas mission er ikke kun at udvikle og levere vedvarende energi, men at være bæredygtige igennem hele deres virksomhed. I 2020 offentliggjorde de deres globale bæredygtighedsstrategi som hed "Sustainability in Everything We Do", hvor Vestas vil hæve branchen standarder og ambitioner indenfor centrale bæredygtighedsområder. Strategien er opdelt i fire område, som er følgende (Vestas, 2026):

- Udvikle og producere vindmøller, der er CO₂-neutrale i 2040.
- Være førende virksomhed i branchen indenfor socialt ansvar og sikkerhed.
- En videnskabsbaseret af-karbonisering uden at påvirke CO₂.

- Lede omstilling til vedvarende energi i verden.

Vestas vision er at blive markedsleder inden for bæredygtige energiløsninger, og ønsker at være førende virksomhed bag omstilling af bæredygtig og vedvarende energi, hvor hovedfokus er vindenergi.

Vestas mål for 2026 i tråd med deres overordnede mission og vision, hvor målene blandt andet er følgende: styrke deres markedsleder position, forbedre profit-margin på off-shore vindmøller, vokse mere end markedet og udvide deres servicedel af forretningen (Vestas, 2026).

Strategisk analyse

Porter's Five Forces

For at være i stand til at vurdere Vestas fremtidige evne til at skabe værdi, er det nødvendigt at analysere indtjeningsmulighederne indenfor branchen for vedvarende energi. Ifølge Porter bliver den gennemsnitlige rentabilitet for en branche påvirket af fem konkurrencekræfter, som kan skubbe den aktuelle indtjening i branchen (Sørensen, 2022). I analysen vil de fem konkurrencekræfter blive analyseret i følgende rækkefølge:

1. Truslen fra nye indtrængere
2. Truslen fra substituerende produkter
3. Købernes forhandlingsstyrke
4. Leverandørernes forhandlingsstyrke
5. Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Truslen fra nye indtrængere

Branchen for vedvarende energi er konstant i udvikling og der bliver hele tiden opfundet nye idéer til, hvorledes man kan generere vedvarende grøn energi.

Dette giver også nye aktører nye muligheder for at penetrere markedet med nye opfindelser, som måske både er billigere, mere vedvarende og mere effektive. Dog kan Vestas' del af branchen beskrives som større aktører, hvorfor nye opfindelser har en mere langsigtet trussel

grundet adgangsbarrierer i form af tilstrækkelig kapital, som nye mindre aktører skal finde hos eventuelle investorer mv.

Men det er ikke kun truslen fra nye idé skabere, der præger konkurrenceintensiteten i branchen. Vestas' del af branchen, som ovenfor er beskrevet som værende større aktører i branchen for vedvarende energi, kan siges at have en større konkurrencemæssig trussel fra etablerede selskaber, som starter nye projekter indenfor vedvarende energi. Dette skyldes, at disse allerede etablerede selskaber ikke har samme adgangsbarrierer som begrænser deres muligheder for at rykke ind i branchen, da selskaberne allerede har den nødvendige kapital.

Et eksempel på større selskaber, der trænger ind i branchen, er JERA co. og BP plc., som begge er energiselskaber, der historisk har beskæftiget sig i energi indenfor ikke-vedvarende kilder som olie og kul. Disse to selskaber er gået sammen i 2025 om at stifte et nyt selskab, der har fokus på hav-vind energi (Kærgaard, 2025), hvor JERA co. har bragt skala og efterspørgsel fra Asien, mens BP plc bidrager med ekspertise. Dette er altså et godt eksempel på den trussel, der er fra aktører uden for branchen for vedvarende energi, som vælger at trænge ind i branchen.

Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter til vedvarende energi, kan siges at være energi fra ikke-vedvarende energikilder, såsom olie og kul.

Der har dog i senere år været stigende fokus fra politisk side omkring overgangen fra fossile brændstoffer til vedvarende energikilder, hvilket har gjort, at eksempelvis EU har lagt planer frem for dens medlemslande omkring mål vedrørende overgangen fra fossile brændstoffer til vedvarende energi. EU-kommissionen har fremlagt mål i 2025 omkring "elektrificering" på 32 procent i 2030, hvilket er en stigning på 9 procentpoint fra 23 procent i 2025 (Green Power Denmark, 2025). Dette er et eksempel på, at blandt andet EU-landene bliver skubbet i retningen af vedvarende energi og væk fra ikke-vedvarende energikilder, som i stedet bliver påtvunget højere afgifter mv. for at reducere forbruget af fossile brændstoffer i de forskellige EU-lande.

Dette skader alt andet lige truslen fra substituerende produkter, da diverse afgifter gør fossile brændstoffer dyrere og vedvarende energi mere attraktivt. Dog er langt størstedelen af verdenen fortsat afhængig af ikke-vedvarende energikilder, hvilket gør at truslen fra substituerende produkter på nuværende tidspunkt stadig er større end den vil komme til at være i fremtiden.

Købernes forhandlingsstyrke

Vestas og andre virksomheder i branchen sælger deres vindmøller, øvrige løsninger og projekter for vedvarende energi til offentlige og statslige aktører. Disse offentlige og statslige aktører har en stor forhandlingsstyrke overfor virksomhederne i branchen, da det er dem, der bestemmer spillereglerne og som designer udbud/auktioner for projekter og støtteordninger (European Parliament, 2025)

Herudover er det også køberne som fastlægger kontrakterne, hvori det fremgår, hvilken part der bærer, hvilken risiko. I kontrakterne bestemmer de offentlige og statslige aktører risikofordelingen gennem spillereglerne for projekterne. Vælger de offentlige og statslige aktører ikke at give støtte, er det virksomheden, der bare næsten al risikoen. Vælger de at gøre brug af Contracts of Difference, fastlægges en pris inden projektet påbegyndes og derved påtager køberne sig noget risiko i forhold til udviklingen af markedsprisen (European Parliament, 2025). Virksomhederne i branchen må acceptere disse spilleregler, givet af de offentlige og statslige aktører, for at få adgang til markedet.

Derfor er det i lange træk køberne, der har forhandlingsstyrken, da de frit kan vælge lavest bydende på projekter.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Når man snakker om leverandørerne til branchen, kan disse opdeles i følgende kategorier; materialeproducenter og komponentproducenter.

Hvis man kigger specifikt på vindenergi, som et eksempel, så er der op imod 8.000 forskellige komponenter til fremstilling af en vindmølle (U.S. Department of Energy, 2026), hvilket understreger branchens afhængighed af mange forskellige leverandører.

Af disse mange leverandører, kan man, udover de ovennævnte to kategorier, opdele leverandørerne i kritiske leverandører og leverandører af standardvarer. De kritiske leverandører er leverandørerne af specialiserede produkter såsom avancerede komponenter og herudover sjældne produkter såsom jordarter (electronicsdirect, 2026). Leverandører af standardvarer er leverandørerne af standardiserede produkter såsom stål.

Kritiske og knappe produkter, som blandt andet jordarter, kobber og andre metaller, kan kun udvindes i begrænsede mængder globalt. Denne begrænsede mængde koblet med den kritiske

nødvendighed af denne type produkt gør, at der let kan opstå flaskehalse, hvilket øger leverandørernes forhandlingsstyrke.

Det omvendte gør sig gældende for de standardiserede materialer som stål og visse andre komponenter, hvor der findes mange leverandører og produkterne samtidig ikke er knappe. Dette giver aktørerne i branchen større mulighed for at forhandle på pris, da de alternativt kan udskifte deres leverandør. Derfor kan forhandlingsstyrke hos leverandører af standardiserede produkter siges at have en lavere forhandlingsstyrke.

Udover leverandører af diverse materialer er branchen også afhængig af logistik- og servicevirksomheder som leverandører. Branchen er præget af høj kompleksitet og afhængighed af globale handelsforhold (Face, 2024). Disse forhold kan i perioder knaphed og logistiske udfordringer styrke forhandlingsstyrken hos denne type leverandør.

Aktører i branchen forsøger aktivt at nedbringe forhandlingsstyrken hos leverandørerne gennem diversifikation af leverandørerne og langsigtede kontrakter (Vestas, 2026). Hvilket selvfølgelig svækker leverandørernes forhandlingsstyrke.

Rivaliseringen i branchen

Branchen for vedvarende energi er hurtigt voksende, hvilket også afspejles i rivaliseringen i branchen. Der er intens konkurrence mellem eksisterende aktører, som alle konkurrerer om at udnytte væksten i efterspørgslen på vedvarende energi.

Denne intense konkurrence afspejler sig i prisen, hvor aktører forsøger at byde de billigste priser for projekter omkring vedvarende energi. Et eksempel på dette er vindprojekter som konstant bydes ned i pris af aktører (Sharma, 2024). Endvidere er der også på markeder som Tyskland dobbelt så mange udbydere som projekter (Reuters, 2026), hvilket igen presser prisen ned i en kamp og at være i stand til at udføre diverse projekter. Konsekvensen af dette, er at aktørerne i branchen hele tiden skal forsøge at reducere deres omkostninger for at kunne opretholde en tilfredsstillende profitmargin.

Herudover er der generelt mange store aktører i branchen, hvilket øger rivaliseringen, da flere stærke aktører kæmper om de samme projekter. Disse store aktører konkurrerer også konstant i forhold til innovation, som er et af de største drivere af profit i branchen, hvilket altså kræver store investeringer fra aktørerne

Opsummering på Porter's Five Forces

	Lav	Moderat-lav	Moderat	Moderat-høj	Høj
<i>Truslen fra nye indtrængere</i>		X			
<i>Truslen fra substituerende produkter</i>			X		
<i>Købernes forhandlingsstyrke</i>					X
<i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>				X	
<i>Rivaliseringen i branchen</i>					X

Figur 2 - Oversigt P5F - Egen tilvirkning

Delkonklusion på Porter's Five Forces

Analysen af konkurrencesituationen gennem Porter's Five Forces, viser at branchen for vedvarende energi, er præget af høj konkurrence og et strukturelt pres på indtjeningen.

Truslen fra nye indtrængere er vurderet til at være moderat-lav, idet der generelt er høje teknologiske og kapitalrelaterede indgangsbarrierer i branchen. Dog er der større trussel fra allerede etablerede energiselskaber, der vælger at etablere sig i branchen, idet førnævnte indgangsbarrierer ikke har samme effekt på dem, som for mindre aktører, der forsøger at indtrænge.

Truslen fra substituerende produkter er vurderet som moderat, hvilket skyldes at fossile energikilder forsat udgør en stor del af den globale energiforsyning. Dog vurderes det samtidig, at denne trussel er svækkende, idet politiske krav, afgifter, handlingsplaner og mål for elektrificering, som alle påvirker omstillingen til vedvarende energi positivt.

Købernes forhandlingsstyrke vurderes høj, idet offentlige og statslige aktører fastsætter rammerne for udbud og kontrakter samt risikofordeling i projekterne. Dette presser aktørernes prisfastsættelse og marginer.

Leverandørernes forhandlingsstyrke er moderat-høj. Dog kan forhandlingsstyrken for leverandører af kritiske råvarer og specialiserede komponenter siges at være høj, idet knaphed skaber afhængighed. Forhandlingsstyrken hos leverandører af standardiserede materialer kan derimod siges at være lavere, men globale forsyningskæder kan stadig skabe flaskehalse.

Rivaliseringen mellem eksisterende aktører er høj, da mange store virksomheder konkurrerer intenst på pris, teknologi og innovation. Dette fører til vedvarende pres på omkostninger og indtjening.

Overordnet set kan der siges at være en høj konkurrenceintensitet i branchen for vedvarende energi, hvilket primært skabes af høje forhandlingsstyrker og rivalisering. Dog kan politiske tiltag og stigende efterspørgsel på grøn energi, siges at være med til at skabe rammer for en langsigtet vækst og attraktivitet i branchen.

PESTEL-analyse

PESTEL-analyse skal bruges i den strategiske analyse, og skal være med til at belyse, hvilke udfordringer, trusler og muligheder der er i branchen for vedvarende energi og Vestas. PESTEL-analysen bliver opsamlet i SWOT, og skal til sidst bruges til udarbejdelse af værdiansættelsen for Vestas.

PESTEL-analysen vil tage udgangspunkt i nationale og internationale forhold, da Vestas er en international virksomhed, der befinder sig på det nationale og internationale marked.

P - Politiske forhold

Politiske forhold spiller en stor rolle i branchen for vedvarende energi, hvor lovgivning, reguleringer, politik og andre forhold påvirker beslutninger. Især klimamål i enkelte lande har en stor betydning i branchen for vedvarende energi, da investeringen ofte kræver meget kapital, og kræver at det enkelte land, kommune eller stat har et ønske/mål om CO2 neutralitet eller lign.

Et af de store emner i dansk politik, er infrastruktur, når det kommer til vedvarende energi, da investeringen i solceller eller vindmøller kræver, at Danmark infrastruktur af elnet, også

kaldet transmissionsnet, kan klare kapaciteten og levering af den producerede el til de lokale forsyningsværker. Ifølge Rigsrevisionen er Danmark bagud, og det kan have konsekvenser for solcelleanlæg og vindmølleparker, da de er afhængige af transmissionsnettet, og kan i værste tilfælde bremse nye investeringer i vedvarende energi (Folketinget Statsrevisorerne, 2026), kan være en trussel for Vestas, da det kan medføre, at efterspørgslen falder pga. transmissionsnettet, ikke har kapacitet til nye vindmølleparker.

Krigen i Mellemøsten har øget priserne for fossile brændstoffer med 40% siden krisen er eskaleret, og er på det højeste siden 2023. Europa kommissionen skriver blandt andet i artiklen, at Europa er for afhængige fossile brændstoffer fra Mellemøsten, og fremhæver vindmølleindustrien som en vigtig spiller, for at Europa kan blive selvforsynende med vedvarende og grøn energi. De øgede priser på fossile brændstoffer, og Europa kommissionen dagsorden med fokus på vedvarende energi fra vindmøller (Wind Europe, 2026). Dette er positivt for Vestas, da de kan blive en del af løsningen til den kritiske infrastruktur i Europa til at blive selv forsynende.

Klimapolitik og grøn omstilling - den globale klimadagsorden, EU's European Green Deal, hvor målet er CO2 klima neutralitet i 2025 og nationale mål

Støtteordninger - tilskud, skattefordele og støtteordninger

E - økonomiske forhold

Renteniveauet i Danmark og resten af verden er forsat på et relativt højt niveau sammenlignet med tidligere år Dette er med til at øge investeringsomkostningerne ved et investeringsprojekt. Dette kan påvirke efterspørgslen og incitamentet for investering i nye vindmøller eller vedvarende energi projekter, da investeringsomkostningerne bliver høje på grund af det høje renteniveau. Herudover er det ikke kun renteniveauet, der er steget de seneste år. Stigning i inflationen har gjort, at råvarer og materialer, herunder stål og kobber er blevet dyre, hvilket betyder, at Vestas produktionsomkostninger bliver dyre, hvilket påvirker Vestas profit-margin

Branchen er afhængige af økonomiske tiltag som subsidier og støtteordninger, for at de kan konkurrere på det internationale marked, og samtidig kan holde rentabiliteten oppe, da branchen er præget af hård konkurrence, og en presset profit-margin.

Vestas bliver også påvirket af svingninger i valutakurser, der kan skabe økonomisk usikkerhed, hvor det kan være svært og beregne, hvad et projekt vil koste, og om det er rentabelt.

Vestas forsyningskæde er afhængige af råvare og materialer fra resten af verden, hvor transport og adgang til materiale, kan øge investeringsomkostninger for projekter. Hele vindmøllebranchen har de seneste par år være ramt at stigende råvarepriser og leveringsproblemer på komponenter (Calero, 2026).

S - Sociokulturelle forhold

Krigen i Mellemøsten har sat fokus på vedvarende energi i Europa, hvor Europa gerne vil gå fra at være afhængige af olie og gas fra Mellemøsten til at være selvforsynende.

Virksomheder som Vestas, Simens Gamesa og GE Renewable Energy, vil være i høj konkurrence om, at få den stigende efterspørgsel på levering af vedvarende energi i form af vindmøller.

Ud over krigen i Mellemøsten, er det ikke kun Europa kommissionen, der har vedvarende energi på dagsordenen, og at Europa skal blive mere selvforsynende. Almindelige forbrugere, såsom husejere, er der også en stigende trend for grøn energi, hvor forbrugerne ønsker billigere og grønnere energi. Dette medfører igen en stigende efterspørgsel på vedvarende energi, og er med til at presse lokale politikere til at tage initiativ, og presse på for at investere i vedvarende energi, herunder vindmøller og solceller. Så forbrugernes øget klimabevidsthed og stigende priser på fossile brændstoffer sætter pres på politikere til at investere i vedvarende energi.

Der er også en del modstandere af vindmøller, fordi de synes, at de fylder, støjer og ikke passer ind i naturen, hvilket også kan påvirke processen, når en regering eller land skal investere i vedvarende energi.

T - Teknologiske forhold

Branchen for vedvarende energi er præget af hurtigt teknologisk udvikling, hvor automatisering, digitalisering og effektivisering er overskrifter der fylder meget.

Virksomheder som Vestas investere meget i innovation, hvor fokus er på at lave mere effektive og billigere vindmøller.

AI er et af de centrale emner pt. i verden, som skal være med til at gøre processer, analyser, data og processer bedre og billigere. Indarbejdelse af AI for Vestas er vigtigt, for at kunne følge med den hårde konkurrence og den konstant teknologiske udvikling i branchen. Dette medfører også at Vestas samt konkurrenter skal investere en del ressourcer i udvikling og forskning, så de kan opnå vækst, og mindsker risikoen for teknologisk forældelse.

Vindmøllebranchen har især fokus på udvikling af større offshore vindmøller, der kan producere mere strøm og dermed sænke priserne på kilowatt-time.

Samlet set er den teknologiske udvikling et vigtigt parameter i branchen for vedvarende energi, hvor udbyderne såsom Vestas bliver nødt til konstant at investere i forskning og udvikling, så de kan følge med efterspørgslen og følge med konkurrenterne.

E - Miljømæssige forhold

Efterspørgslen på vedvarende energi er eskaleret de seneste år, og krigen i Mellemøsten har fået Europa til at sætte endnu mere fokus på bæredygtig og vedvarende energi, hvor målet er at blive CO2-neutral og selvforsynende.

Det øgede fokus på miljø og bæredygtig energi skaber både muligheder for vækst, men samtidig også udfordringer i forhold til produktionen, da der stilles høje krav til en bæredygtig produktion, herunder måling af CO2-udledning, genanvendelse af materialer, hvilket sætter pres på den enkelte virksomheds værdikæde og integration af øget fokus på bæredygtighed. Dette kan både være en mulighed og udfordring for vækst, og afhænger af, om blandt andet Vestas, kan få indarbejdet bæredygtighed i værdikæden.

Internationale klimaaftale, og nationale målsætning om CO2-neutralt Europa skaber vækstmuligheder i branchen for vedvarende energi, herunder Vestas, da det sætter pres på regeringer og kommune til at øge investeringer i vedvarende energi.

L - Lovmæssige forhold

Reguleringer og love fylder meget for Vestas og konkurrenterne, da vindmølleindustrien er præget regulering, miljøkrav, arbejdslovgivning, konkurrenceregler og godkendelsesprocesser, hvor det ofte tager lang tid før et projekt kan starte.

Herudover er der indført flere krav til dokumentation og rapportering af ESG, hvilket påfører Vestas flere administrative forpligtelser, hvilket både medføre større omkostninger til

administration, men kan være med til at skabe vækst i form af mere transparent, og dermed skabe tillid til regeringer og kommuner.

Handelslovgivning, herunder told og handelsbarrierer påvirker branchen meget, og er med til at presse priserne op, og i sidste ende påvirker konkurrenceevnen på det globale marked.

Delkonklusion på PESTEL

Branchen for vedvarende energi, er en branche, der er kommet mere og mere i fokus de seneste par år, hvor krigen/urolighederne i Rusland og Mellemøsten har fået Europa til at være uafhængige af fossile brændstoffer, hvor Europa kommissionen især har fokus på vedvarende energi fra vind.

Rigsrevisionen har kigget på transmissionsnettet i Danmark, og udnyttelse af kapacitet heraf, hvor Rigsrevisionen kom frem til, at Danmark var bagud med udvidelsen, som på sigt kan have betydning for investering i nye projekter som vindmøller.

Branchen er præget af mange love og regulering, der gør at projekter kan tage lang tid om at starte op, herudover er virksomheder såsom Vestas påkravet store administrative opgave i form af ESG-krav. Kravene skal være med til at gøre virksomheder som Vestas mere transparent og gennemsigtig, hvilket kan give dem konkurrencemæssige fordele, hvis virksomhederne vælger og arbejder med ESG strategisk.

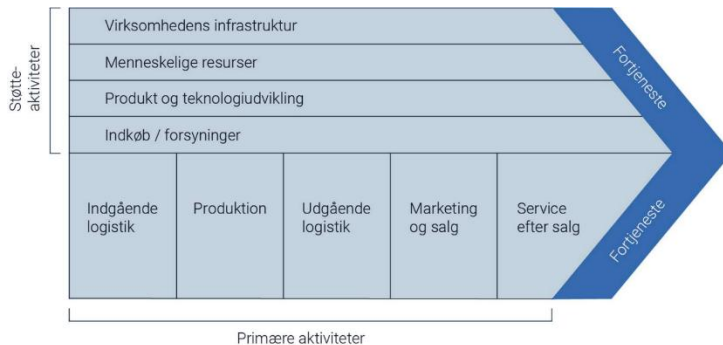
Det kan konkluderes, at branchen er præget af gode vækstmuligheder, hvor forbrugerne ønsker energi fra bæredygtige løsninger.

Intern analyse

Porter's Værdikæde

Porter's værdikæde er et analyseværktøj, der benyttes til at analysere værdiskabelsen i en virksomhed. Modellen giver organisationer et overblik over, hvor de især skaber værdi for deres kunder samt hvor de ikke gør. Dermed kan modellen være et værktøj til at identificere, hvilke aktiviteter virksomheden skal udføre selv for at have størst konkurrenceevne, hvilke aktiviteter de skal outsource og hvilke aktiviteter de eventuelt helt skal afslutte (Sørensen, 2022).

Porter's værdikæde er opdelt i to type aktiviteter, hvilket består af virksomhedens kerneprodukt/-ydelse. De primære aktiviteter består altså af de aktiviteter, der er direkte tilknyttet til værdiskabelsen af produktet eller serviceydelsen. Støtteaktiviteter er de aktiviteter, der støtter op om de primære aktiviteter i virksomheden. Denne type aktivitet er ikke direkte involveret i værdiskabelse i virksomhedens produkt eller serviceydelse, men yder en værdi i virksomhedens bagland og skaber værdi derigennem. Endvidere er disse to type aktiviteter opdelt i flere underkategorier, som figuren viser nedenfor.



Figur 3 - Porter's værdikæde

Primære aktiviteter

Som det fremgår af figur 3, så er de primære aktiviteter opdelt i 5 elementer. Disse 5 elementer vil i følgende afsnit alle blive analyseret for at finde ud af, hvilke aktiviteter skaber værdi hos Vestas.

Indgående logistik

Vestas forsøger i sit arbejde med vedvarende grøn vindenergi at være frontrunner i forhold til miljøvenlige vindenergi løsninger. I dette mål har Vestas identificeret den indgående logistik fra deres leverandører, som værende et centralt punkt for at opnå deres målsætning herom.

I deres ledelsesberetning jf. Vestas' årsrapport 2025, fremhæver Vestas "disruption" i deres forsyningskæde, som et element i 2025 regnskabsåret, der har givet øget fokus på forsyningskæden som et strategisk værktøj.

Derfor har Vestas mange ressourcer i at styre deres forsyningskæde, hvilket eksempelvis ses i deres Supplier Code of Conduct, hvori Vestas specificere krav til menneskerettigheder, arbejdsmiljø, miljøstandard og anti-korruption (Vestas, 2026). Altså har Vestas et stort fokus på compliance og ESG i deres forsyningskæde, hvilket ligeledes er blevet et stigende konkurrenceparameter.

Herudover har Vestas et stort fokus på CO2 emission gennem hele deres indgående logistik, hvor komponenter med lav emission foretrækkes, hvori langvarige kvalitet og genanvendelighed ligeledes spiller en stor rolle i Vestas' valg af leverandører (Vestas, 2026).

Vestas har altså identificeret deres indgående logistik som et stort konkurrenceparameter, hvilket Vestas søger at anvende til at øge værdiskabelsen i deres produktion af løsninger til vedvarende vindenergi. Vestas stiller høje krav til deres leverandører omkring ESG og miljøvenlige løsninger samt komponenter hos deres leverandører. Dette er også områder Vestas løbende følger op på hos deres leverandører og kan ligeledes være noget, hvori Vestas foreslår forbedringsplaner, som Vestas og leverandørerne arbejder på sammen (Vestas, 2026). Alt dette er med til at understrege, hvor vigtig den indgående logistik er for Vestas i forhold til deres målsætninger omkring at være frontrunner og firstmover omkring vedvarende energi generelt.

Og denne betragtning omkring vigtigheden af ESG i forsyningskæden er ikke uden fundament, idet ESG i forsyningskæden i højere grad er blevet et "hvordan" frem for et "hvorfor" hos flere globale virksomheder (Breil-Hansen, 2025). Dette skyldes et stigende fokus fra købere, forbrugere såvel som offentlige og statslige aktører, i vigtigheden omkring lige netop dette, hvilket alt andet lige øger værdiskabelsen gennem den indgående logistik som konkurrenceparameter.

Produktion

I og med, at Vestas er en produktionsvirksomhed, der producerer løsninger til vedvarende vindenergi, er der naturligt, at en stor del af værdiskabelsen kommer fra produktionen. Vestas har, som i alle andre lag af deres værdikæde, et stort fokus på miljøvenligheden i deres produktion samt en generel optimering af produktionen. Dette fokus ligger især i tråd omkring deres ønske om at være frontrunner i forhold til vedvarende globalenergi.

Hos Vestas er der et stort fokus på cirkulær produktion, hvoraf 97% af materialet brugt i deres vindturbiner er genanvendelige (Vestas, 2026). Heri indgår også en betragtning om, at Vestas gerne vil skære ned på spildprodukt i deres produktion fra dem selv såvel som fra deres leverandører, hvilket også er med til at optimere deres CO2 emission. Gennem Vestas' produktion er der også et fokus på innovation og design og produkter, der skal kunne forlænge levetiden på deres produkter samt også gøre produkterne lettere at reparere (Vestas, 2026).

I ledelsesberetningen for Vestas' årsrapport 2025, oplyser Vestas omkring, at de har en ambition om at "ramp-up" produktionen. Vestas har her et ønske om at drage større fordel af industrialisering og standardisering af deres produkter, som skal være med til at effektivisere deres produktion for derved at holde omkostninger nede og forbedre deres marginer (Vestas, 2026). Dette skal ligeledes tilvejebringe mulighed for en bedre proces i udførsel og levering af projekter, og derved ikke blot minimere omkostninger, men også øge effektiviseringen og indtjening, ved at gøre det muligt for Vestas at påtage sig flere projekter.

Ligesom i virksomhedens indgående logistik, har bæredygtighed en central rolle i Vestas' produktion. Vestas forsøger løbende at effektivisere processen i deres produktion uden at gå på kompromis med deres ambition og det ansvar, de har i forhold til at vise andre virksomheder et godt eksempel, der hele tiden flytter den globale energi mod en langsigtet og vedvarende grøn energi. Tværtimod, forsøger Vestas at få effektiviseringen til at gå hånd i hånd mod deres fokus på bæredygtighed i deres produktion gennem eksempelvis genanvendelige løsninger og design, der gør reparation og vedligeholdelse lettere.

Udgående logistik

Vestas' helt store udfordring omkring den udgående logistik er, at virksomheden producerer på projektbasis og derfor har brug for specialtransport samt præcis og koordineret levering af massive komponenter. Derfor har Vestas valgt at outsource store dele af deres udgående logistik til blandt andet DSV Panalpina som samarbejdspartner (SCM, 2020). Denne aftale har til formål at udnytte Vestas' volumen og erfaring med transport af store vindmølleprojekter med DSV Panalpinas brede ekspertise indenfor logistik. For Vestas skaber dette en simplificering af virksomhedens globale transportsystem, såvel som generering af stordriftsfordele og effektivitet i virksomhedens processer.

Ovenstående er kun et eksempel på, hvordan Vestas outsourcer den udgående logistik til samarbejdspartner, for derved at drage fordel af disse samarbejdspartners stordriftsfordele. Vestas samarbejder nemlig ligeledes med andre store logistikvirksomheder, såsom Mærsk, for derved at drage fordel af deres ekspertise, leveringskanaler og stordriftsfordele. Vestas har altså vurderet, at outsourcing af lige netop selve leveringsdelen af deres komponenter er fordelagtig, således, at Vestas selv kan have et større fokus på de dele af værdikæden, som de er gode til at tilføre deres produkter værdi gennem.

Levering af virksomhedens komponenter til deres projektløkalisationer, er dog kun en del af Vestas' samlede udgående logistik. En anden og lige så central del af den udgående logistik

består af koordinering samt en effektiv eksekvering af virksomhedens projekter, således at virksomheden undgår forsinkelser på deres projekter, hvilket alt andet lige skader deres konkurrenceevne og kundetilfredshed.

Til egen styring af udgående logistik, har Vestas et etableret team til styring af både virksomhedens indgående og udgående logistik, herunder lagerstyring (Vestas, 2026). Dette team har til formål at sikre, at der er en synergi mellem virksomhedens lager, produktion og levering samt at projekterne har en effektiv eksekvering.

Marketing og salg

I Vestas' ledelsesberetning fremhæver virksomheden en stigende global efterspørgsel efter vedvarende energi og energisikkerhed. Dette beskriver Vestas som en drivfaktor i forhold til salget af vindmøller.

Dette er koblet med, at salget af projekter primært foregår ved at byde på auktioner, gør at salget primært drives af markedstrends og politiske forhold frem for markedsføring.

Vestas har derfor større fokus på gode B2B relationer fremfor markedsføring af produkter.

Det vurderes dog, at Vestas' ry for at levere gode vedvarende løsninger for grøn vindenergi gør dem eftertragtet i forhold til at indgå kontrakt med omkring vindmølleprojekter. I forlængelse heraf, sætter det igen streg under vigtigheden af Vestas' kvalitet i produktion og øvrige dele af værdikæden, da Vestas kan siges at markedsføre sig indirekte på kvaliteten af deres produkter samt omkostningerne forbundet herved.

Service efter salg

Idet der er tale om et forholdsvis avanceret produkt tilbyder Vestas meget i forhold til servicering og vedligeholdelse af deres vindmøller. Vestas har således omkring 16.000 dedikerede servicemedarbejdere på verdensplan og et globalt servicenetværk i 72 lande (Vestas, 2026).

Vestas tilbyder en høj grad af ekspertise og faglig skarphed i forhold til løbende service og vedligeholdelse. Dette er koblet med en dyb organisatorisk opbygning spredt over store dele af kloden, hvilket gør risikoen for købere af virksomhedens vindmøller langt mindre.

Denne service er også en del af Vestas ambition omkring at kunne levere langtidsvarende vindenergi løsninger og er med til at maksimere outputtet af vindenergi, som hver vindmølle

kan generere gennem dens levetid, hvilket ligeledes nedsætter virksomhedens CO2 emission pr. producerede Kwh energi (Vestas, 2026).

Støtteaktiviteter

Som det fremgår af figur 3, så er de støtteaktiviteter opdelt i 4 elementer. Disse 4 elementer vil i følgende afsnit alle blive analyseret for at finde ud af, hvilke aktiviteter skaber værdi hos Vestas.

Virksomhedens infrastruktur

Som for alle typer større virksomheder, er en struktureret og effektiv infrastruktur essentielt til at støtte op om den overordnede infrastruktur hos Vestas. Virksomhedens infrastruktur består af de overordnede ledelses-, styrings- og kontrolsystemer, der tilvejebringer og understøtter Vestas' globale aktiviteter og projekter.

Infrastrukturen i Vestas har en central rolle i forhold til projektstyring på et internationalt marked, hvor effektiv koordinering er altafgørende for virksomhedens værdiskabelse og drift. Dette skyldes at Vestas' kerneaktiviteter ofte består af kapitalintensive og langvarige projekter.

Herudover er det nødvendigt for Vestas' at have den korrekte infrastruktur til at kunne håndtere diverse compliance og finansiell styring samt risikohåndtering, idet Vestas arbejder internationalt med udsving i råvarepriser, valutakurser og diverse regulatoriske krav.

Endvidere fremgår det af Vestas' årsrapport at ESG og bæredygtighed er blevet en større integreret del af virksomhedens infrastruktur, hvilket afspejler det stigende fokus herpå fra både myndigheder og investorer, som nævnt tidligere i Porter's Five Forces og PESTEL analyserne.

Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer er igen en essentiel støtteaktivitet i værdiskabelsen hos Vestas. Dette er i høj grad grundet, at det er nødvendigt for Vestas med kompetent og fagligt dygtige medarbejdere til kunne udvikle, producere og servicere avancerede vindmølleløsninger. Det er ligeledes vigtigt for virksomhedens kortsigtede- og langsigtede konkurrenceevne og kunne fastholde samt kompetenceudvikle især deres ingeniører, teknikere og projektledere for at følge med den teknologiske udvikling, og sikre at Vestas' kvalitet altid er opdateret og i toppen af markedet.

Vestas fortæller også i deres årsrapport, under deres sustainability statement, at virksomheder arbejder meget med diversifikation og medarbejderengagement, hvilket understøtter innovation samt deres organisatoriske ydeevne.

Produkt- og teknologiudvikling

I og med, at Vestas opererer i en branche med højteknologisk fremgang, er det nødvendigt for Vestas at investere meget i lige netop denne del af deres virksomhed. Vestas' investerer betydelige ressourcer i forskning og udvikling for at kunne forbedre deres vindmøller både i forhold til deres ydeevne og levetid, men også i forhold til at gøre dem mere effektive i produktionen, for derved at kunne forbedre omkostningsniveauet (Vestas, 2026). Herudover investere Vestas også løbende i flere digitale løsninger som eksempelvis dataanalyseværktøjer og teknologi, der kan forudsige vedligeholdelse og reparationer på deres vindmøller. Produkt- og teknologiudvikling er derfor afgørende for, at Vestas kan bibeholde og fremme deres konkurrencemæssige position på markedet samt fortsætte med at skabe og opretholde værdi.

Indkøb

Grundet Vestas' globale aktivitet er det nødvendigt for Vestas med en bred forsyningskæde af leverandører af råmaterialer og komponenter. Effektiv styring og navigation af pris- og valutakurssvingninger er vigtigt for at sikre konkurrencedygtighed for Vestas. Derfor arbejder Vestas også aktivt med leverandøraftaler og risikospredning for at reducere sårbarhed overfor udsving og forstyrrelser i forsyningskæden.

Samtidig er ESG og bæredygtighed blevet et omdrejningspunkt når det kommer til insourcing af virksomhedens råmaterialer og komponenter, hvorfor der stilles krav til leverandørernes miljømæssige og sociale ansvar. Dette er også benævnt i analysen af den indgående logistik.

Overordnet set er indkøbsfunktionen vigtig for værdiskabelsen i Vestas, idet den i høj grad bidrager til omkostningseffektiviteten samt virksomhedens overordnede bæredygtighedsprofil.

Delkonklusion på Porter's Værdikæde

Vestas er i branchen for vedvarende energi og sociale ansvar, bæredygtighed mv. er derfor store konkurrenceparametre og forventninger som Vestas skal leve op til. Det ses derfor også gennem hele Vestas' værdikæde, at der er et fokus på at lave et sammenspil mellem værdiskabelse og bæredygtighed, som er en del af virksomhedens mission og mål.

Eksempelvis i den indgående logistik og produktion skinner fokus på bæredygtighed og det ansvar Vestas har for den grønne omstilling igennem. Vestas' har her nemlig høje krav til deres leverandører samt innoverer på deres produktion for at sænke omkostningerne samtidig med at de øger deres bæredygtighed.

Støtteaktiviteterne er ligeledes essentielle for værdiskabelsen i Vestas og er sat op således, at Vestas kan få mest muligt ud af deres primære aktiviteter. Dette ses eksempelvis i deres fokus på de menneskelige ressourcer og teknologiske udvikling, hvor Vestas har til formål at innovere og værdiskabe gennem høj faglighed og nye og bedre bæredygtige løsninger.

Hele værdikæden er præget af et ønske omkring effektivitet og forbedring, hvor Vestas i høj grad ønsker at være frontrunner på markedet for at skabe værdi gennem at være de bedste til det de gør og samtidig have det korrekte ansvar bagved.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i den historiske årsrapport, hvor der tages udgangspunkt i udviklingen de seneste 5 år, svarende til perioden 2021 til 2025.

Regnskabsanalysen skal danne grundlag for udarbejdelse af budgettet og værdiansættelsen senere i opgaven.

Vestas Wind A/S er et børsnoteret selskab, der anvender de internationale standarder også kaldet IFRS til brug for aflæggelse af årsrapporten.

Reformulering af årsrapporten

Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Ved reformulering af egenkapitalen opdeles egenkapitalen i henholdsvis transaktioner med ejere og totalindkomst.

Vestas egenkapital er gået fra 4.697 mEUR til 3.881 mEUR i perioden 2021 til 2025, hvilket primært skyldes, at Vestas i 2022 lavede et stort underskud på -1.572 mEUR og negativ totalindkomst i 2023. Egenkapitalen har været i positiv udvikling i årene 2024 og 2025, hvor

den primære årsag er positive resultater fra driften. Se udviklingen nedenfor.

	2021	2022	2023	2024	2025
Egenkapital					
Balance ultimo i alt	4,697	3,060	3,042	3,542	3,881

Figur 4 - Reformuleret egenkapital ultimo i mEUR - Egen tilvirkning

Se hele den reformulerede egenkapitalsopgørelse i bilag 1.

Reformulering af balancen

Balancen i Vestas' årsrapport er opdelt i omsætningsaktiver og anlægsaktiver samt kortfristede- og langfristede gældsforpligtelser og egenkapital. I formuleringen af balancen, vil den i stedet være opdelt i poster tilknyttet driften og poster tilknyttet finansieringen. Dermed vil man finde frem til de finansielle forpligtelser (FF), finansielle aktiver (FA), driftsaktiver (DA), driftsforpligtelser (DF) og egenkapital (EK). Ud fra dette kan det udtrykke følgende balanceligning:

$$\text{Samlede aktiver} = DA + FA$$

$$\text{Samlede passiver} = FF + FA + EK$$

DA og DF er poster, der vedrører selve driften af Vestas, altså produktion, salg mv. Dette betyder at poster som tilgodehavende fra salg er driftsaktiver, imens poster som leverandørgæld er driftsforpligtelser, da de direkte vedrører driften i Vestas.

Når man forsøger at reformulere balancen, opstår der en problemstilling i forhold til fordeling af de likvide midler, da det i praksis kan være svært at vurdere, hvad der skal allokeres til driften og finansieringen. Derfor tages der udgangspunkt i Ole Sørensens tommelfingerregel om, at man kan tage mellem 0,5% - 2% af nettoomsætningen og

allokere til driften og de resterende likvider allokeres til finansiering. I opgaven er der taget udgangspunkt i, at 1% af nettoomsætningen allokeres til driften (Sørensen, 2022).

I den reformerede balance indgår kapitalandele og andre tilgodehavender i ikke-core driftsaktiver, idet det vurderes ikke at være en del af Vestas' kerneaktivitet. Den fulde reformerede balance fremgår af bilag 2.

Reformulering af resultatopgørelsen

Reformulering af resultatopgørelsen skal opdele overskuddet fra driften i henholdsvis driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Dette skal hjælpe med den videre analyse af Vestas nøgletal, som bruges til udarbejdelse af rentabilitetsanalyse.

Totalindkomst består af to dele driftsoverskud og anden totalindkomst, som består af finansielle poster, beregnet skattefordel ved finansielle poster og netto driftsoverskud fra resultatopgørelsen.

Det fremgår i Vestas årsrapport at af- og nedskrivninger indgår i produktions- og distributionsomkostningerne, hvorfor i den reformulerede resultatopgørelse er afskrivninger fratrukket produktions- og distributionsomkostninger og præsenteres for sig selv og dermed kan man beregne EBITDA (resultat før afskrivninger og finansielle poster).

Der er anvendt den aktuelle skattesats for 2025, der var 22% og det kan yderligere oplyses, at skattesatsen har været den samme i hele regnskabs-/analyseperioden.

Se den reformulerede resultatopgørelse i bilag 3.

Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i den reformulerede resultatopgørelse, balance og egenkapitalopgørelse. Analysen vil tage udgangspunkt i den udvidede Dupont-pyramide, som udformer sig af egenkapitalens forrentning. Analysen er således opdelt i tre niveauer:

1. Dekomponering af egenkapitalens forrentning, ROE
2. Dekomponering af afkastningsgraden, ROIC
3. Analyse af underliggende drivere (Sørensen, 2022)

Egenkapitalens forrentning, ROE

Som aktionær eller mulig aktionær i Vestas, er ROE meget interessant, da nøgletallet udtrykker, hvor meget aktionærene kan forvente i afkast af den indskudte kapital. ROE kan beregnes på følgende to måder:

1. $ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{EK}$
2. $ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]$

Ovenstående ligninger viser, at ROE er drevet af tre faktorer, nemlig afkastgraden (ROIC), finansielle gearing (FGEAR) og SPREAD (ROIC-r). ROE vil blive dekomponeret yderligere senere i analysen, hvor de tre faktorer vil blive undersøgt. Beregning af ROE ud fra den første metode fremgår af nedenstående figur.

Egenkapitals forrentning (ROE)	2021	2022	2023	2024	2025
Totalindkomst	-37	-1.483	-48	212	520
Egenkapital	4.684	3.044	3.027	3.529	3.867
ROE	-0,79%	-48,72%	-1,59%	6,01%	13,45%

Figur 5 - Udvikling Vestas' ROE - Egen tilvirkning

Jævnfør ovenstående figur 5 har ROE fra 2021 til 2023 været lavt, hvor især niveauet i 2022 er lavt grundet stor negativ totalindkomst i året. I 2024 og 2025 ses det dog, at niveauet er steget og at Vestas har opnået en positiv totalindkomst fra deres drift.

Den gennemsnitlige ROE i perioden har været -6,33%, hvilket vil sige, at en aktionær i gennemsnit har tabt 6,33 øre pr. investeret krone. Ses der dog bort fra 2022 året er gennemsnittet 4,27%, hvilket altså er væsentligt bedre. Det ses også at ROE er steget med 7,44 procentpoint fra 2024 til 2025 og altså nu ligger på 13,45% i 2025, hvilket vil sige at aktionærer i 2025 har tjent 13,45 øre pr. investeret krone.

Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter, finansieringsaktiviteter og finansiell gearing

Det allerførste trin i regnskabsanalysen er opdeling mellem driftsaktiviteter, finansieringsaktiviteter og finansiell gearing. Dermed skal man se hvordan driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter påvirker egenkapitalens forrentning, ved at dele egenkapitalens forrentning op i følgende tre elementer:

$$ROIC = \frac{\text{samlet driftsoverskud}}{\text{Investeret kapital}}$$

$$FGEAR = \frac{\text{netto finansielle forpligtelser}}{\text{egenkapital}}$$

$$r = \frac{\text{netto finansielle omkostninger}}{\text{netto finansielle forpligtelser}}$$

Ud fra følgende tre elementer, kan egenkapitalens forrentning beregnes ud fra metode 2. I beregningen er driftsoverskud og netto finansielle forpligtelser opgjort på totalindkomst niveau og efter skat. Formlen anvendt i metode 2, er omskrevet, da der skal tage højde for

væsentlige minoriteter i Vestas, og derfor omskrives formlen til følgende:

$$ROE = \left[ROIC + \left(\frac{Gns. NFF}{Gns. EK + Gns. MIN} \times (ROIC - r) \right) \right] \times MIA$$

MIA viser minoritetsaktionærernes andel, og kan bruges til at vise om aktionærer kan opnå større forretning end minoritetsaktionærernes forretning på kapitalen. Hvis MIA er større end 1, betyder det at aktionærerne opnår større forretning på deres kapital end minoritetsaktionærerne. Formlen for MIA er følgende:

$$MIA = \frac{\text{Totalindkomst ordinære aktionærer} / \text{Totalindkomst før minoriteter}}{Gns. EK / (Gns. EK + Gns. MIN)}$$

	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsoverskud	54	-1.397	79	277	508
Netto driftsaktiver	4.025	3.399	3.419	3.342	3.247
ROIC	1,34%	-41,11%	2,31%	8,29%	15,64%
Netto finansielle forpligtelser	-828	194	223	-373	-822
Egenkapital	4.697	3.060	3.042	3.542	3.881
FGEAR	-0,18	0,06	0,07	0,11	0,21
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	79	86	128	67	-13
Netto finansielle forpligtelser	-828	194	223	-373	-822
r	-9,51%	44,26%	57,41%	-17,98%	1,61%
ROIC	1,34%	-41,11%	2,31%	8,29%	15,64%
r	-9,51%	44,26%	57,41%	-17,98%	1,61%
SPREAD	10,85%	-85,37%	-55,10%	26,27%	14,02%
MIA	-0,91032788	1,00525624	0,98444611	1,01324266	1,00169404
ROE	0,52%	-46,76%	-1,70%	5,60%	12,69%

Figur 6 - Egenkapitalens forrentning (ROE) - Egen tilvirkning

ROIC har til formål at vise, hvilken af driftsaktiviteterne der driver værdiskabelsen på det investerede kapital. Dette vil blive uddybede yderligere i niveau 3.

Den finansielle gearing viser sammenhængen/forholdet mellem netto finansielle forpligtelser og egenkapital. En høj finansiell gearing er godt, hvis SPREAD er positivt, idet ROIC derfor er større end renten (r). Det ses, at renten er negativ i årene 2021 og 2024. Dette skyldes at de finansielle aktiver er større end de finansielle forpligtelser, hvilket giver en negativ rente, hvis altså de netto finansielle omkostninger også er positive.

SPREAD viser hvordan Vestas skaber værdi ved at arbejde med gæld. Der hvor ROIC er større end lånerenten, vil Vestas have et positivt SPREAD. I årene 2021, 2024 og 2025 er SPREAD positivt, hvilket vil sige, at Vestas drager fordel af at arbejde med gæld i disse år.

I ovenstående tabel ses det, at minoritetsaktionærerne har opnået større afkast på kapitalen i årene 2021 og 2023 sammenlignet med de ordinære aktionærer.

ROE har i perioden fra 2021 til 2025 svinget meget, og er gået fra 0,52% til 12,69%. Dermed er ROE en positiv udvikling.

Niveau 2: Dekomponering af ROIC

ROIC er et udtryk for, hvor effektivt et selskab er til at implementere driftsaktiver til at skabe driftsoverskud. Ved analyse af ROIC vil denne dekomponeres i overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Overskudsgraden viser, hvor god et selskab er til at skabe indtjening. Sagt med andre ord, viser overskudsgraden, hvor meget af selskabets omsætning, der konverteres til et reelt overskud. Formlen for overskudsgraden ser således ud:

$$\text{Overskudsgrad (OG)} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud (DO)}}{\text{Nettoomsætning (NO)}}$$

Aktivernes omsætningshastighed måler, hvor mange gange selskabet får omsat deres investerede netto driftsaktiver. Formlen for aktivernes omsætningshastighed ser således ud:

$$\text{Omsætningshastighed (AOH)} = \frac{\text{nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}}$$

Overskudsgraden ganget med aktivernes omsætningshastighed leder til ROIC, hvorfor ROIC kan beregnes med følgende formel:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Gns. NDA}} = \left(\frac{\text{Samlet driftsoverskud}}{\text{Nettoomsætning}} \right) * \left(\frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. NDA}} \right)$$

Ved at dekomponere ROIC ned til OG og AOH kan man lettere finde frem til om Vestas skal forbedre sin evne til at generere overskud eller om Vestas skal forbedre sin kapitaltilpasningsevne.

	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsoverskud	54	-1.397	79	277	508
Nettoomsætning	15.587	14.486	15.382	17.295	18.822
Overskud	0,35%	-9,65%	0,51%	1,60%	2,70%
Netto driftsaktiver	4.025	3.399	3.419	3.342	3.247
Gns. Netto driftsaktiver	4.025	3.712	3.565	3.454	3.350
Aktivernes omsætningshastighed	3,87	3,90	4,31	5,01	5,62

Figur 7 - Overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) - Egen tilvirkning

I figur 7 ovenfor er overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed beregnet for alle år i perioden 2021 - 2025.

Overskudsgraden har i perioden haft en positiv udvikling og har trods et stort fald på 10 procentpoint i 2022 grundet et stort negativt driftsresultat, formået at have en stigning på 2,35 procentpoint fra 2021 til 2025.

Aktivernes omsætningshastighed har været på et stabilt niveau i perioden, men har alligevel haft en positiv udvikling, hvor den er steget fra 3,87 gange i 2022 til 5,62 gange i 2025. Udviklingen for aktivernes omsætningshastighed har været præget af, at de gennemsnitlige netto driftsaktiver har været faldende samtidig med at nettoomsætningen har været stigende. Altså har Vestas i perioden væsentligt forbedret deres kapitaltilpasningsevne og benytter færre driftsaktiver til at opnå en større nettoomsætning. Ved at beregne den inverse AOH (1/AOH) får man et udtryk for, hvor meget Vestas skal binde i netto driftsaktiver for at skabe én kroners nettoomsætning. Ud fra nedenstående figur ses det, at med en AOH på 5,62 i 2025 skal Vestas blot investere 18 øre for at skabe én kroners nettoomsætning.

Aktivernes omsætningshastighed	3,87	3,90	4,31	5,01	5,62
Aktivernes omsætningshastighed(-1)	0,26	0,26	0,23	0,20	0,18

Figur 8 - Inverse aktivernes omsætningshastighed - Egen tilvirkning

Niveau 3: Analyse af underliggende drivere

For at opnå en bedre forståelse for, hvad der driver ROIC, vil der nedenfor blive analyseret på de faktorer, der har påvirket OG og AOH.

For at analysere udviklingen i overskudsgraden, er der udarbejdet en common size analyse af overskudsgraden jf. tabel ovenfor, der skal finde årsagerne til udviklingen i overskudsgraden.

Common Size	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Driftsomkostninger	-95,70%	-105,26%	-97,17%	-94,37%	-92,60%
EBITDA-margin	4,30%	-5,26%	2,83%	5,63%	7,40%
Afskrivninger	-1,78%	-2,46%	-1,67%	-1,60%	-1,73%
EBIT-margin	2,52%	-7,72%	1,16%	4,03%	5,67%
Skat på EBIT	-0,52%	1,35%	-0,51%	-1,40%	-1,30%
NOPAT-margin	2,00%	-6,38%	0,65%	2,63%	4,37%
Core andet driftsoverskud	-0,81%	-3,66%	0,66%	0,37%	-0,29%
Usædvanlige driftsposter	-0,85%	0,39%	-0,79%	-1,40%	-1,38%
Overskudsgrad	0,35%	-9,65%	0,51%	1,60%	2,70%

Figur 9 - Common-size-analyse - Egen tilvirkning

Fra 2021 til 2022 går overskudsgraden fra 0,35% til -9,65%, hvilket primært skyldes at udviklingen i EBITDA-margin er faldet med 9,56 procentpoint. Det skyldes, at Vestas'

nettoomsætning er faldet i perioden fra 2021 til 2022, hvor driftsomkostningerne har været på samme niveau med 2021. Dermed er andel af driftsomkostninger større end nettoomsætning i 2022, hvilket har medført en markant negativ udvikling i overskudsgraden.

Overskudsgraden har fra 2022 til 2025 gået fra -9,65% til 2,7%, hvilket primært skyldes at nettoomsætningen er steget mere end driftsomkostninger i perioden og dermed er udviklingen i EBITDA-margin også positiv.

Overordnet set ses det, at overskudsgraden følger EBITDA-margin, hvorfor usædvanlige driftsposter mv. ikke har haft nogen væsentlig effekt på udviklingen af overskudsgraden i perioden 2021 - 2025. Endvidere er overskudsgraden i en positiv udvikling fra 2023 til 2025.

Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed er den anden driver bag ROIC og er således også essentielt, idet Vestas investerer store mængder driftsaktiver i virksomheden, hvilke skal udnyttes optimalt for at opnå det bedst mulige resultat af driften.

$$AOH = \frac{Gns. \text{ netto driftsaktiver}}{Nettoomsætning} = \frac{Gns. \text{ arbejdskapital}}{Nettoomsætning} + \frac{Gns. \text{ anlægskapital}}{Nettoomsætning}$$

Aktivernes omsætningshastighed er delt op i arbejdskapital og anlægskapital, hvorfor styring af disse er vigtige for at kunne styre den overordnede omsætningshastighed. Derfor vil der i det følgende blive analyseret på disse.

Styring af arbejdskapital

Vestas er nødt til at investere i arbejdskapital for at kunne udøve deres drift, herunder er et tilstrækkeligt lager nødvendigt for produktion, ligesom at kredit-, kontrakt- og distributions politikker er bestemmende for det optimale niveau for tilgodehavender fra salg og igangværende arbejder. Derfor ligges der fokus på varebeholdningen, tilgodehavender fra salg, igangværende arbejder og leverandørgæld. Omsætningshastigheden på de forskellige elementer af arbejdskapitalen fremgår af nedenstående figur.

Arbejdskapital	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsætning	15.587,00	14.486,00	15.382,00	17.295,00	18.822,00
Varebeholdning	0,36	0,44	0,42	0,35	0,30
Tilgodehavender fra salg	0,10	0,09	0,08	0,10	0,08
Igangværende arbejder	0,12	0,15	0,15	0,15	0,18
Tilgodehavende skat	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01
Andre tilgodehavender	0,07	0,10	0,08	0,09	0,08
Finansielle investeringer indenfor 1 år	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01
Leverandører	-0,27	-0,28	-0,24	-0,24	-0,25

Figur 10 - Omsætningshastighed på arbejdskapital - Egen tilvirkning

Omsætningshastigheden for varebeholdningen er svingende i perioden, hvor Vestas især i 2022 og 2023 har været nødt til at binde mere kapital i varelageret for at opnå nettoomsætningen for året. Dog ligger omsætningshastigheden for varebeholdningen på et fornuftigt niveau set i forhold til den kapital Vestas har investeret heri og den nettoomsætning, der bliver genereret.

Når man kigger på niveauet på kapitalbindingen på tilgodehavender fra salg, vil man gerne så vidt muligt have denne til at være lavere end den kapitalbinding, som ens leverandører har hos en selv. Dette er tilfældet for Vestas, der har haft en binding i tilgodehavender fra salg på 0,10 øre pr. krone nettoomsætning i 2021, hvilket er faldet til 0,08 i 2025. Hertil er kapitalbindingen for leverandørerne på 0,27 i 2021 og 0,25 i 2025, hvilket begge er væsentligt højere end Vestas egen binding i tilgodehavender fra salg. I afsnittet omkring Porter's Five Forces blev købernes og leverandørernes forhandlingsstyrke begge vurderet til at være enten moderat-høj eller høj i forhold til branchen. Dette tyder altså på, at Vestas er gode til at forhandle kredittider både hos kunder og leverandører, set i forhold til forhandlingsstyrkerne på brancheniveau.

Vestas arbejder på kontraktbasis i forhold til diverse projekter. Derfor kan kapitalbindingen i igangværende arbejder også siges at være på et lavt fornuftigt niveau i forhold til nettoomsætningen. Niveauet for denne er stigende, hvilket er forventeligt i takt med en øget aktivitet og omsætning.

Styring af anlægskapital

Her sættes der fokus på immaterielle-, materielle- og finansielle anlægsaktiver, hvilket er andet område i kapitalstyringen. Styringen af disse aktiver er vigtig, da de indgår direkte og indirekte i produktionen. I dette analyseafsnit vil det være fokus på immaterielle- og materielle anlægsaktiver, da disse er mere direkte tilknyttet Vestas' aktivitet. Ved at analysere styringen af anlægskapitalen, kan man få svar på om Vestas investere i anlægsaktiver løbende og om disse investeringer er konsistent med virksomhedens strategi.

Anlægs kapital	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsætning	15.587,00	14.486,00	15.382,00	17.295,00	18.822,00
Immaterielle anlægsaktiver	0,20	0,21	0,21	0,20	0,18
Materielle anlægsaktiver	0,13	0,12	0,12	0,14	0,15
Finansielle anlægsaktiver	0,05	0,05	0,10	0,11	0,09
Samlet aktiver	1,05	1,16	1,19	1,15	1,08
Udskudt skat	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Leverandører	-0,27	-0,28	-0,24	-0,24	-0,25
Andre driftsforpligtelser	-0,57	-0,71	-0,79	-0,78	-0,72
Omsætningshastigheder kerne NDA	0,18	0,15	0,14	0,12	0,10
Omsætningshastigheder ikke-kerne NDA	0,06	0,11	0,09	0,09	0,08
Samlet omsætningshastighed	0,25	0,26	0,23	0,20	0,18

Figur 11 - Omsætningshastighed på anlægs kapital – Egen tilvirkning

Det ses i ovenstående figur, at omsætningshastigheden for immaterielle- og materielle anlægsaktiver begge er på niveau fra 2021 til 2024, hvor niveauet for immaterielle anlægsaktiver dykker en smule i 2025.

Det at kapitalbindingen i immaterielle- og materielle anlægsaktiver forbliver på samme niveau gennem perioden, er et udtryk for at Vestas løbende investerer i anlægsaktiver, såsom driftsmidler og maskiner til produktion. Dette vurderes at være konsistent i forhold til afsnittet omkring Porter's Værdikæde, hvori Vestas' ambition om at eskalere produktionen benævnes. Herudover må geninvestering og løbende udskiftning vurderes at være nødvendigt for, at produktionen kan køre optimalt.

SWOT-matrice

I SWOT-matricen vil der blive samlet op på interne og eksterne forhold i de foregående strategiske analyser, hvorpå der vil blive opstillet styrker, svagheder, muligheder og trusler. Disse vil blive stillet op i punktform, hvorefter de vil blive brugt og uddybet i budgetteringen samt konklusionen.

SWOT-matrice	
Interne forhold	
Styrker	Svagheder
<ul style="list-style-type: none"> Værdikæde med fokus på effektivitet og bæredygtighed Fokus på ESG i forsyningskæden 	<ul style="list-style-type: none"> Lave profit-margin Kompleks og sårbar global forsyningskæde Afhængighed af specialiserede komponenter
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> Krig og uroligheder i Mellemøsten Stigende global efterspørgsel på vedvarende energi 	<ul style="list-style-type: none"> Told og handelsbarrierer Globale transmissionsnet Love og reguleringer

<ul style="list-style-type: none"> • Internationale klimamål • Teknologisk udvikling • Europa afhængighed af fossile brændstoffer 	<ul style="list-style-type: none"> • Europa afhængighed af fossile brændstoffer
--	--

Figur 12 - SWOT-matrice - Egen tilvirkning

Budgettering

Budgettet er et estimat for virksomhedens fremtidige økonomiske situation. Ved budgettering tages der udgangspunkt i historiske data fra Vestas' samt kendskab til interne og eksterne faktorer, der er skabt gennem foregående analyser, for derved at vurdere og analysere Vestas' fremtidige vækspotentiale.

Budgetperioden

Budgetperioden er afgrænset, da det i praksis ikke er muligt at opstille et uendeligt budget for virksomheden. Afgrænsningen baserer sig på en periode, hvorefter det vurderes, at Vestas har en stabil driftstilstand, hvorefter der udarbejdes budget for den valgte periode. Herefter antages, det at værdierne vokser med konstant vækstrate, hvilket markerer overgangen til terminalperioden (Sørensen, 2022).

For budgettet er der valgt perioden fra 2026 til 2031, med 2031 som terminalår. Denne periode er valgt, da der vurderes at være en stabil driftstilstand i Vestas efter perioden.

Budgetforudsætninger

Der er i foregående afsnit blevet analyseret på Vestas interne og eksterne forhold samt regnskabsanalyse, herunder rentabilitetsanalyse. Ved analyserne er der blandt andet blevet identificeret, at Vestas ønsker at eskalere produktion af sine vindmøller og herudover forsøger at effektivisere produktion for at kunne påtage sig flere projekter. Herudover er der gennem analyse af Vestas' omverden fundet frem til, at der er fremgang indenfor branchen for vedvarende energi. Højt politisk incitament og målsætninger gør, at væksten i branchen i fremtiden vurderes at være stigende.

Vestas er en stor aktør på markedet og er på mange punkter frontrunner i forhold til andre virksomheder indenfor vedvarende energi. Det forventes derfor, at Vestas vil kunne drage store fordele af de stigende tendenser set fra politisk side og samfund. Deres brede forsyningskæde og generelle store globale tilstedeværelse gør at Vestas kan drage fordel af, at flere lande tilslutter sig den grønne omstilling i højere og højere grad. Dette har også gjort sig

gældende i udviklingen for Vestas' regnskabsstal i analyseperioden, idet bundlinjen hos virksomheden har været væsentligt forbedret fra 2022, hvor NOPAT lå på -924 mEUR mod 822 mEUR i 2025.

Trods stigende tendenser vedrørende grøn omstilling, vedvarende energi og generelt positive tendenser i branchen, er en vigtig forudsætning i fastlæggelse af budgettet overvejelse omkring infrastruktur problemer i blandt andet Danmark vedrørende transmissionsnettet, hvor fremtidige investeringsprojekter, kan blive udskudt på grund af manglende kapacitet til fordeling af produceret energi til lokale forsyningsproducenter.

Fastlæggelse af budget

Budgettet for perioden er fastsat nedenfor:

	Regnskabsår					Budget					Terminalår 2031
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Omsætningsvækst	5,18%	-7,06%	6,19%	12,44%	8,83%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Mio. EUR	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminalår 2031
Omsætning	15.587	14.486	15.382	17.295	18.822	20.234	21.751	23.383	25.136	27.021	29.048
EBIT	393	-1.119	178	697	1.067	1.113	1.196	1.286	1.382	1.486	1.598
NOPAT	312	-924	100	456	822	911	979	1.052	1.131	1.216	1.307
Andet driftsoverskud	-126	-529	101	63	-55	-51	-54	-58	-63	-68	-73
Samlet driftsoverskud	54	-1.397	79	277	508	759	816	877	943	1.013	1.089
NDA	3.869	3.254	3.265	3.169	3.059	3.237	3.480	3.741	4.022	4.323	4.648
Andel ikke-kerne NDA	22%	27%	30%	32%	32%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Kerne NDA	3.026	2.389	2.300	2.170	2.093	2.266	2.436	2.619	2.815	3.026	3.253
EBIT-margin	2,52%	-7,72%	1,16%	4,03%	5,67%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
NOPAT-margin	2,00%	-6,38%	0,65%	2,63%	4,37%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Andet driftsoverskud i %	-0,81%	-3,66%	0,66%	0,37%	-0,29%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%	-0,25%
OG	0,35%	-9,65%	0,51%	1,60%	2,70%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%	3,75%
Inverse AOH	0,25	0,25	0,22	0,19	0,17	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16	0,16

Figur 13 - Budgettering - Egen tilvirkning

Omsætningsvæksten har i alle historiske regnskabsår været stigende bortset fra 2022, hvor omsætningsvæksten tog et stort dyk. Ses der bort fra 2022 har omsætningsvæksten i perioden lagt med et gennemsnit på 8,16%. Ud fra en betragtning omkring en forventning fra Vestas, hvilket er blevet bekræftet i foregående analyser, om stigende vækst i aktivitet og omsætning i kommende år, er vækstraten fastsat til 7,50%.

Dette afspejler dig også i EBIT- og NOPAT-marginer, som er fastsat til henholdsvis 5,50% og 4,50% i budgetperioden. Herudover vurderes det også, at Vestas' overskudsgrad vil fortsætte udviklingen fra 2023 til 2025 og er derfor fastsat til 3,75%. Dette er også ud fra betragtningen om, at Vestas forsøger at øger effektiviteten i produktionen i takt med at virksomheden forsøger at eskalere denne.

Og ligge netop denne effektivitet i produktion er også grundlaget for fastsættelsen af den inverse aktivernes omsætningshastighed, idet denne effektivisering vurderes at medbringe en mindre nødvendighed for pengebinding i aktiver, relativt til nettoomsætningen. Dette har ligeledes også været udviklingen fra 2023 til 2025.

Værdiansættelse

Ved udarbejdelse af værdiansættelse af Vestas kan laves ud fra forskellige værdiansættelsesmodeller, hvor den meste anvendte model er DCF-modellen. DCF står for Discounted Cash Flow. DCF-modellen tager afsæt i budgettering af fremtidige pengestrømme, hvor værdien af fremtidige pengestrømme bliver tilbage diskonteret til en nutidsværdi, der skal reflektere Vestas markedsværdi/aktiekurs.

Da det ikke er muligt i praksis at lave en uendelig budgetperiode, vil der i værdiansættelsen anvendes et terminalår, der skal repræsentere nutidsværdien af fremtidige pengestrømme (SKAT, 2019). Beregningen af værdiansættelsen tager udgangspunkt i Vestas driftsoverskud efter skat, netto driftsaktiver, Vestas gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) og fremtidige frie cash flow.

Risikofri rente

Den risikofri rente defineres som afkast på nul kuponobligationer, der hverken er konkursrisiko eller reinvesteringsrisiko. I praksis anvendes den effektive rente på den 10-årige statsobligation som mål for den risikofrie rente (Sørensen, 2022).

I Danmark ligger den effektive rente på en 10-årig statsobligation på 2,4% jf. nedenstående tabel fra Danmarks Statistik.

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid	
Enhed: Pct. pro anno	
	2025
Danmark	2,4

Kilde: OECD.

Figur 14 - Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid - Danmarks Statistik

Systematisk risiko

På aktiemarkedet er der en forventning om, at aktier med højere risiko giver større afkast. Denne risiko estimeres på baggrund af den historiske sammenhæng mellem afkastet på den

enkelte aktie og afkastet på det samlede aktiemarked. Risikoen udtrykkes gennem betaværdier, som kan opdeles i følgende intervaller (Sørensen, 2022):

- Beta = 0 vil sige at det er en risikofri investering.
- $0 < \text{Beta} < 1$ vil sige at investeringen har mindre risiko end aktiemarkedet.
- Beta = 1 vil sige at investeringen har samme risiko som aktiemarkedet.
- Beta > 1 vil sige at investeringen har større risiko end aktiemarkedet.

Vestas ligger i aktieindekset NASDAQ OMX Copenhagen. Diverse børshandlere har indekset en betaværdi på 1, hvorfor risikoen på Vestas er det samme som aktiemarkedet.

Risikopræmien

Risikopræmien repræsenterer det ekstra afkast, som investorer kræver for at investere i en virksomheds aktie i stedet for sikre statsobligationer. Der findes tre typiske metoder til at estimere risikopræmien: gennem spørgeundersøgelser blandt investorer, ved analyse af historiske data samt ved vurdering af nuværende aktiekurser.

SKAT har en markedsrisikopræmie for 2025 på 6% (SKAT, 2026).

Ejernes forrentningskrav

Ejernes forrentningskrav fastsættes ud fra, hvad de vil få af afkast ved at investere deres kapital i markedsportefølje. Markedsporteføljen er eksempelvis hele C25-indeks, og det gennemsnitlige afkast på markedet.

Ejernes forrentningskrav beregnes ud fra CAPM-formlen, kaldt Capital Asset Pricing Model.

CAPM-formlen består af følgende (SKAT, 2026):

- r_f = risikofrie rente
- Beta = virksomhedens systematiske risiko
- $E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsportefølje
- $E(r_m) - r_f$ = markeds risikopræmie
- R_e = ejernes forrentningskrav

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$$r_e = 2,4\% + 1 \cdot 6\%$$

$$r_e = 8,4\%$$

Ejernes forretningskrav er beregnet til 8,4%

Markedsværdien

The Vestas share	
Stock exchange	Nasdaq Copenhagen
Stock exchange quotation	1998
ISIN code	DK0061539921
Ticker symbol	VWS
Share capital	DKK 201.973,452
Nominal denomination	DKK 0,20
Number of shares	1,009,867,260
Share classes	One share class
Voting rights	One share carries 20 votes
Free float	100 percent free float
Trading lot (minimum)	None, one share is tradeable
Share price, year-end	DKK 173,40
Major shareholder	BlackRock, Inc. (Wilmington, DE, USA)*

* BlackRock, Inc. has informed that its holding was 8.61 percent as at 1 July 2025.

Figur 15 - The Share Vestas - Vestas årsrapport 2025

Vestas har udstedt i alt 1.009.867.260 aktier. Aktierne har en værdi pr. 31. december 2025 på 173,40 DKK, hvilket vil sige at aktierne har en markedsværdi på $1.009.861.260 \times 173,40 = 175.109.942.484$ DKK, hvilket er markedsværdien af egenkapitalen.

For at finde den endelige markedsværdi, skal man tillægge markedsværdien af nettogælden. Denne er pr. 31. december -822 mEUR, hvilket omregnes med en fast kurs 7,45 således at markedsværdien for nettogælden er -6.122.261.000 DKK.

Den samlede markedsværdi er derfor 168.987.663.484 DKK.

Lånerenten

Lånerenten er beregnet ud fra en betragtning om, at renten vil være, hvis en virksomhed skulle låne pengene på markedet. Lånet er beregnet ud fra følgende formel:

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

Formlen består af følgende parameter:

r_f = risikofri rente

r_s = virksomhedens risikotillæg

t_s = selskabsskatteprocent

R_s beregnes ud fra følgende formel:

$$r_s = \beta(R_m - R_f)$$

Hvor:

Beta = fastsættes til 1, hvilket vil sige at investeringen har samme risiko som aktiemarkedet.

$R_m - r_f$ = Markedsrisikopræmien, hvilket er 6% ifølge SKAT (SKAT, 2026).

Markedspræmien viser det forventede merafkast i forhold til den risikofrie rente.

Skattestyrelsen fastsætter markedspræmien ud fra de største børsnoteret selskaber, og analytikernes forventninger til det frie cash flow.

Lånerente

$$r_g = (r_f + r_s)(1 - t_s)$$

$$r_g = (2,4\% + 6\%)(1 - 22\%)$$

$$r_g = 8,4\% \cdot 78\%$$

$$r_g = 6,55\%$$

Mellemregning virksomhedens risikotillæg

$$r_s = \beta(R_m - R_f)$$

$$r_s = 1 \cdot 6\%$$

$$r_s = 6\%$$

Lånerenten er beregnet til 6,55%

Beregning af vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) tager højde for både afkastkrav fra ejere og långivere. Ud fra ovenstående analyser kan WACC beregnes efter nedenstående formel:

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

$$WACC = \frac{175.109.924.484}{168.987.663.484} \cdot 8,4\% + \frac{-6.122.261.000}{168.987.663.484} \cdot 6,55\%$$

$$WACC = 8,7\% - 0,24\%$$

$$WACC = 8,47\%$$

WACC er lig med 8,47%

Værdiansættelse af Vestas

Værdiansættelsen af Vestas vil basere sig på DCF-modellen, hvilket tager udgangspunkt i det frie cash flow. Det frie cash flow defineres som driftsoverskuddet efter skat fratrukket

ændringen af binding i netto driftsaktiverne. Dette gøres således, at det er muligt at finde den faktiske pengestrøm i perioden.

Det fremtidige frie cash flow tilbagediskonteres til nutidsværdi ved anvendelse af den beregnede WACC.

Når virksomhedsværdien er beregnet, fratrækkes netto finansielle forpligtelser for at bestemme aktionærværdien. Fratrækkes minoritetsinteresserne yderligere, fremkommer aktionærværdien for de ordinære aktionærer.

Det frie cash flow

Eftersom der er blevet beregnet budget for driftsoverskuddet efter skat og netto driftsaktiverne, kan der med udgangspunkt i disse findes det fremtidige frie cash flow for hele budgetperioden.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminalår 2031
mEUR							
Driftsoverskud	508	759	816	877	943	1.013	1.089
Kerne NDA	2.093	2.266	2.436	2.619	2.815	3.026	3.253
Forskydning kerne NDA		173	170	183	196	211	227
Det frie cashflow		586	646	694	746	802	862

Figur 16 - Det frie cash flow - Egen tilvirkning

Nutidsværdi af budgetperioden

Nutidsværdien for budgetperioden findes ved at dividere det frie cash flow med diskonteringsfaktoren.

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminalår 2031
mEUR							
Driftsoverskud	508	759	816	877	943	1.013	1.089
Kerne NDA	2.093	2.266	2.436	2.619	2.815	3.026	3.253
Forskydning kerne NDA		173	170	183	196	211	227
Det frie cashflow		586	646	694	746	802	862
WACC (8,47%)							
Diskonteringsfaktor		1,08	1,18	1,28	1,38	1,50	1,63
Nutidsværdi		540	549	544	539	534	
Nutidsværdi t.o.m. 2030	2.706						

Figur 17 - Nutidsværdi af frie cash flow for budgetperioden - Egen tilvirkning

Terminalværdien

Terminalværdien er et udtryk for, hvornår en virksomhed vurderes at være inde i en stabil vækst, som vurderes at kunne anvendes til at tage udgangspunkt i en teoretisk uendelig periode fremover. Til beregning af terminalværdien er der taget udgangspunkt i en langsigtet vækst på 5% i terminalperioden, hvilket er lavere end budgetperioden. Dette skulle, at det vurderes urealistisk at Vestas vil kunne fortsætte en årlig vækst på 7,5% i al fremtid.

Til beregning af terminalværdi anvendes følgende formel:

$$TV = \frac{FCF * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Her er:

- TV = terminalværdi
- FCF = frie cash flow
- g = forventede vækstrate i terminalperioden
- WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

mEUR	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminalår 2031
Driftsoverskud	508	759	816	877	943	1.013	1.089
Kerne NDA	2.093	2.266	2.436	2.619	2.815	3.026	3.253
Forskydning kerne NDA		173	170	183	196	211	227
Det frie cashflow		586	646	694	746	802	862
WACC (8,47%)							
Diskonteringsfaktor		1,08	1,18	1,28	1,38	1,50	1,63
Nutidsværdi		540	549	544	539	534	
Nutidsværdi t.o.m. 2030	2.706						
Terminalværdien							26.093
Nutidsværdi af terminalværdien	16.020						

Figur 18 - Terminalværdi - Egen tilvirkning

Virksomhedsværdi

Når man har beregnet nutidsværdien af det frie cash flow og terminalværdien, er det muligt at beregne virksomhedsværdien for Vestas for 2025.

Nutidsværdi t.o.m. 2030	2.706
Terminalværdien	
Nutidsværdi af terminalværdien	16.020
Virksomhedsværdi, EUR	18.726
Virksomhedsværdi, DKK	139.511

Figur 19 - Virksomhedsværdi, mEUR og mio. DKK - Egen tilvirkning

Til omregning af EUR til DKK anvendes en fast kurs på 7,45.

Beregning af aktieværdi pr. 31. december 2025

For at beregne aktieværdien er det nødvendigt først at beregne egenkapitalværdien, hvorefter denne divideres med antallet af udstedte aktier.

Egenkapitalværdien		
Virksomhedsværdi	18.726	
Netto finansielle forpligtelser	822	
Minoritetsinteresser	-14	
Egenkapitalværdi	19.534	mEUR
Egenkapitalværdi	145.529	mio. DKK
Aktieværdi pr. 31.12.2025		
Egenkapitalværdi, DKK	145.529.016.243	
Udstedte aktier	1.009.867.260	
Aktieværdi	144,11	

Figur 20 - Aktieværdi pr. 31. december 2025 i DKK - Egen tilvirkning

Til omregning af EUR til DKK anvendes en fast kurs på 7,45.

Aktieværdi pr. 1, april 2026

For at beregne frem til aktieværdien pr. 1. april 2026, er det nødvendigt at fremdiskontere aktieværdien pr. 31. december 2025.

Aktieværdi pr. 01.04.2026	
Aktieværdi pr. 31.12.2025	144,11
Fremdiskontering, antal dage (ud af 360)	91
Fremdiskonteret værdi	147,17

Figur 21 - Aktieværdi pr. 1. april 2026 i DKK - Egen tilvirkning

Konklusion

Som nævnt i indledningen i afslutningsprojektet, var problemstillingen med opgaven at sammenligne den teoretiske værdi med den faktiske værdi pr. 1. april 2026.

Den faktiske aktieværdi pr. 1. april 2026 er konstateret til at være 186,45 kr. pr. aktie (Yahoo!, 2026), hvilket er højere end den beregnede aktieværdi baseret på afslutningsprojektets værdiansættelse, som er 147,17 kr. pr. aktie.

Gennem den strategiske analyse såvel som den regnskabsmæssige analyse, er der blevet identificeret flere forhold, der argumenterer for, hvorfor Vestas kan forventes at forsætte sin nuværende vækst i fremtiden og derved blive ved med at være værdiskabende på aktiemarkedet. Disse forhold inkluderer blandt andet Vestas' stærke værdikæde, som har fokus på at skabe værdi gennem effektivitet og bæredygtighed. Herudover har krigen i Mellemøsten en positiv påvirkning Vestas' værdiansættelse, eftersom krigen presser priserne på fossile energikilder op og samtidig bringer et større fokus i blandt andet Europa på at være mere selvforsynende gennem vedvarende energikilder. Desuden formodes Vestas at være i en

stærk position til at gøre brug af fremtidige teknologiske fremskridt i branchen, hvilket alt andet lige styrker deres værdiskabelse.

Grunden til at afslutningsprojektets værdiansættelse af Vestas' aktieværdi er lavere end markedets værdiansættelse bunder ud i flere faktorer. En af disse faktorer er de globale transmissionsnet, hvor trods en stor efterspørgsel på vedvarende energikilder, så er den globale infrastruktur ikke nødvendigvis sat op til at imødekomme stigningen af efterspørgsel og produktion heraf. Dette er alt andet lige med til at sætte en bremse for væksten i branchen på længere sigt og dermed også Vestas. Endvidere er der globalt set stadig stor afhængighed af fossile brændstoffer, hvilket tager tid at udfase i de globale samfund. Dette koblet med stigning af diverse love og reguleringer indenfor brancheområdet, gør at Vestas' konstant får flere complianceforpligtelser, hvilket både er administrativt tungt og omkostningstungt.

Det skal herudover nævnes, at værdiansættelsesmodellen tager udgangspunkt i en snæver virkelighed med en begrænset mængde af informationsinput, hvorfor mange faktorer, der påvirker aktiemarkedet, såsom optimisme fra investorer mv. ikke har samme direkte effekt på værdiansættelsen i afslutningsprojektet som på det reelle aktiemarked.

Bibliografi

Andersen, I., 2019. *Den skinbare virkelighed*. 6. red. s.l.:Samfundslitteratur.

Breil-Hansen, P., 2025. *ESG i forsyningskæden er blevet et 'hvordan' – og ikke længere et 'hvorfor'*. [Online]

Available at: <https://www.csr.dk/esg-i-forsyningskaeden-er-blevet-et-hvordan-og-ikke-laengere-et-hvorfor>

[Senest hentet eller vist den 17 april 2026].

Calero, J., 2026. *Vestas offshore output rise drives profit, but geopolitics a risk*. [Online]

Available at: <https://www.reuters.com/sustainability/climate-energy/vestas-q1-profit-rises-more-than-expected-offshore-wind-turbine-production-picks-2026-05-06/>

[Senest hentet eller vist den 13 april 2026].

Christensen, J., 2025. *Danmarkshistorien*. [Online]

Available at: <https://danmarkshistorien.lex.dk/Vestas, 1898->

[Senest hentet eller vist den 15 marts 2026].

electronicsdirect, 2026. *Supply Chain Challenges in Solar and Wind Energy: Why Electronics Matter*. [Online]

Available at: <https://www.electronics-direct.com/supply-chain-challenges-in-solar-and-wind-energy-why-electronics-matter/>

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

European Parliament, 2025. *Overview of the diffusion of Power Purchase Agreements and Contracts for Difference across Member States*. [Online]

Available at: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2026/780416/ECTI_STU%282026%29780416_EN.pdf?

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

Face, S. L., 2024. *The supply chains powering renewables*. [Online]

Available at: <https://www.maersk.com/insights/sustainability/2024/05/24/the-supply-chains-powering-renewables>

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

Folketinget Statsrevisorerne, 2026. *Energinets udbygning af elnettet*, s.l.: Folketinget Statsrevisorerne.

Green Power Denmark, 2025. *EU-Kommissionen baner vejen for mere billig grøn energi*. [Online]

Available at: <https://greenpowerdenmark.dk/nyheder/eu-kommissionen-baner-vejen-mere-billig-groen-energi>

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

Kærgaard, V. B., 2025. *ENERGIWATCH*. [Online]

Available at: <https://energiwatch.dk/Energinyt/vind/article18404926.ece>

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

Reuters, 2026. *Wind power demand surges in Germany as rooftop solar auction comes in under volume*. [Online]

Available at: <https://www.reuters.com/business/energy/wind-power-demand-surges-germany-rooftop-solar-auction-comes-under-volume-2026-03-31/>

[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

SCM, 2020. *Vestas og DSV Panalpina indgår milliardaftale*. [Online]
Available at: <https://www.scm.dk/vestas-og-dsv-panalpina-har-indg%C3%A5r-milliardaftale>
[Senest hentet eller vist den 17 april 2026].

Sharma, R., 2024. *Wind Energy Market Research Report 2033*. [Online]
Available at: <https://marketintelo.com/report/wind-energy-market?>
[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

SKAT, 2019. *DCF-modellen*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
[Senest hentet eller vist den 4 maj 2026].

SKAT, 2026. *Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>
[Senest hentet eller vist den 4 maj 2026].

Sørensen, O., 2022. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse*. 7. red. s.l.:Nord Academic.

U.S. Department of Energy, 2026. *Wind Manufacturing and Supply Chain*. [Online]
Available at: <https://www.energy.gov/cmei/systems/wind-manufacturing-and-supply-chain>
[Senest hentet eller vist den 10 april 2026].

Vestas, 2026. *Financial outlook for 2026*. [Online]
Available at: <https://www.vestas.com/en/investor/reports-and-presentations/financial>
[Senest hentet eller vist den 20 marts 2026].

Vestas, 2026. *Our Global Track Record*. [Online]
Available at: <https://www.vestas.com/en/energy-solutions/service/vestas-service-track-record>
[Senest hentet eller vist den 17 april 2026].

Vestas, 2026. *Our Management*. [Online]
Available at: <https://www.vestas.com/en/about/our-governance/our-management>
[Senest hentet eller vist den 17 april 2026].

Vestas, 2026. *Our sustainability strategy*. [Online]
[Senest hentet eller vist den 20 marts 2026].

Vestas, 2026. *Vestas*. [Online]
Available at: <https://www.vestas.com/en>
[Senest hentet eller vist den 20 marts 2026].

Vestas, 2026. *Årsrapport 2025*, s.l.: Vestas.

Wind Europe, 2026. *Industrial Accelerator Act will strengthen Europe's economic resilience*.

[Online]

Available at: <https://windeurope.org/news/industrial-accelerator-act-will-strengthen-europes-economic-resilience/>

[Senest hentet eller vist den 13 april 2026].

Yahoo!, 2026. *yahoo!finance*. [Online]

Available at: <https://finance.yahoo.com/quote/VWS.CO/history/?guccounter=1>

[Senest hentet eller vist den 4 maj 2026].

Figurfortegnelse

Figur 1 - Overblik over leverancer af MW energi – Vestas årsrapport 2025	11
Figur 2 - Oversigt P5F - Egen tilvirkning.....	17
Figur 3 - Porter's værdikæde	23
Figur 4 - Refomuleret egenkapital ulitmo i mEUR - Egen tilvirkning	30
Figur 5 - Udvikling Vestas' ROE - Egen tilvirkning	32
Figur 6 - Egenkapitalens forrentning (ROE) - Egen tilvirkning	33
Figur 7 - Overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) - Egen tilvirkning	34
Figur 8 - Inverse aktivernes omsætningshastighed - Egen tilvirkning	35
Figur 9 - Common-size-analyse - Egen tilvirkning	35
Figur 10 - Omsætningshastighed på arbejdskapital - Egen tilvirkning.....	36
Figur 11 - Omsætningshastighed på anlægskapital – Egen tilvirkning	38
Figur 12 - SWOT-matrice - Egen tilvirkning.....	39
Figur 13 - Budgettering - Egen tilvirkning	40
Figur 14 - Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid - Danmarks Statistik.....	41
Figur 15 - The Share Vestas - Vestas årsrapport 2025	43
Figur 16 - Det frie cash flow - Egen tilvirkning	45
Figur 17 - Nutidsværdi af frie cash flow for budgetperioden - Egen tilvirkning.....	45
Figur 18 - Terminalværdi - Egen tilvirkning.....	46
Figur 19 - Virksomhedsværdi, mEUR og mio. DKK - Egen tilvirkning.....	46

Figur 20 - Aktieværdi pr. 31. december 2025 i DKK - Egen tilvirkning.....47

Figur 21 - Aktieværdi pr. 1. april 2026 i DKK - Egen tilvirkning47

Bilagsoversigt

Bilag 1 – Reformuleret egenkapitalsopgørelse

Balance primo	4.654	4.684	3.044	3.027	3.529
Regulering som følge af ændret regnskabspraksis	-31	-17			
Balance primo (justeret)	4.623	4.667	3.044	3.027	3.529
Overførsel af cashflow fra hedge-reserven	-26	-21	16	-17	35
Transaktioner med minoritetsinteresser	-5	0	0	0	0
Udbetalt udbytte	-230	-50	0	0	-75
Aktierelaterede udbytte	2	0	0	0	1
Køb af egne aktier	-12	0	-11	-40	-282
Aktiebaserede betalinger	13	7	34	28	41
Skat af egenkapital transaktioner	-9	-1	0	-9	12
Transaktioner med ejere i alt	-267	-65	39	-38	-268
Totalindkomst					
Årets resultat	134	-1.572	77	499	778
Anden totalindkomst	194	14	-133	41	-172
Totalindkomst i alt	328	-1.558	-56	540	606
Balance ultimo	4.684	3.044	3.027	3.529	3.867
Egenkapital for minoritetsinteresser					
Balance primo	49	13	16	15	13
Regulering som følge af ændret regnskabspraksis					
Balance primo (justeret)	49	13	16	15	13
Transaktioner med moderselskabet	-48	3	0	0	0
Udbetalt udbytte	0	0	0	0	0
Aktierelaterede udbytte	0	0	0	0	0
Køb af egne aktier	0	0	0	0	0
Aktiebaserede betalinger	0	0	0	0	0
Skat af egenkapital transaktioner	0	0	0	0	0
Transaktioner med ejere i alt	-48	3	0	0	0
Totalindkomst					
Årets resultat	9	0	1	-5	2
Anden totalindkomst	3	0	-2	3	-1
Totalindkomst i alt	12	0	-1	-2	1
Balance ultimo	13	16	15	13	14
Balance ultimo i alt	4.697	3.060	3.042	3.542	3.881
Jf. årsrapport	4.697	3.060	3.042	3.542	3.881
Kontrol	0	0	0	0	0

Bilag 2 – Reformuleret balance

Driftsaktiver	2021	2022	2023	2024	2025	
Goodwill	1.508	1.514	1.507	1.513	1.497	
Projekter, færdig	619	448	324	636	1.147	
Software	122	115	137	190	243	
Andre immaterielle anlægsaktiver	437	376	340	314	298	
Projekter, igangværende	376	612	895	732	251	
Grunde og bygninger	510	405	427	418	489	
Produktionsanlæg og maskiner	323	206	193	235	229	
Andre anlæg, driftmidler og inventar	599	553	520	595	1.047	
Driftsmidler under opførsel	136	150	247	445	323	
Brugsretaktiver	523	438	524	660	704	
Andre investeringsaktiver	81	88	99	161	171	
Tilgodehavende skat	229	100	522	832	648	
Udskudt skat	378	497	795	722	883	
Finansielle investeringer	100	95	98	103	0	
Driftslikvider	156	145	154	173	188	1% af nettooms
Omsætningsaktiver	10.600	11.395	11.757	12.445	12.640	
Totale driftsaktiver (DA)	16.697	17.137	18.539	20.174	20.758	
Ikke-core driftsaktiver						
Kapitalandele	609	646	593	577	568	
Andre tilgodehavender	234	219	372	422	398	
Ikke-core driftsaktiver i alt	843	865	965	999	966	
Driftsforpligtelser						
Hensatte forpligtelser	1.332	1.773	2.008	2.207	2.058	
Udskudt skat	362	158	164	179	225	
Skyldig selskabsskat	401	235	811	971	814	
Anden gæld	954	1.408	1.369	1.348	1.344	
Kontraktforpligtelser	6.180	6.937	7.995	8.997	9.270	
Leverandørgæld	4.286	4.089	3.738	4.129	4.766	
Forpligtelser vedr. aktiver bestemt til salg	0	3	0	0	0	
Driftsforpligtelser i alt (DF)	13.515	14.603	16.085	17.831	18.477	
Netto driftsaktiver	4.025	3.399	3.419	3.342	3.247	
Finansielle forpligtelser						
Rentebærende gældsforpligtelser	1.436	2.427	3.387	3.271	3.374	
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	1.436	2.427	3.387	3.271	3.374	
Finansielle aktiver						
Rentebærende indestående	2.264	2.233	3.164	3.644	4.196	
Finansielle aktiver i alt (FA)	2.264	2.233	3.164	3.644	4.196	
Netto finansielle forpligtelser	-828	194	223	-373	-822	
Minoritetsinteresser egenkapital	13	16	15	13	14	
Moderselskabets aktionærers egenkapital	4.684	3.044	3.027	3.529	3.867	
	0,28%	0,52%	0,49%	0,37%	0,36%	

Bilag 3 – Reformuleret resultatopgørelse

	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsoverskud fra salg					
Nettoomsætning	15.587	14.486	15.382	17.295	18.822
Produktionsomkostninger	-14.031	-14.368	-14.099	-15.238	-16.325
Bruttoresultat	1.556	118	1.283	2.057	2.497
Udviklingsomkostninger	-147	-67	-167	-147	-99
Distributionsomkostninger	-371	-462	-452	-535	-545
Administrationsomkostninger	-368	-351	-277	-403	-461
Indtægter/tab fra kapitalandele	0	0	48	2	0
Driftsoverskud før afskrivninger og amortiseringer (EBIT)	670	-762	435	974	1.392
Af- og nedskrivninger	-277	-357	-257	-277	-325
Resultat af primære drift (EBIT)	393	-1.119	178	697	1.067
Ekstraordinære poster	-139	-444	61	53	-52
Resultat før finansielle poster	254	-1.563	239	750	1.015
Indtægter/tab fra kapitalandele	36	10	-26	-3	7
Finansielle indtægter	21	52	210	163	212
Finansielle omkostninger	-122	-162	-374	-249	-195
Resultat før skat	189	-1.663	49	661	1.039
Skat	-81	124	-24	-211	-259
Årets resultat	108	-1.539	25	450	780
Rapporterede skatteomkostninger	-81	124	-24	-211	-259
Skattefordel på nettofinansielle poster	-22	-24	-36	-19	4
Skat på andet driftsoverskud	23	95	-18	-11	10
Driftsoverskud fra salg (NOPAT)	312	-924	100	456	822
<u>Andet driftsoverskud</u>					
Andre driftsindtægter før skat basis	0	0	62	62	0
Andre driftsomkostninger før skat basis	-139	-444	-1	-9	-52
Resultat fra kapitalandele	36	10	22	-1	7
Skat af andet driftsoverskud	-23	-95	18	11	-10
Andet driftsoverskud efter skat basis	-126	-529	101	63	-55
<u>Usædvanlige driftsposter</u>					
Kursdifferencer ved omregning til udenlandske enheder	-45	-70	-99	-35	15
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-7	2	1	4	-15
Selskabsskat	-81	124	-24	-211	-259
Usædvanlige driftsposter i alt	-133	56	-122	-242	-259
Samlet driftsoverskud (efter skat og dirty surplus)	54	-1.397	79	277	508
<u>Netto finansielle omkostninger og indtægter</u>					
Finansielle indtægter	21	52	210	163	212
Finansielle omkostninger	-122	-162	-374	-249	-195
Netto finansielle poster (før skat)	-101	-110	-164	-86	17
Skattefordel op nettofinansielle poster	22	24	36	19	-4
Netto finansielle poster (efter skat)	-79	-86	-128	-67	13
Dirty surplus finansielle poster	0	0	0	0	0
Netto finansielle poster (efter skat og dirty surplus)	-79	-86	-128	-67	13
<u>Totalindkomst</u>					
Totalindkomst for koncernen	-25	-1.483	-49	210	521
Minoritetsinteressernes andel af resultat	12	0	-1	-2	1
Totalindkomst til moderselskabets aktionærer	-37	-1.483	-48	212	520