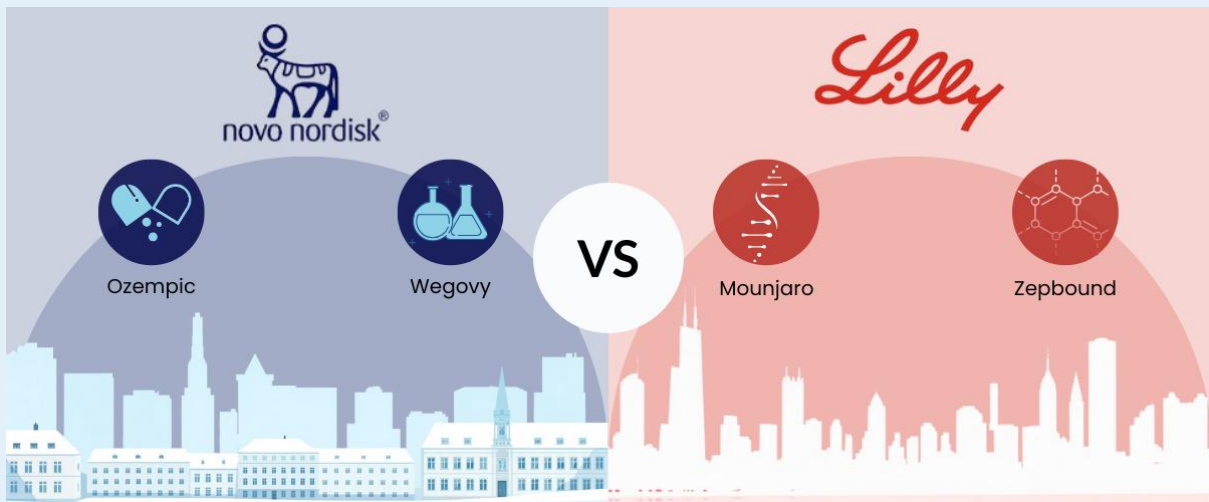


AALBORG UNIVERSITET  
HD-R – Afsluttende projekt



STRATEGISK ANALYSE OG VÆRDIANSÆT-  
TELSE AF NOVO NORDISK

Lavet af:

Mathias Uggerholt Sørensen – studienummer 20242847

Jonas Bording Olesen – studienummer 20246369

Vejleder: Morten Holm Enggaard

## Indholdsfortegnelse

<b>Abstract</b> .....	<b>1</b>
<b>Indledning</b> .....	<b>2</b>
<b>Afgrænsning</b> .....	<b>3</b>
<b>Metode</b> .....	<b>4</b>
<b>Regnskabsanalyse</b> .....	<b>5</b>
Reformulering af balance og resultatopgørelse til analyseformål .....	5
<i>Nøgletalsanalyse</i> .....	7
Profitabilitet.....	7
Finansiering.....	8
Cash flow .....	10
<i>Benchmarkanalyse</i> .....	10
<i>Vækstanalyse</i> .....	11
<i>Konklusion på regnskabsanalyse</i> .....	12
<b>Strategisk analyse</b> .....	<b>14</b>
<i>Virksomhedsbeskrivelse</i> .....	14
1923 - 1985: Fundament og konkurrence .....	14
1989–2000: Konsolidering og globalisering.....	14
2000–2016: Bioteknologisk innovation og pipeline-opbygning.....	15
2022–2026: Skalering, konkurrence og næste generation pipeline.....	15
Forretningsområder og produktportefølje.....	16
Værdikæde og forretningsmodel.....	16
Markedsforhold.....	16
Regulering og risikoforhold.....	17
Bæredygtighed og virksomhedsansvar .....	17
<i>Værdikædeanalyse af Novo Nordisk</i> .....	17
Indgående logistik .....	18
Produktionen.....	18
Udgående logistik.....	19
Marketing og salg.....	20
Service efter salg .....	21
Virksomhedens infrastruktur .....	21
Menneskelige ressourcer.....	22
Produkt og teknologiudvikling .....	22
Indkøb / Forsyninger.....	22
<i>Konklusion af værdikæden</i> .....	23
<i>Porters Five Forces</i> .....	24
Konkurrencesituationen .....	24
Truslen fra nye indtrængere.....	24
Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	25
Kundernes forhandlingsstyrke .....	25

Substituerende produkter .....	25
<i>PESTEL-analyse</i> .....	26
Political (politiske forhold) .....	26
Economic (økonomiske forhold) .....	27
Social (sociokulturelle forhold).....	27
Technological (teknologiske forhold) .....	28
Environmental (miljømæssige forhold) .....	28
Legal (juridiske forhold) .....	28
Konklusion af PESTEL .....	29
<i>SWOT-Analyse</i> .....	29
<b>Værdiansættelse .....</b>	<b>31</b>
<i>Fastlæggelse af WACC</i> .....	31
Prisen på egenkapital.....	32
Prisen på gæld.....	33
Kapitalstruktur.....	33
Beregning af WACC .....	34
<i>Budgettering</i> .....	34
Omsætning.....	35
EBIT - margin i forhold til omsætningen.....	35
CAPEX-investeringer .....	36
Ændring i WCR .....	36
Afskrivninger .....	36
<i>DCF-model</i> .....	36
Følsomhedsanalyse .....	37
Relativ værdiansættelse.....	39
<i>Diskussion af teoretisk aktiekurs</i> .....	40
<b>Konklusion .....</b>	<b>43</b>
<b>Bibliografi .....</b>	<b>44</b>
<i>Bilag 1</i> .....	47

## Abstract

This assignment examines whether Novo Nordisk's share prices was fairly valued at the time of the company's 2025 annual report announcement. The analysis is based on a strategic analysis, financial statement analysis and valuation of the company using the discounted cash flow model.

The strategic analysis identifies Novo Nordisk's strong market position within diabetes and obesity treatment, while also highlighting competitive pressure from Eli Lilly, political pricing pressure and risks related to future patent expirations. Along with the future patent expirations, more competition is expected to arrive, creating several uncontrollable risks for Novo Nordisk in the future.

The financial analysis shows strong profitability and value creation, although on a down going trend and with indicators that suggest growth and margins may become challenging to maintain in the future.

Based on the analysis, a budget period from 2026 to 2033 is established, as the most important patent expirations happen at the end of this period. The valuation is conducted using a DCF model with a Weighted average cost of capital of 4,59% and a terminal growth rate at 2,0%.

The valuation results in a theoretical share price of DKK 257,90 per share, compared to the actual market price of DKK 304,65 at the valuation date. That indicates that Novo Nordisk's share price was overvalued according to the assumptions applied in this assignment. The result is highly impacted by expectations for lower revenue and margins after the patent expirations.

Sensitivity analysis demonstrates that the valuation is highly dependent on assumptions regarding growth and discount rates. A relative valuation based on Eli Lilly's P/E multiple indicates that the market holds significantly more optimistic expectations for the sector than those reflected in the DCF model.

Overall, this assignment concludes that Novo Nordisk was overvalued at the time of the 2025 annual report announcement, although the results are subject to considerable uncertainty related to future growth, competition and market expectations.

# Indledning

Novo Nordisk er Danmarks største virksomhed målt på markedsværdi, samt en af Danmarks fem største virksomheder målt på ansatte. Virksomheden kan derfor have en stor effekt på landets økonomi og beskæftigelse. Den rammer ligeledes ned i en tidsmæssig trend, som er svær at ignorere - Danmarks og verdens udfordringer med fedme og overvægt, som er en tiltagende udfordring, der forventes at udvikle sig yderligere i negativ retning fremover (WHO, 2025).

Netop derfor er virksomheden meget omtalt, både nationalt og globalt. Aktiekursen har oplevet store udsving over de seneste par år. Kursen toppede i juni 2024 og er siden faldet med ca. 70%. Alligevel køber danskere aktien som aldrig før, da flere danskere end nogensinde før ejer aktien og har brugt faldet i aktien til at købe op, for eksempel i forbindelse med aflægning af virksomhedens regnskab for 2025. (Prakash, 2026) (Nordnet, 2026)

Det er derfor relevant at undersøge, hvorvidt virksomhedens fundament, altså tallene bag sel-skabet og forventningerne til fremtiden, kan understøtte aktiekursen ved aflæggelse af regnskab for 2025. Samtidigt kan det belyse, om det store fald siden juni 2024 afspejler fundamentale forhold, eller om det er en overreaktion af aktiemarkedet.

Opgavens formål er derfor at svare på, hvorvidt aktien var over- eller undervurderet i forbindelse med aflæggelse af regnskabet for 2025.

# Problemformulering

Var Novo Nordisks aktiekurs korrekt prissat på markedet den 3. februar i forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for 2025?

Underspørgsmål:

- Hvordan har Novo Nordisks historiske rentabilitet ændret sig, og hvordan er de finansielt rustet til fremtiden?
- Hvilke interne styrker og svagheder kendetegner Novo Nordisk, og hvilke eksterne muligheder og trusler kan påvirke virksomhedens fremtidige udvikling?
- Hvordan kan Novo Nordisks fremtidige kapitalomkostninger fastsættes?
- Hvad er den teoretisk beregnede aktiekurs for Novo Nordisk pr. den 3. februar 2026 ud fra en velbegrundet budgetteringsperiode?
- Hvilke budgetforudsætninger har størst indvirkning på den beregnede teoretiske aktiekurs, og hvordan kan ændringer i disse påvirke resultatet?

## Afgrænsning

Novos konkurrenter kan deles op i to kategorier - direkte konkurrenter som Eli Lilly, og så de konkurrenter, der producerer kopimedien. I denne opgave kigges der på og sammenlignes primært med Eli Lilly, da det vurderes som værende den mere sammenlignelige virksomhed. Der afgrænses derfor fra at kigge nærmere ned i de øvrige konkurrenter.

Det havde været relevant at undersøge, hvorvidt danske private investorer køber op i aktien på grund af selskabets fundament, eller om købene udelukkende er påvirket af følelser. Opgaven valgte dog i stedet at forholde sig til tallene, da det ikke vurderes, at begge dele kunne indeholdes i opgaven.

Opgaven tager udgangspunkt i aktiekursen pr. den 3. februar, hvorfor data udgivet herefter ikke er medtaget i opgaven. Novo har siden ændret deres forventninger til regnskabet 2026, som ikke er inkluderet i opgaven, da deres oprindelige forventninger er brugt.

En stor del af Novo Nordisks forretning er deres pipeline, altså kommende produkter. De nævnes i opgaven, men ikke dybdegående, da det vil blive for omfattende og ikke kunne indeholdes i opgavens omfang.

## Metode

Opgaven arbejder med deduktiv teori, hvor der først er formuleret en problemstilling og en række forudsætninger, som efterfølgende undersøges og analyseres ved hjælp af empiriske data og relevante analysemodeller. Deduktion er anvendt, da projekter tager udgangspunkt i etablerede teorier inden for regnskabsanalyse, strategi og værdiansættelse.

Der bruges flere strategiske analyser, både interne og eksterne, som laves ved at undersøge viden på internettet. Den interne del er fundet ved Novo Nordisk selv, mens den eksterne er fundet fra eksterne kilder. Modellerne anvendes med henblik på at identificere de væsentligste forhold, som forventes at påvirke Novo Nordisks fremtidige indtjeningssevne og risiko, hvilket danner grundlag for budgetteringen og værdiansættelsen. (Petersen, 2019)

Teorien bag DCF-beregningen er primært hentet fra bogen Finance for Executives, som også er brugt som kilde i opgaven, samt enkelte troværdige kilder fra internettet til uddybende viden. Projektet bakkes op af kvantitative data i form af regnskabsmateriale samt de relevante teknikker til at analysere disse data, som for eksempel de forskellige nøgletal i regnskabsanalysen.

Der bruges også kvalitative data i form af artikler, som kan underbygge især de eksterne forhold i opgaven. Der er både brugt Novos egne udmeldinger, herunder forventninger til fremtiden, men også artikler fra troværdige kilder, for eksempel om fremtiden inden for markedet. Den kvalitative data anvendes især i den strategiske analyse og budgetteringen til for eksempel at belyse konkurrencesituationen, vækstmuligheder og regulatoriske forhold inden for især fedmebehandling. Der er lagt vægt på at finde troværdige og aktuelle kilder.

# Regnskabsanalyse

Novo Nordisks regnskab for 2025 er aflagt med Deloitte som revisor, og de har givet en blank påtegning. Det betyder dermed, at regnskabet giver et retvisende billede og overholder de gældende regnskabsstandarder. Man kan derfor anse regnskabet og indholdet deri som værende troværdigt, og regnskabet kan således anvendes til analytiske formål.

Det betyder dog ikke, at der ikke kan være faktorer i regnskabet, som kan være påvirket af bias eller skøn. Ledelsen har en betydelig indflydelse på de skøn, som laves i regnskabet, herunder indregning af immaterielle aktiver og estimer vedrørende fremtidige pengestrømme. Dette er især tilfældet i en virksomhed som Novo, da der generelt er mange skøn i et regnskab inden for pharma-branchen. Dette kan både relateres til R&D (research and development), patenter og pipeline-værdi. Ledelsen har en vis interesse i at få regnskabet til at se så godt ud som muligt, da det vil forøge selskabets værdi på markedet.

Alt i alt vurderes det, at regnskabet har høj troværdighed, men der er ikke garanti for, at alle værdierne er 100% retvisende, da der stadig er ledelsesmæssige skøn og usikkerhed involveret.

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i Novo Nordisks aflagte regnskabsrapport for 2025 og vil tage udgangspunkt i de seneste fire regnskabsår, altså årene 2022-2025. (Novo Nordisk, 2023) (Nordisk, Novo Nordisk - Annual Rapport, 2025)

## Reformulering af balance og resultatopgørelse til analyseformål

Selvom regnskabet er aflagt uden påtegning fra revisoren, og dermed lever op til IRS kravene, så er regnskabet ikke nødvendigvis egnet til analyseformål, da drift og finansiering bliver blandet sammen.

For at analysere regnskabet nærmere, laves der dermed et managerial balance sheet, som opdeler aktiverne og passiverne i invested capital og capital employed. Det er afgørende for, at der kan skelnes mellem driftsaktiviteter, altså hvad der skaber indtjeningen, og finansieringen.

Managerial balance sheet:

DKKm	2022	2023	2024	2025
Likvider	12.653	14.392	15.655	26.464
WCR	46.354	62.555	76.374	76.068
Anlægsaktiver	133.063	174.840	303.842	370.449
-Hensættelser	-81.938	-117.289	-148.695	-147.115
<b>Invested Capital</b>	<b>110.132</b>	<b>134.498</b>	<b>247.176</b>	<b>325.866</b>
Kortfristet rentebærende gæld	1.466	6.478	13.113	12.017
Langfristet rentebærende gæld	25.180	21.459	90.577	119.802
EK	83.486	106.561	143.486	194.047
<b>Capital employed</b>	<b>110.132</b>	<b>134.498</b>	<b>247.176</b>	<b>325.866</b>

Man vil i nogle tilfælde medregne likvider i WCR, da de kan bruges som en del af driften. Novo har dog i hele perioden haft en væsentlig og stigende likvid buffer, hvorfor det må antages, at denne gemmes til for eksempel opkøb eller uforudsete udgifter. Den er derfor ikke med i WCR, men fortsat en del af den investerede kapital. Alternativt kunne den være delt op i driftslikviditet, et slags minimum der skal til for altid at kunne holde driften kørende, og en overskydende likviditet.

Det kan ligeledes diskuteres, om sales deductions and product returns skal være med i WCR. Sales deductions har stor betydning for Novo Nordisks regnskab, men kan være svært at have med i denne betragtning, der er tale om en stor kortfristet gældsforpligtelse, som delvist er ledelsesmæssigt skøn, og det er svært at identificere, hvor stor en grad der er rabatter, og hvad der er returnering af produkter.

I ovenstående model er den ikke med i WCR, men er i stedet under hensættelser. Dette er den, da den ikke vedrører løbende driftsbinding i vare- og tilgodehavender, men er fremtidige tilbagebetalinger fra den allerede indregnede omsætning.

Endelig kunne man have valgt at tage ikke rentebærende gæld med i capital employed. Dog er den i denne model flyttet til hensættelser og dermed trukket fra invested capital.

Resultatopgørelse til analyseformål:

DKKm	2022	2023	2024	2025
Omsætning	176.954	232.261	290.403	309.064
COGS	28.490	35.768	44.432	58.722
-COGS i % af oms.	16%	15%	15%	19%
Salg og admin omk	66.293	84.506	98.525	100.702
-Salg&adm i % af oms.	37%	36%	34%	33%
EBITDA	82.171	111.987	147.446	149.640
Afskr.	7.362	9.413	19.107	21.982
EBIT	74.809	102.574	128.339	127.658
Renter	-5.747	2.100	-1.148	2.882
EBT	69.062	104.674	127.191	130.540
Skat	13.536	21.040	26.201	28.066
<b>Resultat efter skat</b>	<b>55.525</b>	<b>83.683</b>	<b>100.988</b>	<b>102.434</b>

R&D omkostningerne kunne have været inkluderet i salgs- og administrationsomkostningerne, men er ikke gjort det i denne model, da R&D er en langsigtet og strategisk investering for Novo Nordisk, som adskiller sig fra de øvrige driftsomkostninger.

## Nøgletalsanalyse

### Profitabilitet

Profitabilitetsnøgletal:	baseret på gns.			
	2022	2023	2024	2025
ROE	62,5%	88,1%	80,8%	60,7%
ROIC/ROCE	68,6%	83,9%	67,3%	44,6%
-EBIT%	42,3%	44,2%	44,2%	41,3%
-Capital turnover		1,90	1,52	1,08
Financial leverage multiplier		1,31	1,51	1,74
-Financial cost ratio	0,92	1,02	0,99	1,02
-Financial structure ratio		1,29	1,53	1,70
Tax effect ratio	0,80	0,80	0,79	0,78

Det er kontrolleret, at  $ROIC \cdot \text{financial leverage multiplier} \cdot \text{tax effect ratio} = ROE$ .

Novo har i 2023 og 2024 været ekstraordinære gode til at forrente deres egenkapital, med en **ROE** på henholdsvis 88,1% og 80,8%. I 2025 falder ROE med cirka 25% og 20 procentpoint til 60,7%, hvilket fortsat er en stærk ROE. Den er cirka på samme niveau som 2022, hvilket kan vidne om, at 2023 og 2024 kan have været ekstraordinære regnskabsår i Novos historie.

Ovenstående skyldes en væsentlig omsætningsvækst i disse to år på henholdsvis 31,3% og 25%, mens den i 2025 er på 6,4%. Marginerne var sammenlignelige, hvilket giver højere resultater efter skat i disse år. Der fandt ikke tilsvarende stigning i egenkapitalen i 2023 og 2024, omend den steg pænt til 2025, hvilket den faldende ROE også indikerer. Omsætningsvæksten stammer primært fra øgning i salget af væggtabsmedicin - herunder Wegovy, som gik fra mDKK 6.188 i 2022 til mDKK 79.106 i 2025.

Novos **ROCE** toppede ligeledes i 2023 på 83,9%, mens den i 2025 er faldet til 44,6%. De er altså blevet dårligere til at skabe afkast på den kapital, der er bundet i driften, i denne periode. Dette er ikke nødvendigvis udelukkende negativt og skyldes i Novos tilfælde blandt andet, at man har investeret meget i store produktionsfaciliteter i USA og Danmark, samt generelt investeret i udviklingen af produkter. Dette kommer til udtryk i henholdsvis bygninger og immaterielle aktiver, hvor bygninger er steget fra mDKK 90.961 i 2023 til mDKK 208.378 i 2025, mens immaterielle aktiver er steget fra mDKK 60.406 til mDKK 110.208 i samme periode. Immaterielle aktiver må antages at være R&D for en virksomhed som Novo.

Det har ikke givet et direkte resultat på bundlinjen, hvilket den faldende ROCE indikerer, men kan også være strategiske investeringer i fremtiden, som er mere langsigtet.

**Capital turnover** fortæller den samme historie, nemlig at omsætningen ikke er steget lige så meget som den arbejdende kapital. Fra næsten at være det dobbelte i 2023, er den nu tæt på 1. Den faldende capital turnover er også den primære årsag til, at ROCE er faldende.

Novo har en stort set uændret **financial cost ratio** og en stigende **financial structure ratio**. Dette vil sige, at de har øget deres finansielle gearing, men uden at prisen på deres finansiering stiger. Dette indikerer, at låneudbydere ikke ser en øget risiko i virksomhedens tilbagebetalingsevne.

Den stigende gearing hænger også sammen med de øvrige nøgletal, da det siger noget om, at Novo har investeret i fremtidig vækst. Og hvor Novo tidligere har haft en stor andel af deres arbejdende kapital finansieret af egenkapitalen, så har de nu en stigende andel af den arbejdende kapital, som stammer fra gæld.

Finansiering

Finansiering

Finansiering:	2022	2023	2024	2025
NLF	-24.397	-46.820	-69.779	-56.600
NSF	-11.187	-7.914	-2.542	-14.447
Liquidity ratio	-0,53	-0,75	-0,91	-0,74
SGR		50%	47%	35%

En negativ **NLF** indikerer, at Novos anlægsaktiver ikke udelukkende er finansieret af egenkapital og langfristet rentebærende gæld, hvilket isoleret set kan være en finansiell risiko.

Dog skal det også tages med i betragtningen, at en stor del af Novos anlægsaktiver er immaterielle, og hvis man trak dem ud af NLF-beregningen, så ville NLF blive positiv. Dette vil sige, at Novos primære anlægsaktiv, bygninger og produktionsfaciliteter, som udgangspunkt er finansieret med egenkapital og langfristet bærende gæld.

**NSF** er ligeledes negativ og betyder, at Novos likvide beholdning overstiger den kortfristede rentebærende gæld. Grunden til dette er, at Novos kortfristede rentebærende gæld er meget begrænset. **Liquidity ratio** er også negativ, hvilket stammer fra den negative NFL og betyder, at der ikke er et match mellem NLF og WCR, altså driften og finansieringen. Det skal dog bemærkes, at den beregnede WCR er snæver og ikke inkluderer væsentlige driftsrelaterede forpligtelser som sales deductions og øvrige hensættelser.

Den primære årsag bag ovenstående, som ikke giver os et retvisende billede af, hvordan Novos fordeling mellem langfristet og kortfristet gæld i forhold til deres anlægsaktiver og drift, er de store hensættelser i Novo regnskab. De kan primært henføres til kategorien sales deductions og product returns.

Samlet set kan det derfor konkluderes, at en stor del af Novos drift finansieres gennem ikke-rentebærende gældsforpligtelser, herunder primært sales deductions og product returns. Deres finansielle risiko er således lav, og det giver et effektivt afkast af kapitalen, hvilket også afspejles af den høje ROIC. Det giver dog en anden form for usikkerhed, da det i høj grad er påvirket af ledelsesmæssige skøn og kan blive påvirket af eksterne forhold som regulering og konkurrence. Det er en bevidst forretningsmodel, som giver lavere finansieringsomkostninger og giver en form for gratis driftsfinansiering. Det er et tegn på finansiell sundhed, men det giver nogle risici andre steder i forretningsmodellen.

**SGR** viser, at Novo kan vækste væsentligt med den nuværende kapitalstruktur, hvilket giver mening i lyset af deres begrænsede eksterne finansiering i forhold til driften. De er meget selvfinansierende, som i høj grad stammer fra tidligere omtalte sales deductions and product returns. Der er dog en faldende tendens til 2025, hvilket stammer fra den faldende ROE. De kan altså stadig vækste fremadrettet med den nuværende kapitalstruktur, forudsat at de kan fortsætte med de store hensættelser, men ikke lige så meget som tidligere.

## Cash flow

<b>Cash flow</b>			
mDKK	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Fra drift	108.908	120.968	119.102
Capex	-43.892	-128.895	-79.158
Finansiering	-63.158	8.735	-28.408
<b>Frit cash flow:</b>	<b>1.858</b>	<b>808</b>	<b>11.536</b>

Novo formår gennem disse tre år at balancere udviklingen i deres likviditet tæt omkring 0, hvilket kan være en bevidst strategi. Der har været store capex-investeringer i 2024 og 2025, men tilsvarende likviditet er kommet fra driften og/eller finansieringen. Capex-investeringerne består primært af bygninger og produktionsfaciliteter samt køb af immaterielle aktiver, sandsynligvis køb af goodwill ved overtagelse af andre selskaber. Under finansiering ligger primært udbetaling af udbytte og gældsafvikling, samt optagelse af gæld for at balancere.

Det giver Novo en stabil likvid buffer, som kan regulere noget af den risiko, der ligger i de tidligere nævnte store hensættelser.

## Benchmarkanalyse

I bilag 1 ses nøgletallene fra Eli Lilly, Novos største konkurrent og derfor den oplagte virksomhed at analysere forskellene og lighederne med. (Eli Lilly , 2024 ) (Eli Lilly , 2026 )

Analysen af Eli Lilly's nøgletal viser en klar forskel i måden, de to selskaber er drevet og finansieret på.

Eli har en højere **ROE** i 2024 og 2025, hvilket er en kombination for større vækst end Novo på resultatet, men også at egenkapitalen ikke følger med. Dog er egenkapitalen steget væsentligt fra 2024 til 2025. Eli har cirka fordoblet deres resultater fra 2023 til 2024 og igen fra 2024 til

2025. Dette har de gjort med en væsentlig stigning i omsætningen uden tilsvarende stigning i vareforbrug samt salgs- og administrationsomkostninger.

**ROIC** er stort set på samme niveau for de to selskaber i 2025, men der er stor forskel på tendensen. Hvor Novo har en faldende tendens, så har Eli en stigende tendens og er altså blevet bedre til at skabe resultater ud af den arbejdende kapital.

Den store forskel mellem de to selskaber er i den finansielle struktur, hvor Eli har en højere **financial structure ratio**, som dog falder fra 2024 til 2025 og i 2025 er tilbage på samme niveau som i 2023. Eli benytter altså en højere grad af gearing end Novo gør, som forsøger at vækste med en høj grad af deres egenkapital. Ligesom Novo, så har Eli også begrænset kortfristet rentebærende gæld og benytter sig ligeledes af sales deductions og product returns som en slags gratis driftsfinansiering. Forskellen opstår i, at Eli har en væsentlig større andel af langfristet rentebærende gæld. Forskellen kommer også til udtryk i Eli's **NLF**, som i 2025 er blevet positiv, hvilket betyder, at Eli's egenkapital og langfristet gæld overstiger deres anlægsaktiver. Her var Novos negativ i alle årene, hvilket reelt betyder, at deres anlægsaktiver til dels bliver finansieret af nogle kortfristede forpligtelser.

Der er altså en væsentlig forskel i måden, hvorpå de to selskaber er finansierede. Novo er i højere grad afhængige af de kortfristede hensættelser i form af sales deductions og product returns, også til at finansiere deres anlægsaktiver. Her har Eli en anden balance, hvor de også benytter dette som en slags gratis driftsfinansiering, mens deres anlægsaktiver er finansieret af egenkapital og langfristet gæld.

Endvidere har Eli en mere positiv tendens i deres profitabilitets nøgletal, hvor de er blevet bedre og bedre til at skabe et afkast af deres egenkapital og arbejdende kapital, hvilket er det omvendte tilfælde for Novo Nordisk pr. 2025.

## Vækstanalyse

For at kunne fastsætte Novos fremtidige vækst i budgetteringen senere, så vil der blive lavet en kort analyse af deres vækst for de seneste fire regnskabsår.

mDKK	2022	2023	2024	2025
<b>GLP-1</b>				
Omsætning	83.371	123.132	149.125	152.202
%	55,6%	47,7%	21,1%	2,1%
<b>Insulin</b>				
Omsætning	52.952	48.022	55.373	53.137
%	-5,5%	-9,3%	15,3%	-4,0%
<b>Obesity</b>				
Omsætning	16.864	41.632	65.146	82.347
%	100,8%	146,9%	56,5%	26,4%
<b>Rare disease</b>				
Omsætning	20.542	17.163	18.639	19.608
%	7,0%	-16,4%	8,6%	5,2%
<b>I alt</b>				
Omsætning	176.954	229.949	288.283	307.294
%	25,7%	31,3%	25,0%	6,4%

Ovenstående viser en klar tendens i Novos udvikling, som primært henføres til obesity-delen af deres forretning, herunder især Wegovy. I de tidligere år har det også været væksten af GLP-1 produkterne, der har drevet udviklingen sammen med obesity, mens insulin og rare disease har haft en begrænset udvikling igennem årene.

Dog kan det også ses på tallene, at væksten er aftagende i de to produktklasser, som har været stærke i årene 2022-2024. Grunden til dette er en blanding af, at man ikke har kunnet producere nok produkter til at imødekomme efterspørgslen, hvilket også kan ses på de store capex-investeringer i 2024 og 2025, samt øget konkurrence fra primært Eli Lilly.

Med regnskabsaflægningen for 2025 annoncerede Novo, at de forventer et fald i omsætning og indtjening på 5-13%. Forventningen skyldes flere forskellige faktorer, 1) udløb på patenter i flere vigtige markeder, 2) øget prispress fra især USA og 3) øget konkurrence. Dette er på trods af, at selve markedet for lægemidlerne forventes at vokse.

## Konklusion på regnskabsanalyse

Overordnet set ser Novo Nordisks finansielle sundhed rigtig god ud. Der er en god buffer på kapitalforholdene i form af en god soliditetsgrad og gode profitabilitets nøgletal. Tendensen er dog nedadgående, og den kan indikere, at Novo ikke længere kan skabe det samme afkast af deres nye investeringer i for eksempel produktionsfaciliteter.

De kommer dog også fra nogle år i 2023 og 2024, som historisk set har været ekstraordinære med både stigende omsætning og marginer, hvilket har skyldtes udviklingen af vægttab medicin. Det kan derfor være, at de blot er på vej til en mere normal vækst. Der er stadig tale om rigtig stærke økonomiske nøgletal, hvis der sammenlignes med andre brancher.

Novos helt store styrke, som også kan være en risiko, er deres adgang til driftsfinansiering ved hjælp af sales deductions and product returns. Det betyder, at de har en begrænset finansiering, hvilket nedbringer deres finansielle risiko. De har dog øget deres finansiering som resultat af de store investeringer i året 2025.

Deres store afhængighed af disse hensættelser gør dog også, at de kan blive påvirket af politiske beslutninger i USA, hvor disse hensættelser primært stammer fra.

Hvis der sammenlignes med deres store konkurrent, Eli Lilly, så er det tydeligt, at Novo historisk har haft en væsentlig større forretning, men at Eli Lilly er ved at indhente dem med en væsentlig større vækst. Den anden store forskel ligger i, at Eli Lilly i højere grad har brugt ekstern finansiering til at vækste, mens Novo primært har brugt egenkapital og hensættelser.

Konklusionen er, at Novo Nordisk har leveret nogle rigtig flotte regnskaber med gode nøgletal. Dog er der nogle risikofaktorer for fremtiden, som består af faldende tendenser og en stor afhængighed af sales deductions and product returns.

# Strategisk analyse

## Virksomhedsbeskrivelse

Novo Nordisk er en global medicinalvirksomhed med hovedsæde i Bagsværd, Danmark. Virksomheden blev etableret i 1923 og har gennem en årrække opbygget en stærk position som en af verdens førende aktører inden for behandling af kroniske sygdomme, diabetes, sjældne blodsygdomme, endokrine sygdomme og vægttab medicin.

Novo Nordisk er en børsnoteret virksomhed på Nasdaq Copenhagen og New York Stock Exchange og er en af de mest værdifulde virksomheder i Europa målt på markedsværdi. Novo Nordisk beskæftiger mere end 77.000 medarbejdere på deres 80 kontorer, 16 produktionsanlæg og 10 forsknings- og udviklingscentre rundt om i verden. Novo Nordisk opererer på over 170 markeder globalt, hvilket understreger virksomhedens betydelige internationale tilstedeværelse. (Nordisk, Novo Nordisk Hvem er vi, 2026)

### 1923 - 1985: Fundament og konkurrence

Novo Nordisk har sine rødder i etableringen af Nordisk Insulinlaboratorium i 1923, som udsprang af den banebrydende opdagelse af insulin. Allerede i 1925 blev Novo Terapeutisk Laboratorium grundlagt som konkurrent, hvilket markerede begyndelsen på en langvarig rivalisering, der kom til at præge industrien i årtier.

I 1930'erne og 1940'erne fokuserede begge virksomheder på at forbedre insulinbehandlinger, herunder udviklingen af langtidsvirkende insulin, hvilket var afgørende for behandlingskvaliteten. Et væsentligt teknologisk gennembrud kom i 1985 med lanceringen af NovoPen, som gjorde insulinadministration mere brugervenlig og forbedrede patienternes livskvalitet markant.

### 1989–2000: Konsolidering og globalisering

I 1989 fusionerede Novo og Nordisk og dannede Novo Nordisk, hvilket skabte en global leder inden for diabetesbehandling. I samme periode investerede virksomheden i sin internationale ekspansion med indtræden på det amerikanske marked, som i dag er det vigtigste marked.

I begyndelsen af 1990'erne gennemførte Novo Nordisk en strategisk fokusering ved at udskille ikke-kerneaktiviteter som engineering og IT. Dette styrkede fokus på lægemiddeludvikling. I 2000 blev enzymforretningen frasolgt og videreført i Novozymes, hvilket yderligere skærpede virksomhedens fokus på farmaceutiske kerneområder.

#### 2000–2016: Bioteknologisk innovation og pipeline-opbygning

I denne periode fokuserede Novo Nordisk på udviklingen af moderne insolin og bioteknologiske løsninger. Virksomheden opbyggede samtidig en stærk forsknings- og udvikling inden for diabetes og andre kroniske sygdomme.

Strategiske partnerskaber og opkøb – herunder Ziylo – blev anvendt til at styrke den teknologiske platform og sikre langsigtet innovation. Denne periode lagde fundamentet for senere gennembrud inden for nye behandlingsformer.

#### 2017–2021: Gennembrud med GLP-1 og vægttab medicin

Lanceringen af Ozempic i 2017 markerede et vigtigt gennembrud inden for behandling af type 2-diabetes. I 2019 fulgte en oral version af semaglutid, hvilket var en væsentlig innovation, da det gjorde behandlingen mere tilgængelig for patienter.

Det største gennembrud kom i 2021 med lanceringen af Wegovy til behandling af fedme. Dette medførte at Novo Nordisk gik fra primært at være en diabetes virksomhed til også at være en central aktør inden for vægttab medicin.

#### 2022–2026: Skalering, konkurrence og næste generation pipeline

I denne periode oplever Novo Nordisk massiv global efterspørgsel på GLP-1-baserede produkter, hvilket har ført til betydelig vækst. Samtidig arbejder virksomheden på at skalere produktionen og udvikle nye behandlingsformer, herunder orale versioner og forbedrede doseringer.

Pipeline-udvidelsen omfatter næste generations fedmemedicin som Amycretin og CagriSema, der forventes at kunne forbedre behandlingseffekten yderligere.

Samtidig er konkurrencen intensiveret markant – særligt fra Eli Lilly, som med egne innovative produkter udfordrer Novo Nordisks markedsposition og øger presset på innovation tempoet.

(Nordisk, Novo Nordisk - Our history, 2026)

## Forretningsområder og produktportefølje

Novo Nordisks aktiviteter er koncentreret omkring forskning, videreudvikling og produktion af biofarmaceutiske produkter. Kerneforretningen er behandling af diabetes, hvor virksomheden har en globalt markedsledende position, især inden for insulin og GLP-1-baserede lægemidler, som reducerer blodsukkerniveauet og appetitten.

Produktporteføljen omfatter blandt andet præparater som Ozempic og Wegovy, der begge er baseret på semaglutid og anvendes til henholdsvis behandling af type 2-diabetes og fedme. Disse produkter har i de senere år været centrale faktorer for virksomhedens vækst.

Ud over diabetes opererer Novo Nordisk inden for terapeutiske områder som fedme, hæmofili og væksthormonbehandling, hvilket bidrager til en vis diversificering af indtægtsgrundlaget, dog med en fortsat høj afhængighed af diabetes segmentet.

## Værdikæde og forretningsmodel

Novo Nordisks forretningsmodel er karakteriseret ved en stærk vertikal integration, hvor virksomheden selv varetager hovedparten af værdikæden fra forskning og udvikling til produktion og distribution. Dette muliggør en høj grad af kvalitetskontrol samt beskyttelse af immaterielle rettigheder.

Et centralt element i forretningsmodellen er betydelige investeringer i forskning og udvikling (R&D), hvilket er nødvendigt i medicinalindustrien, hvor produktudvikling er både kapital- og tidskrævende samt forbundet med høj usikkerhed. Indtjeningen er i høj grad baseret på patenterede produkter, hvilket indebærer, at indtægtsstrømme er afhængige af produktlivscykluser og patentbeskyttelse.

## Markedsforhold

Novo Nordisks største marked er USA, som udgør en væsentlig andel af den samlede omsætning. Markedet er karakteriseret ved høje priser, men også regulatoriske krav og pres fra sundhedsmyndigheder og forsikringselskaber.

Efterspørgslen efter virksomhedens produkter er strukturelt stigende, drevet af en global stigning i forekomsten af kroniske sygdomme såsom diabetes og fedme. Samtidig er markedet præget af intens konkurrence fra andre globale medicinalvirksomheder samt øget fokus på prisregulering.

### Regulering og risikoforhold

Som medicinalvirksomhed opererer Novo Nordisk under omfattende regulatoriske krav fra myndigheder såsom EMA (European Medicines Agency) og FDA (Food and Drug Administration). Godkendelse af nye lægemidler er en kompleks og langvarig proces, hvilket stiller store krav til dokumentation og klinisk evidens.

Derudover er virksomheden eksponeret over for risici relateret til patentudløb, produktansvar, prisregulering samt afhængighed af enkelte blockbuster-produkter.

### Bæredygtighed og virksomhedsansvar

Novo Nordisk arbejder ud fra en integreret tilgang til bæredygtighed, hvor økonomiske, sociale og miljømæssige hensyn indgår i virksomhedens beslutningsprocesser. Dette kommer blandt andet til udtryk gennem fokus på adgang til medicin i lavindkomstlande samt reduktion af CO<sub>2</sub>-udledning i produktionen.

(Nordisk, Novo Nordisk - Vores forretning, 2026)

(Nordisk, Novo Nordisk - Our medicines, 2026)

(Nordisk, Novo Nordisk - Pen and neddels , 2026)

## Værdikædeanalyse af Novo Nordisk

Denne værdikædeanalyse tager udgangspunkt i Michael Porter's teoretiske ramme og har til formål at identificere, hvor Novo Nordisk skaber værdi gennem sine primære produkter. Ligeledes giver det et indblik i forståelsen af virksomhedens konkurrencemæssige position.

## Indgående logistik

Indgående logistik i Novo Nordisks værdikæde adskiller sig væsentligt fra klassiske produktionsvirksomheder, idet den primært er knyttet til håndtering af biologiske inputfaktorer og højteknologisk udstyr. Aktiviteten omfatter sourcing, kvalitetssikring, opbevaring og intern distribution af materialer, der anvendes i produktionen af lægemidler, herunder de aktive semaglutid, der ligger til grund for Ozempic og Wegovy.

En central faktor for Novo Nordisks indgående logistik i den farmaceutiske industri er de ekstremt høje krav til kvalitet, dokumentation og sporbarhed. Novo Nordisk opererer under strenge sundhedsmæssige faktorer, herunder Good Manufacturing Practice (GMP), hvilket betyder, at alle inputfaktorer skal kunne spores fuldstændigt gennem hele produktionen. Dette reducerer fleksibiliteten i leverandørvalget, men sikrer samtidig en meget høj produktkvalitet og patientsikkerhed som er en nødvendighed. For Novo Nordisk er det derfor væsentligt en del af værdiskabelsen i at sikre stabile og pålidelige leverancer af komplekse biologiske materialer. Novo Nordisk har fokuseret på at arbejde tæt med specialiserede leverandører, som kan dokumentere den nødvendige dokumentation.

Overordnet set vurderes det, at indgående logistik spiller en vigtig rolle internt for Novo Nordisk værdikæde, men at det ikke er den primære faktor, der skaber værdi for kunderne. Indgående logistik bidrager ikke direkte til virksomhedens differentiering i markedet, men er afgørende for at sikre kvalitet, compliance og forsyningsikkerhed, hvilket i sidste ende er en forudsætning for, at Novo Nordisk kan producere deres produkter.

(Nordisk, Novo Nordisk - Annual Rapport, 2025)

## Produktionen

Produktionen i Novo Nordisks værdikæde udgør en central, men samtidig særlig kilde til værdiskabelse, der adskiller sig fra klassisk fremstillingsindustri. I en medicinalvirksomhed som Novo Nordisk benyttes der rigtigt meget vidensudvikling til at udvikle nye eller mere effektive produkter.

Selve produktionen hos Novo Nordisk er kendetegnet ved en høj grad af specialisering, idet fremstillingen af biologiske lægemidler involverer komplekse bioteknologiske processer. Disse processer er langt mere følsomme end traditionel kemisk produktion og kræver præcis kontrol af temperatur, tryk og biologiske parametre. Selv mindre variationer kan påvirke produktets kvalitet og dermed dets sikkerhed og effekt, hvilket stiller ekstraordinære krav til processtyring og kvalitetssikring. En væsentlig dimension af værdiskabelsen i produktionen er virksomhedens evne til at opskalere produktionen hurtigt og effektivt. Den globale efterspørgsel efter Ozempic og Wegovy har gjort produktionskapacitet til en afgørende konkurrencefaktor. I denne sammenhæng har Novo Nordisk foretaget betydelige investeringer i udvidelse af produktionsfaciliteter og optimering af deres processer.

Et andet centralt aspekt er kvalitetsstyring og regulatorisk compliance. Produktionen i den farmaceutiske industri er underlagt omfattende kontrol fra myndighederne og enhver afvigelse kan føre til produktionsstop og tilbagekaldelser. Novo Nordisk har derfor opbygget robuste kvalitetsstyringssystemer, der sikrer overholdelse af internationale standarder.

Derudover spiller produktionsrelaterede innovationer en vigtig rolle. Selvom den primære innovation finder sted i forskningsfasen, kan løbende forbedringer i nuværende produkter og produktionsprocesser føre til lavere enhedsomkostninger, højere kapacitet og bedre produktkvalitet. Dette er særligt relevant i takt med, at konkurrencen intensiveres, og prispressen fra sundhedssystemer øges. Effektiv produktion kan dermed være afgørende for at opretholde profitabilitet på lang sigt.

(Nordisk, Novo Nordisk - Who we are, 2026)

## Udgående logistik

Udgående logistik i Novo Nordisks værdikæde udgør en væsentlig aktivitet for Novo Nordisk. Det er nemlig her, hvor de forbinder virksomhedens produktion med det færdige produkt ude hos kunderne.

Under processen fra produktionen til produktet er hos kunderne det vigtigt at deres udgående logistik er i orden, da myndighederne stiller store krav til kvalitet, sporbarhed og temperaturkontrol spiller en afgørende rolle. Dette gælder i særlig grad for biologiske lægemidler som

Ozempic og Wegovy, hvor produktets integritet er afhængig af præcise opbevarings- og transportforhold. For netop de produkter er det ekstremt vigtigt, at de opbevares og transporteres indenfor bestemte temperaturintervaller for at bevare deres effekt og sikkerhed.

For Novo Nordisk indebærer dette investeringer i avancerede logistiksystemer, overvågnings-teknologier og samarbejde med specialiserede distributionspartnere. Enhver afvigelse i temperatur eller håndtering kan føre til tab af omsætning og i værste fald sundhedsrisici, hvilket er med til at understrege vigtigheden af, at udføre logistik i orden.

Derudover spiller emballage og produktdesign en rolle i udgående logistik. Novo Nordisks produkter leveres ofte i brugervenlige brugerhåndtering, hvilket ikke alene forbedrer patientoplevelsen, men også stiller specifikke krav til pakning, håndtering og transport.

Ligesom ved indgående logistik spiller udgående logistik en meget vigtig indirekte rolle for Novo Nordisk. Udgående logistik skaber ikke i sig selv den primære værdi, men er afgørende for at sikre, at virksomhedens produkter når frem til patienter under de rette betingelser. Dermed spiller udgående logistik en central rolle i værdikæden internt.

## Marketing og salg

Et centralt element i Novo Nordisks marketing- og salgsaktiviteter er den videnskabelige kommunikation omkring produkter som Ozempic og Wegovy. Disse produkter markedsføres ikke direkte til patienter gennem klassisk reklame som i de fleste markeder, men gennem medicinske konferencer, studier og samarbejde med sundhedsprofessionelle. Her er fokus på at dokumentere lægemidlernes effekt på blodsukkerkontrol, vægttab og reduktion af kardiovaskulære risici. Denne form for "evidence-based marketing" betyder, at forskning og marketing i praksis smelter sammen, hvilket er en væsentlig kilde til Novo Nordisks konkurrencemæssige styrke.

Salg i farmaceutisk kontekst er tæt knyttet til institutionelle beslutningsprocesser. Det er typisk de nationale sundhedssystemer, hospitaler og forsikringsorganisationer, der afgør, om et lægemiddel får adgang til markedet. For Novo Nordisk betyder det, at salgsarbejdet i høj grad består i at forhandle pris. Dette er særligt relevant for GLP-1-behandlinger, hvor høj efterspørgsel efter Ozempic og Wegovy har skabt politisk og økonomisk fokus på omkostningsniveauer i sundhedssystemerne.

En væsentlig del af værdiskabelsen i marketing og salg ligger derfor i virksomhedens evne til at demonstrere sundhedsøkonomiske gevinster. Det handler ikke kun om klinisk effekt, men også om at vise, hvordan behandling kan reducere langsigtede omkostninger for sundhedssystemet, eksempelvis gennem færre komplikationer relateret til diabetes og fedme.

Samlet set fungerer marketing og salg i Novo Nordisks værdikæde som en kritisk bro mellem klinisk innovation og faktisk markedsadgang. Aktiviteten skaber ikke primært værdi gennem branding, men gennem dokumentation og adgang til sundhedssystemer. (Nordisk, Novo Nordisk - Aktuelt og medier , 2026)

### Service efter salg

For lægemidler som Ozempic og Wegovy er service efter salg især fokuseret på at sikre korrekt brug af behandlingen. Disse produkter bruges via injektion, hvilket kræver, at patienter og sundhedspersonale forstår dosering og håndtering. Novo Nordisk understøtter dette gennem omfattende materiale, træningsprogrammer og digitale løsninger, der hjælper med korrekt anvendelse. Denne form for support er afgørende, fordi forkert brug kan reducere behandlingens effekt og i værste fald føre til bivirkninger, hvilket både påvirker patientens helbred og virksomhedens omdømme. (Nordisk, Novo Nordisk - Instructions for use, 2026)

### Virksomhedens infrastruktur

Virksomhedens infrastruktur udgør det overordnede styrings- og ledelsessystem, der binder hele værdikæden sammen. Hos Novo Nordisk omfatter dette strategisk ledelse, finansiel styring, juridiske funktioner, compliance samt governance-strukturer. Denne aktivitet er afgørende for at sikre, at virksomhedens langsigtede forsknings- og innovationsstrategi kan realiseres effektivt og i overensstemmelse med regulatoriske krav.

En central del af infrastrukturen er virksomhedens stærke fokus på langsigtet strategi og bæredygtighed. Novo Nordisk arbejder med en model, hvor reinvestering i forskning prioriteres højt, hvilket understøtter kontinuerlig udvikling af nye behandlinger. Dette er særligt vigtigt i en industri, hvor produktlivscyklusser er lange, og hvor innovation er den primære vækstmotor.

## Menneskelige ressourcer

Novo Nordisk menneskelige ressourcer spiller en afgørende rolle i Novo Nordisks værdikæde, da virksomhedens konkurrenceevne i høj grad afhænger af højt specialiserede medarbejdere. Forskning, klinisk udvikling, produktion og regulatorisk arbejde kræver medarbejdere med avanceret viden, medicinsk og teknisk viden. Derfor er evnen til at tiltrække, udvikle og fastholde talent en strategisk vigtig faktor.

Novo Nordisk arbejder aktivt med en forsknings- og innovationskultur, hvor langsigtet vidensopbygning prioriteres højt. Dette understøttes gennem interne udviklingsprogrammer, samarbejde med universiteter og internationale forskningsmiljøer samt en stærk organisatorisk identitet baseret på formålet om at bekæmpe kroniske sygdomme. (Nordisk, Novo Nordisk - Working at Novo Nordisk, 2026)

## Produkt og teknologiudvikling

Novo Nordisk produkter og teknologiudvikling spiller en betydelig faktor, da der i medicinalbranchen tit sker udviklinger. Set tilbage i tid har dette gjort sig gældende, da Novo Nordisk lancerede Ozempic og Wegovy efter mange års forskning.

Novo Nordisk investerer også massivt indenfor for diabetes, fedme og relaterede sygdomme. De har været med til at identificere og udvikle molekyler, der senere er blevet til Semaglutid, som er et "produkt" som Novo Nordisk har fundet ud af har højt klinisk effekt og stort potentiale. Semaglutid er et aktivt stof, der bliver anvendt til flere Novo Nordisk produkter.

(Videnskab, 2023) (Læger, 2019)

## Indkøb / Forsyninger

Indkøbsfunktionen i Novo Nordisk er en strategisk støtteaktivitet, der sikrer adgang til kritiske materialer, teknologi og services, som er nødvendige for både forskning, produktion og distribution. I og med at de opererer i medicinalbranchen, er Novo Nordisk nødsaget til at få specialiserede leverandører til biologiske råmaterialer, farmaceutiske komponenter og avanceret produktionsudstyr.

## Konklusion af værdikæden

Samlet set viser værdikædeanalysen, at Novo Nordisks konkurrenceevne i høj grad er drevet af deres evne til at kombinere avanceret forskning, kompleks produktion og stærk regulatorisk håndtering. De primære aktiviteter er i vid udstrækning præget af høje krav til kvalitet, dokumentation og compliance, hvilket reducerer fleksibiliteten, men samtidig sikrer en stabil og sikker værdiskabelse.

Indgående og udgående logistik spiller en vigtig, men primært understøttende rolle, hvor fokus er på at sikre forsyningssikkerhed, sporbarhed og korrekt håndtering af biologiske produkter. Disse aktiviteter bidrager ikke direkte til differentiering, men er nødvendige for at opretholde produktkvaliteten og overholde kravene fra myndighederne.

Produktionen fremstår som en central værdiskabende aktivitet, hvor Novo Nordisks styrke ligger i håndtering af komplekse bioteknologiske processer samt evnen til at opskalere kapaciteten i takt med stigende efterspørgsel. Effektiv produktion og løbende procesinnovation er afgørende for både konkurrenceevne.

Marketing og salg adskiller sig fra traditionelle industrier ved at være baseret på videnskabelig dokumentation og adgang til sundhedssystemer frem for klassisk branding. Her skabes værdi gennem evidens, sundhedsøkonomisk argumentation og evnen til at opnå markedsadgang.

Service efter salg bidrager til værdiskabelsen ved at sikre korrekt anvendelse af produkterne, hvilket både understøtter behandlingskvalitet og beskytter virksomhedens omdømme.

Blandt støtteaktiviteterne er især forskning og teknologiudvikling den mest centrale kilde til langsigtet konkurrencefordel. Novo Nordisks investeringer i innovation, herunder udviklingen af semaglutid, danner fundamentet for virksomhedens markedsposition. Samtidig er højt specialiserede medarbejdere og en stærk organisatorisk infrastruktur afgørende for at understøtte denne udvikling.

Overordnet kan det konkluderes, at Novo Nordisks primære værdiskabelse ikke ligger i de klassiske logistiske aktiviteter, men i krydsfeltet mellem forskning, produktion og regulatorisk ekspertise. Virksomheden opnår sin konkurrencefordel gennem innovation, skalerbar produktion og evnen til at navigere i en kompleks og reguleret industri.

## Porters Five Forces

Porters Five Forces er en analysemodel udviklet af Michael Porter. Modellen bruges til at analysere konkurrencen i en medicinalbranche og vurdere, hvor stor en konkurrence der er for Novo Nordisk. Den er særligt god til at undersøge faktorer som konkurrence mellem virksomheder, kundernes og leverandørernes magt samt truslen fra nye konkurrenter og substituerende produkter. I denne opgave anvendes modellen til at analysere konkurrencen mellem Novo Nordisk og Eli Lilly and Company på medicinalmarkedet.

### Konkurrencesituationen

Konkurrenceintensiteten i branchen er høj og stigende. Markedet har udviklet sig fra at være relativt nichepræget til at blive et globalt vækstmarked med betydelig økonomisk potentiale. Dette har tiltrukket stærke konkurrenter, hvor særligt Eli Lilly udgør den primære rival.

Rivaliseringen er ikke alene baseret på pris, men i høj grad på innovation, klinisk effekt og dokumentation. Nye produkter med forbedrede effekter øger konkurrencen yderligere og reducerer differentieringsmulighederne over tid. Samtidig ses en gradvis bevægelse mod øget pris-konkurrence, i takt med at markedet modnes og flere behandlingsalternativer introduceres.

Især inden for GLP-1-baserede behandlinger er konkurrencen intensiveret markant. Novo Nordisk har opnået en stærk markedsposition med produkter som Ozempic og Wegovy, men særligt Eli Lilly har introduceret rivaliserende produkter som Mounjaro, der i flere studier viser konkurrencedygtig, hvilket medfører at konkurrencen i markedet er stigende. Konkurrencen foregår ikke kun på produkterne med vægttab medicin, men også gennem deres forskningsarbejde, der ligger bag medicinen. I nyere tid er der også en konkurrence om deres fabrikker, som har et naturligt flaskehalsproblem.

(Berlinske, 2026)

### Truslen fra nye indtrængere

Truslen fra nye indtrængere vurderes som lav på kort sigt, hvilket primært skyldes betydelige strukturelle adgangsbarrierer. Udviklingen af GLP-1-baserede lægemidler kræver omfattende

investeringer i forskning og udvikling samt lange og omkostningstunge kliniske testforløb. Hertil kommer strenge regulatoriske krav fra myndigheder, som forlænger time-to-market og øger usikkerheden. Endvidere er markedet præget af stærk patentbeskyttelse og behov for avancerede produktionsfaciliteter, hvilket yderligere begrænser nye aktørers adgang. På længere sigt kan truslen dog øges som følge af patentudløb og teknologisk udvikling, der kan muliggøre alternative behandlingsformer.

### Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes som moderat. Produktionen af biologiske lægemidler kræver specialiserede input, herunder aktive farmaceutiske ingredienser og avanceret produktionsudstyr, som kun leveres af et begrænset antal aktører. Dette giver leverandørerne en vis forhandlingsstyrke. Imidlertid reduceres denne styrke af, at Novo Nordisk har opbygget betydelige interne kapabiliteter og stordriftsfordele samt i nogen grad integreret dele af værdikæden. Dette mindsker afhængigheden af eksterne leverandører og øger virksomhedens kontrol over kritiske input.

### Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke er høj og udgør en central konkurrencekraft i branchen. I modsætning til traditionelle markeder er det ikke slutbrugerne, men derimod stater, sundhedssystemer og forsikringselskaber, der fungerer som de primære beslutningstagere. Disse såkaldte "payers" har betydelig indflydelse på både prissætning og markedsadgang gennem refusions-systemer og regulering. Det stigende fokus på sundhedsudgifter og politisk pres for lavere medicinpriser har yderligere styrket kundernes position. Dette medfører, at selv innovative produkter med dokumenteret effekt kan blive mødt med krav om prisreduktioner.

### Substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter vurderes som moderat. Alternativer til GLP-1 behandling omfatter både andre farmaceutiske behandlinger, livsstilsinterventioner og kirurgiske indgreb såsom bariatrisk kirurgi. GLP-1-præparater har dog opnået en stærk konkurrencemæssig position på grund af deres dokumenterede effekt, brugervenlighed og relativt lave invasivitet. Ikke desto mindre kan fremkomsten af nye behandlingsformer, herunder multi-agonister og andre innovative terapier, på sigt øge substitutionspresset og reducere differentieringen i markedet.

## Samlet vurdering af brancheattraktivitet

På baggrund af analysen fremstår GLP-1 markedet som strukturelt attraktivt, men med væsentlige udfordringer. De høje adgangsbarrierer og den begrænsede trussel fra nye indtrængere beskytter eksisterende aktører og muliggør opnåelse af betydelige økonomiske gevinster. Samtidig understøttes attraktiviteten af en stærkt stigende global efterspørgsel drevet af øget forekomst af fedme og diabetes.

Omvendt reduceres brancheattraktiviteten af den høje konkurrenceintensitet og den betydelige forhandlingsstyrke hos kunderne. Især presset fra offentlige sundhedssystemer og forsikrings-selskaber begrænser virksomhedernes mulighed for at fastholde høje marginer på længere sigt. Derudover indikerer den teknologiske udvikling og øgede innovationstakt, at konkurrencen vil intensiveres yderligere fremadrettet.

Samlet set kan branchen karakteriseres som attraktiv for etablerede aktører med stærke ressourcer og kapabiliteter, såsom Novo Nordisk, mens den for nye aktører fremstår mindre attraktiv grundet de betydelige adgangsbarrierer. Langsigtet succes afhænger i høj grad af evnen til kontinuerlig innovation, effektiv skalering af produktion samt håndtering af regulatorisk og prispolitisk pres.

## PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse anvendes til at identificere Novo Nordisk eksterne makroforhold, der påvirker en deres strategiske muligheder og risici. Analysen giver et overblik over politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og juridiske faktorer, som virksomheden ikke selv kan kontrollere, men skal tilpasse sig.

### Political (politiske forhold)

Politiske beslutninger spiller en afgørende rolle for efterspørgslen efter vægtabsmedicin, særligt gennem regulering og offentlige sundhedsprogrammer. I USA, som er det vigtigste marked, er der betydelig debat om, hvorvidt Medicare og andre offentlige ordninger skal dække vægtabsmedicin. (Constantino, CNBC, 2025)

Aktuelt er der usikkerhed omkring implementeringen af sådanne ordninger, da store forsikringselskaber har udtrykt bekymring om omkostningerne. Dette skaber politisk risiko for både Novo Nordisk og Eli Lilly, da adgang til offentligt finansierede patienter kan blive begrænset.

Derudover er der politisk pres på lægemiddelpriser generelt, hvilket kan føre til prisregulering eller rabataftaler. Begge virksomheder har allerede indgået aftaler om lavere priser i visse programmer, hvilket kan reducere profitmarginen.

### Economic (økonomiske forhold)

Markedet for GLP-1-baseret vægtabsmedicin er økonomisk attraktivt med massiv efterspørgsel og høje vækstrater. Novo Nordisks Wegovy forventes eksempelvis at generere tocifret vækst, men væksten er aftagende sammenlignet med tidligere år.

Samtidig oplever Eli Lilly stærkere vækst, hvor Zepbound forventes at vokse hurtigere og potentielt overhale Novo Nordisk i markedsandel. Dette indikerer et skift i konkurrencebalancen.

En væsentlig økonomisk udfordring er prissætning. Vægtabsmedicin er dyr (ofte 900–1300 USD pr. måned), hvilket begrænser tilgængeligheden og øger afhængigheden af forsikringsdækning. Samtidig presser nye aktører som Amazon priserne ved at tilbyde billigere distributionsmodeller.

Derudover har tidligere produktionsproblemer og mangel skabt et ureguleret marked for billigere kopiprodukter, hvilket kan udhule efterspørgslen efter originale lægemidler.

### Social (sociokulturelle forhold)

Den stigende globale fedmeepidemi er en central driver for efterspørgslen. Vægtabsmedicin er blevet mere socialt accepteret og opfattes i stigende grad som en medicinsk behandling fremfor kosmetisk intervention.

Efterspørgslen oversteg tidligere udbuddet, hvilket førte til mangel på produkter. Dette indikerer en stærk og vedvarende efterspørgsel.

Samtidig er der stigende fokus på livsstilssygdomme og forebyggelse, hvilket understøtter markedet. Dog kan sociale holdninger til “medicinsk vægttab” og bivirkninger påvirke adoptionen. Patientadfærd – såsom manglende adherence til behandlingen – kan også reducere langvarig efterspørgsel. (Simonsen, 2026)

## Technological (teknologiske forhold)

Teknologisk innovation er et af de vigtigste konkurrenceparametre i dette marked. Novo Nordisk har haft succes med semaglutid (Wegovy), men Eli Lilly har opnået stærke resultater med tirzepatid, som i nogle studier viser højere effekt.

Begge virksomheder investerer massivt i næste generation af behandlinger, herunder orale versioner og kombinationsbehandlinger. Overgangen fra injektioner til piller er særligt vigtig, da det kan øge patientvenligheden og dermed efterspørgslen.

Eli Lillys pipeline (fx orforglipron og retatrutide) vurderes af mange analytikere som stærkere på kort sigt, hvilket kan give en teknologisk fordel (Hansen, 2026). Novo Nordisk arbejder dog på at indhente dette gennem nye produkter som CagriSema, selvom kliniske udfordringer har svækket tilliden.

Derudover spiller produktionsteknologi en rolle, da skalering af produktion har været en flaskehals for begge virksomheder.

## Environmental (miljømæssige forhold)

Miljømæssige faktorer spiller en mindre direkte, men stigende rolle. Farmaceutiske virksomheder møder øgede krav til bæredygtig produktion og reduktion af CO<sub>2</sub>-aftryk.

Novo Nordisk har traditionelt haft en stærk ESG-profil, hvilket kan være en konkurrencefordel over for investorer og samarbejdspartnere.

Dog kan øget produktion af biologiske lægemidler medføre miljømæssige udfordringer, herunder energiforbrug og affaldshåndtering. På kort sigt vurderes miljøfaktorer dog at have begrænset direkte indflydelse på efterspørgslen.

## Legal (juridiske forhold)

Regulatoriske godkendelser er afgørende i medicinalindustrien. Både Novo Nordisk og Eli Lilly er afhængige af godkendelser fra myndigheder som FDA og EMA.

Patenter spiller en central rolle, da de beskytter indtjeningen. Wegovy forventes eksempelvis at være beskyttet frem til omkring 2032, hvilket giver Novo Nordisk en midlertidig konkurrencefordel.

Samtidig udgør juridiske risici som produktansvar, bivirkninger og markedsføring en potentiel trussel. Derudover kan regulering af compounding pharmacies (uofficielle kopiprodukter) påvirke markedet betydeligt – enten ved at beskytte eller underminere de originale producenter.

## Konklusion af PESTEL

PESTEL-analysen viser, at Novo Nordisk opererer i et marked med stærk strukturel vækst, men også betydelig usikkerhed. De største eksterne udfordringer ligger i politisk regulering, prispres og intensiveret konkurrence fra Eli Lilly, som aktuelt vinder markedsandele og har en stærk pipeline.

Teknologisk udvikling og adgang til markeder via forsikringssystemer bliver afgørende for fremtidig konkurrenceevne. Samtidig understøtter sociale og demografiske trends en fortsat høj efterspørgsel.

Samlet set er markedet attraktivt, men bevæger sig fra et first-mover-domineret marked mod en mere moden og konkurrencepræget industri.

## SWOT-Analyse

<b>Interne forhold</b>	
<b>Styrker (Strengths)</b>	<b>Svagheder (Weaknesses)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stærk markedsposition inden for GLP-1</li> <li>- Solide produkter (Ozempic og Wegovy)</li> <li>- Stærkt brand og tillid i sundhedssektoren</li> <li>- Tætte relationer til læger og myndigheder</li> <li>- Effektiv og skalerbar produktion</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Høj afhængighed af GLP-1 produkter</li> <li>- Kapacitets- og leverings udfordringer</li> <li>- Høje priser</li> <li>- Risiko for bivirkninger</li> </ul>

## Eksterne forhold

### Muligheder (Opportunities)

- Voksende global fedme- og diabetes epidemi
- Øget fokus på forebyggelse og sundhed
- Mere socialt accepteret behandlingsform

### Trusler (Threats)

- Intens konkurrence fra Eli Lilly
- Patentudløb
- Nye substituerende behandlinger
- Øget politisk bevågenhed i USA

Novo Nordisks væsentligste styrke er virksomhedens stærke markedsposition inden for behandling af diabetes og fedme, hvor især GLP-1-porteføljen har skabt en markant vækst. Produkter som Ozempic og Wegovy er blevet globale produkter med dokumenteret høj klinisk effekt og derfor stor efterspørgsel. Denne position understøttes af en betydelig forsknings- og udviklingskapacitet, hvor Novo Nordisk gennem årtier har opbygget specialiseret viden inden for netop disse sygdomme. Derudover besidder virksomheden et stærkt brand og tætte relationer til sundhedsprofessionelle, hvilket styrker markedsadgangen. Endelig bidrager en solid pipeline af nye produkter samt omfattende investeringer i produktionskapacitet til at understøtte fremtidig vækst.

På trods af disse styrker er Novo Nordisk også præget af en række interne svagheder. En central udfordring er virksomhedens afhængighed af GLP-1-segmentet, som udgør en betydelig del af væksten og derved omsætningen. Dette skaber en koncentrationsrisiko, hvor ændringer i efterspørgsel, konkurrence eller regulering kan få stor betydning for den samlede performance. Derudover har virksomheden oplevet produktions- og kapacitetsbegrænsninger, hvilket har hæmmet evnen til at imødekomme den høje efterspørgsel og potentielt givet konkurrenter mulighed for at vinde markedsandele. Endvidere kan høje priser og bivirkninger påvirke negativt.

Blandt de væsentligste muligheder er den fortsat stigende globale forekomst af fedme og type 2-diabetes, hvilket skaber et strukturelt voksende marked (J.P. Morgan Global Research ,

2026). Derudover åbner nye kliniske resultater mulighed for at udvide anvendelsen af GLP-1-lægemidler til andre sygdomsområder såsom hjertekarsygdomme og potentielt andre kroniske lidelser (). Geografisk ekspansion, særligt i emerging markets, udgør ligeledes en væsentlig vækstmulighed. Samtidig kan udviklingen af orale behandlinger og nye generationer af lægemidler øge tilgængeligheden og dermed markedets størrelse.

## Værdiansættelse

Til værdiansættelsen af Novo Nordisk vil der blive taget udgangspunkt i DCF-modellen, da denne tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, hvilket giver et retvisende billede af værdiskabelsen hos virksomheden. Ved at bruge et afkastkrav, WACC, bliver der samtidig taget højde for risikoen. Man kunne også have valgt at værdiansætte virksomheden ved brug af en EBITDA-multiplier, men det vurderes for simplificeret, især for en type virksomhed som Novo Nordisk. (Skat, 2019)

## Fastlæggelse af WACC

Det første skridt i en værdiansættelse med en DCF-model, er at fastlægge kapitalkravet. WACC er den gennemsnitlige pris, som virksomheden betaler for kapital, altså både egenkapital og gæld. Når der laves en fremtidsdiskontering af cashflow, er det dermed essentielt at have denne på plads, da den sætter diskonteringsrenten for hele beregningsmodellen. (Viallet, 2025)

Formlen for WACC er følgende (Vipond, 2020):

$$\text{WACC} = (E/V * Re) + ((D/V + Rd) \times (1-T))$$

*E/V = Andel af kapitalen, som er egenkapital.*

*D/V = Andel af kapitalen, som er gæld.*

*Re = Prisen på egenkapital.*

*Rd = Prisen på gæld.*

*T = Effektiv skattesats.*

De ovenstående elementer skal dermed fastsættes, førend WACC kan udregnes.

## Prisen på egenkapital

Prisen på egenkapital fastlægges med CAPM-modellen (capital asset pricing model), som beregner det forventede afkast på aktien baseret på risikoen i forhold til det generelle marked.

Formlen:

$$R_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$R_f$  = Risikofri rente.

$\beta$  = Beta.

$R_m - r_f$  = Markedsrisikopræmie.

### Risikofri rente

Den risikofrie rente kan beskrives som et aktiv, der kan købes med stort set ingen risiko. For eksempel en statsobligation i lande som Danmark eller USA, hvor risikoen for default er begrænset eller ikke eksisterende. Da Novo Nordisk er en dansk virksomhed, tages der udgangspunkt i en 10-årig dansk statsobligation, som pr. tredje måned af 2026 er 2,54%. (Danmarks Statistik, 2026)

### Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien fastlægges ved hjælp af kilder som Aswath Damodaran (NYU) og den danske Skattestyrelse. Damodaran mener at markedsrisikopræmien for lande som USA og Danmark ligger på cirka 4,5% (Damodaran, 2026), som er de vigtigste lande for Novo Nordisk. Skattestyrelsen mener, at markedsrisikopræmien ligger på 6,0% (Skat, 2026). På denne baggrund anvendes der 5,25% i opgaven, som er et gennemsnitligt og afbalanceret skøn på baggrund af flere kilder.

### Beta

Betaen refererer til risikoen på en aktie i forhold til det øvrige aktiemarked. For at fastsætte betaen for Novo Nordisk, bruges Aswath Damodarans undersøgelse fra januar 2026, hvor han fastsætter den unlevered beta for pharma-branchen til at være 0,96 (Damodaran A., 2026). Den levered beta er 1,06. Da Novo har en lavere gældsandel end deres store konkurrent, Eli Lilly,

vurderes det at et beta på 1,00 vil være retvisende for Novo Nordisk. Det betyder, at Novo Nordisk har en risiko på linje med det øvrige aktiemarked.

Anvendelsen af branchedata for Demodaran vurderes at være mere retvisende end et historisk estimeret beta. Den justerer for volatiliteten og fortæller mere om den underliggende forretningsrisiko.

Prisen på egenkapital (CAPM) er således:

$$R_e = 2,54\% + 1,00 * (5,25\%) = \underline{7,8\%}.$$

Investorerne kræver således et afkast på 7,8% for at investere i Novo Nordisk.

### Prisen på gæld

Næste step er at finde Novos pris på gæld.

Den beregnes på følgende måde:

$$R_d = \text{Renteomkostninger} / \text{rentebærende gæld} * (1 - \text{skat})$$

I rentebærende gæld tages der et gennemsnit for årene 2024 og 2025.

*I millioner danske kroner:*

$$4.207 / 116.872 * (1 - 22\%) = \underline{2,81\%}.$$

Novos pris på gæld er altså 2,81%, hvilket kan forekomme meget lavt. Det kan dog forklares med Novos høje kreditværdighed, hvor de historisk har haft en solid indtjening og lav gældsbyrde i forhold til den samlede kapital. Endvidere er der tale om historiske renteomkostninger, hvorfor noget af gælden kan være optaget i et rentemiljø, som er lavere end i dag. Tallet er efter skat, hvorfor skattesatsen fjernes fra den endelige del af WACC-beregningen.

Niveauet er dog realistisk for en type virksomhed for Novo Nordisk - Novos udstedte virksomhedsobligationer ligger også mellem 0-3,5%, hvor den der er senest udstedt (november 2025) har en kuponrente på 2,50%. (Novo Nordisk, 2026)

### Kapitalstruktur

Andelen af balancen, som er egenkapital (i mDKK):  $194.047 / 542.902 = 35,75\%$ .

Andelen af balancen, som er gæld:  $348.855 / 542.902 = 64,26\%$ .

Ovenstående er tal fra regnskabet 2025, som bruges i WACC-beregningen. Egenkapitalandelen har været 34,6%, 33,88% og 30,82% i henholdsvis 2022, 2023 og 2024. Der er således tale om

en stabil kapitalstruktur med begrænsede ændringer fra år til år. Novo udtaler selv i forbindelse med aflægning af regnskabet for 2025, at de forventer at bibeholde denne kapitalstruktur. Det vurderes derfor retvisende for opgaven at bruge tallene for 2025. (Nordisk, Novo Nordisk - Annual Rapport, 2025)

## Beregning af WACC

De forskellige satser sættes ind i formlen:

$$\text{WACC} = (35,74\% * 7,8\%) + ((64,26\% * 2,81\%) = \underline{4,59\%})$$

Det betyder altså, at Novo Nordisk i gennemsnit betaler 4,59% for deres kapital, enten som egenkapital eller gæld. Det er forholdsvis lavt og indikerer, at Novo har en stærk finansiell sundhed og en lav finansiell risiko. Den er væsentlig lavere end ROIC, hvilket betyder, at Novo skaber værdi for deres aktionærer. Forklaringen ligger i deres adgang til billig finansiering samt en forretningsmodel, hvor en stor del af deres drift finansieres af ikke-rentebærende gældsforpligtelser.

## Budgettering

Som en del af værdiansættelsen ved hjælp af en DCF-model, laves der et budget for en 8 årig periode. Der vil i budgetteringen tages højde for, at Novos centrale patenter forventes at udløbe i 2031 i Europa og 2032 i USA, som er de to største markeder. Budgetter dækker derfor perioden op til udløb af patenterne, undervejs og lidt efter.

mDKK	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
<b>Omsætning</b>												
I DKK	229.949	288.283	307.294	279.638	307.601	338.361	355.279	373.043	354.391	326.040	309.738	
% vækst	31,3%	25,0%	6,4%	-9%	10%	10%	5%	5%	-5%	-8%	-5%	
<b>EBIT</b>												
I DKK	102.574	128.339	127.658	116.169	123.041	131.961	138.559	134.296	116.949	97.812	77.434	
% margin	44,6%	44,5%	41,5%	41,5%	40,0%	39,0%	39,0%	36,0%	33,0%	30,0%	25,0%	
<b>NOPAT (EBIT-skat)</b>												
I DKK	80.008	100.104	99.573	90.612	95.972	102.930	108.076	104.751	91.220	76.293	60.399	
%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	
<b>Capex (kapitalinvesteringer)</b>												
I DKK	38.896	51.309	90.113	41.946	46.140	50.754	35.528	37.304	35.439	32.604	30.974	
% af oms.	16,9%	17,8%	29,3%	15%	15%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	
<b>Ændring i WCR</b>												
I DKK	19.713	2.589	3.737	2.796	3.076	3.384	3.553	3.730	3.544	3.260	3.097	
% af oms.	8,6%	0,9%	1,2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
<b>Afskrivninger</b>												
I DKK	9.413	19.107	21.982	19.575	21.532	20.302	21.317	22.383	17.720	16.302	15.487	
% af oms.	4,1%	6,6%	7,2%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	
<b>Cash flow FCF</b>												
I DKK	30.812	65.313	27.705	65.444	68.287	69.093	90.312	86.098	69.957	56.731	41.815	547.738
<b>Nutidsværdi FCF</b>												
Budget: I DKK				62.572	62.425	60.390	75.472	68.793	53.443	41.437	29.202	453.734

## Omsætning

Udviklingen i omsætningen 2026 er ud fra Novos egne forventninger på et fald mellem 5-13%. Der er i beregningen budgetteret med en stigning på 10% i 2027 og 2028. Stigningen forventes på baggrund af, at markedet for GLP-1 produkter forventes at stige henholdsvis 38% og 28% (J.P. Morgan Global Research , 2026). Selvom det også forventes, at Novo vil tabe markedsandele til Eli Lilly, og at der fortsat vil være politisk prispres fra især USA, så vil stigningen i selve markedet sandsynliggøre en stigning i omsætning alligevel. Der vil sandsynligvis, på linje med tidligere, være en så stor efterspørgsel, at det blot er et spørgsmål om, hvorvidt Novo og Eli kan producere nok. Her vil Novos capex investeringer i 2025 betyde, at de kan øge produktionen i forhold til tidligere. Elis administrerende direktør udtaler selv, at han ikke forventer, at Eli vil kunne dække hele markedet, hvorfor Novo fortsat vil have en væsentlig markedsandel. (Douglas, 2026)

Samme logik er brugt i 2029 og 2030 - dog er stigningen i markedet mindre, henholdsvis 17% og 14%, hvorfor der bruges 5% frem for 10%. Endvidere er der yderligere risici i form af konkurrenter, som kan have øget deres produktion i mellemtiden.

Insulinprodukter fylder ca. 20% af Novos omsætning, og der forventes markedet ligeledes at være stigende (Coherent Market Insights , 2026). Det har det dog været i flere år, hvor omsætningen er steget og faldet minimalt, hvorfor denne del af forretningen forventes at være stabil fremadrettet.

Det er taget udgangspunkt i, at omsætningen vil falde marginalt i 2031, 2032 og 2033. Dette skyldes, at flere centrale patenter vil udløbe i Europa i 2031 og i USA i 2032. Dette betyder, at der potentielt kommer flere konkurrenter, hvilket både kan give lavere markedsandel og lavere priser. Grunden til, at faldet i omsætningen ikke er større, skyldes de høje barrierer for at komme ind i denne type marked. Det kan derfor tage noget tid for konkurrenter at erobre markedsandele fra Novo Nordisk.

## EBIT - margin i forhold til omsætningen

Udviklingen i marginen skyldes samme logik som med omsætningen. Marginen forventes at falde fra 2026-2029 grundet øget prispres og øget konkurrence samt politiske risici. Dog forventes marginen fortsat at være høj grundet stordriftsfordele, og at udbuddet sandsynligvis ikke kan følge med efterspørgslen.

Fra 2030-2033 forventes marginen især at falde grundet øget konkurrence, primært som resultat af udløb på patenter.

### CAPEX-investeringer

Capex-investeringerne er sat til 15% de første tre år, hvilket er med udgangspunkt i, at markedet for GLP-1 produkter er stigende, hvilket gør, at de fortsat vil udvide deres kapacitet og produktionsanlæg realiseret til vækst i GLP-1 segmentet. Det er ligeledes på linje med Novos egne forventninger til capex-investeringer i 2026 (Nordisk, Novo Nordisk - Annual Rapport, 2025). Capex-investeringer er sat lavere i resten af budgetperioden, 10%, hvilket er ud fra en betragtning om, at Novo kigger ind i udløb af patenter og dermed en truet omsætning og margin. Derfor kan det sandsynliggøres, at de vil investere en mindre del af deres omsætning indtil de ved, hvor meget af markedet de efterfølgende vil have.

### Ændring i WCR

Ændringen i arbejdskapitalen er sat til 1% alle årene, hvilket er på linje med resultaterne i 2024 og 2025. Det viser en stabil udvikling. Novos forretningsmodel indebærer en betydelig del af driftsfinansiering gennem ikke-rentebærende forpligtelser, hvorfor kapitalbindingen i arbejdskapital forventes begrænset fremadrettet også.

### Afskrivninger

Udviklingen følger capex-investeringerne, men med forsinket effekt. De store capex-investeringer i 2025 vil dermed resultere i højere afskrivninger end tidligere i 2026, hvorfor dette er indregnet i budgettet. I tråd med at capex-investeringerne forventes at falde, i forhold til andel af omsætningen, gør afskrivningerne det samme i mod slutningen af budgettet, igen med forsinket effekt.

### DCF-model

For at lave værdiansættelsen, skal der nu regnes en terminalværdi. Der skal først fastsættes en terminalvækst, som er den konstante og langsigtede vækstrate, Novo forventes at vokse med efter budgetperioden. Terminalvæksten fastsættes til 2%, som er væsentlig lavere end den langsigtede vækstrate i Danmark med BNP + inflation, som forventes at være 4% i de kommende

år (Danmarks Nationalbank , 2026). Dette skyldes den forventede øgede konkurrence på markedet, især efter udløb af patenter.

Det indikerer dog fortsat stadig en stabil indtjening og vækst efter budgetperioden. Novo har store markedsandele og har en fordel i forhold til nye konkurrenter, da de allerede har godkendelser, produktionsfaciliteter og de øvrige nødvendige ting for at have succes på dette marked. Endvidere er der tale om et voksende marked, som endnu ikke viser nogen tegn på at stagnere i fremtiden. Det kan derfor godt forventes, at Novos omsætning vil stabilisere sig efter udløb af patenterne, og at de vil kunne opretholde denne vækst i fremtiden.

Terminalværdi	1.150.025,19
Nutidsværdi af terminalværdi	803.130,37
Entreprise value	1.256.864,42
Likvider	26.464,00
Gæld	-131.819,00
Værdi af egenkapital	1.151.509,42
Antal aktier	4.465,00
Værdi pr. aktie	<b>257,90</b>

Alle tallene, med undtagelse af værdien pr. aktie, er i millioner danske kroner.

Terminalværdien er regnet ud fra nutidsværdien af det frie cash flow i det sidste budgetår, samt med WACC og terminalvæksten.

For at beregne nutidsværdien af terminalværdien, er WACC'en på 4,59% brugt og tilbagediskonteret over otte år, svarende til budgetperioden. Enterprise Value er nutidsværdien af terminalværdi lagt sammen med nutidsværdien af det frie cash flow i de otte budgetår. Efter udliggning for likviditet og gæld pr. regnskabsåret 2025, giver det en Equity Value på 1.151 mia. kr., som deles ud på antallet af aktier, som er 4.465 mio. stk. (Novo Nordisk , 2026).

Ovenstående beregning giver en værdi på 257,90 kr. pr. aktie.

Novos reelle aktiekurs ved skæringsdatoen var 304,65 kr. Dette betyder, at selskabets værdi ud fra de gældende forudsætninger til ovenstående beregning, var overvurderet på dagen for aflæggelse af regnskabet for 2025. Den teoretiske aktiekurs er 15,3% lavere end den reelle aktiekurs på dagen.

## Følsomhedsanalyse

For at teste den beregnede aktiekurs, og hvordan denne kan ændre sig med ændrede forudsætninger, laves der to forskellige følsomhedsanalyser. DCF-modellen tager udgangspunkt i de forudsætninger, der lægges ind i modellen, og forudsætningerne er med en stor usikkerhed.

Derfor laves der en følsomhedsanalyse, som kan vise, hvordan en ændring i forudsætningerne kan have indflydelse på det endelige resultat.

		Vækstrate (terminalvækst)				
		0,00%	1,00%	2,00%	3,00%	3,50%
WACC	3,59%	199 kr.	254 kr.	378 kr.	922 kr.	5.733 kr.
	4,59%	161 kr.	190 kr.	<b>258 kr.</b>	357 kr.	866 kr.
	5,59%	137 kr.	154 kr.	181 kr.	229 kr.	498 kr.
	6,59%	121 kr.	132 kr.	148 kr.	174 kr.	219 kr.
	7,59%	109 kr.	66 kr.	128 kr.	143 kr.	167 kr.

Analysen viser tydeligt, hvor stor indvirkning vækstraten og WACC'en har på den beregnede teoretiske aktiekurs.

En ændring i markedsrisikopræmien eller den risikofrie rente, som påvirker WACC'en direkte, vil altså have en stor betydning for værdien af Novo Nordisk. Alt over 3,50% i vækstrate vurderes urealistisk, da vi så nærmer os den langsigtede vækstrate i Danmark. Aktiekursen ved en vækstrate på 3,50% viser også tydeligt, hvor stor en rentes rente effekt en stigning i vækstraten har på beregningsmodellen.

Det er interessant at undersøge, hvor i matrixen den reelle aktiekurs befinder sig. Den reelle aktiekurs rammes enten med en vækstrate på 2,50% og en uændret WACC på 4,59% eller en uændret vækstrate på 2,00% og en WACC på cirka 4,00%.

Størstedelen af den ovenstående matrix befinder sig under den reelle aktiekurs på dagen, som der tages udgangspunkt i. Dette indikerer, at opgavens budgettering er for mere konservativ i forhold til markedets forventning til Novo Nordisk. For at blive klogere på markedets forventninger, laves der dermed også en følsomhedsanalyse ud fra omsætningsvækst og EBIT-margin.

		Omsætningsvækst					
		-4%	-2%	0%	2%	4%	6%
EBIT % ma	-4%	177 kr.	195 kr.	216 kr.	240 kr.	267 kr.	299 kr.
	-2%	192 kr.	213 kr.	237 kr.	264 kr.	295 kr.	332 kr.
	0%	208 kr.	231 kr.	<b>258 kr.</b>	288 kr.	323 kr.	365 kr.
	2%	223 kr.	249 kr.	279 kr.	312 kr.	351 kr.	398 kr.
	4%	239 kr.	267 kr.	300 kr.	336 kr.	379 kr.	431 kr.
	6%	254 kr.	285 kr.	321 kr.	360 kr.	407 kr.	464 kr.

Der er i matrixen tale om procentpoint og ikke relative procenter. Det vil sige, at under 2% omsætningsvækst betyder det, at der i hvert eneste budgetår er regnet med en omsætningsvækst, som er 2 procentpoint højere end i den oprindelige budgettering.

Matrixen viser tydeligt, at markedet har større forventninger til selskabets vækst end de forudsætninger, der er med i opgavens beregning. Med to procentpoint højere EBIT%-margin og omsætningsvækst end i opgavens budgettering, rammes den reelle aktiekurs stort set.

### Relativ værdiansættelse

Som supplement til DCF-modellen, laves der en relativ værdiansættelse, som sammenligner ovenstående resultater med en konkurrents værdiansættelse ud fra en P/E multipel. I sammenligningen bruges Eli Lilly, som er Novos største og tætteste konkurrent.

Først findes Eli Lillys P/E, som tages ved tidspunktet for regnskabsaflægningen for 2025, da det er samme skæring, som denne opgave tager udgangspunkt i for Novo Nordisk. På dette tidspunkt var Eli Lillys P/E på 45,7 (kurs 1.050 / EPS 22,95 = 45,7) (Eli Lilly, 2026).

Novo Nordisk havde en earnings per share på kr. 23,03 ved regnskabsaflægningen for 2025 (Novo Nordisk, Novo Nordisk - Annual Rapport, 2025). Hvis Novo Nordisk skulle handles på den samme P/E som Eli Lilly, så ville dette betyde en aktiekurs på kr. 1.052. Der er altså tale om væsentlig højere aktiekurs i dette scenarie, end den aktiekurs Novo Nordisk blev handlet til på aktiemarkedet den 4. februar. Endnu større er forskellen fra denne relative aktiekurs og til den aktiekurs, der findes frem til i denne opgave med DCF-modellen. Ud fra DCF-modellens beregnede aktiekurs, ville Novo skulle handles til en P/E på 11,2.

Forskellen betyder altså, at aktiemarkedet har væsentlig større forventninger til Eli Lilly end til Novo Nordisk. Det betyder også, at forudsætningerne i denne opgave er meget konservative i forhold til markedets forventninger til Novos største konkurrent.

Eli Lilly forventer en vækst i omsætningen på 23-25% i 2026, samt en udvikling i EBIT margin fra 43,4% til 46-47,5%. Det er derfor også med god grund, at den handles til højere multipler.

Der er således store forskelle på, hvordan de to selskaber forventes at levere i 2026 på trods af, at der er tale om to meget sammenlignelige virksomheder. Novo forventer et fald i både omsætning og margin, hvor Eli forventer det modsatte. Det er en meget sandsynlig forklaring på, at denne relative værdiansættelse er så skæv, både i forhold til markedets og opgavens prissætning af Novo Nordisk.

Årsagerne til denne udvikling kan findes i, at Eli Lilly vinder markedsandele på det voksende

obesity-marked (Constantino, Eli Lilly's GLP-1 growth is only getting started as Novo Nordisk braces for a decline in 2026, 2026). Som tidligere omtalt i opgaven, så er der tale om et voksende marked, men hvor Novo Nordisk forventer et fald i omsætningen, så forventer Eli Lilly en væsentlig stigning, hvilket er en direkte indikator på, at Eli Lilly er i gang med at vinde markedsandele.

## Diskussion af teoretisk aktiekurs

Den beregnede teoretiske aktiekurs i denne opgave rammer en del ved siden af den reelle aktiekurs pr. 4. februar. Der er tale om en forskel på 15%.

Man må formode, at forventningerne til 2026 er de samme på aktiemarkedet, som de er i denne opgave, da de er taget direkte fra Novos egne udmeldinger i forbindelse med regnskabsaflæggningen for 2026. Forskellen på de to aktiekurser kan derfor stamme fra forskelle i forventningerne i budgetårene og terminalvæksten.

Modellen er i høj grad påvirket af, hvordan cash flowet bliver i det sidste budgetår, da denne går direkte over i DCF-beregningen. Dette gør modellen meget følsom over for udviklingen i det sidste budgetår, og i modellen er der regnet med væsentlige fald i både omsætningen og marginen som resultat af udløb på patenter for Novos mest sælgende produkter.

Dette kan godt være en overreaktion i opgavens budgettering. Dels forventes vægttab markedet at være så stort i 2033, at det reelt kan komme til at blive et spørgsmål om, hvorvidt udbuddet kan følge med efterspørgslen. Og her er Novo Nordisk allerede langt foran potentielle nye konkurrenter, da der er tale om et marked med høje indtrædelses-barrierer, jævnfør den strategiske analyse. Der kan derfor argumenteres for, at det forventede fald i budgetteringen er en overreaktion på udløb af disse patenter.

Omvendt skal disse udløb tages seriøst, og det er ikke den eneste potentielle udfordring, som Novo Nordisk kommer til at stå overfor i fremtiden. Der er øget politisk pres fra USA, deres største marked, især når det gælder prissætningen. Der kan derfor argumenteres for, at uanset hvor stort markedet kommer til at blive, så kan det blive svært for Novo at opretholde den nuværende margin med udsigt til større konkurrence og prispres på deres største marked.

Eli Lilly vinder markedsandele på det voksende marked for vægttabsmedicin, som kan ses tydeligt i de to selskabers forventning til 2026. Som konkluderet i regnskabsanalysen, er der også væsentlig forskel på, hvor meget Eli Lilly har gearet deres forretning i de seneste år og investeret, hvilket kan være en af forklaringerne på, at de nu vinder markedsandele. Dette var dog også tilfældet for Novo Nordisk i 2025, hvor der var en stigning i finansierede capex-investeringer i forhold til tidligere. Derfor kan der argumenteres for, at hvis Novos investeringer kommer til at bære frugt i de kommende år, så kan væksten i omsætningen ende med at blive større end budgetteret i opgaven.

Der er ligeledes tale om et væsentligt fald i Novos margin i opgavens budgettering. Der er flere valide årsager hertil, herunder politisk prispres og øget konkurrence, men der er også en mulighed for, at Novo kan imødekomme disse faktorer ved at nedbringe deres omkostninger andetsteds. For eksempel har Eli Lilly en væsentlig højere omsætning pr. medarbejder, og personaleomkostninger er en stor post i Novos regnskab. Novo har altså muligheden for at øge marginen i forhold til budgetteringen i opgaven, ved at lave nogle strategiske tiltag og nedskæringer, hvilket også vil være realistisk, hvis de oplever et fald i omsætningen. I september 2025 annoncerede de store nedskæringer i Danmark, så det er allerede et fokuspunkt (Nielsen, 2025). Det samme kan siges om capex-investeringer, hvor der i budgetteringen er regnet med konstante capex-investeringer i budgetteringsperioden. Hvis Novo kigger ind i faldende omsætning og margin i slutningen af budgetperioden, som forventet her i opgaven, så kan de eventuelt stoppe eller skære ned på deres capex-investeringer i slutningen af budgetperioden. Det må dog forventes, at der altid vil være behov for en vis mængde capex-investeringer, især når der er regnet med en terminalvækst på 2%.

En stor del af at værdiansættelsen i en type virksomhed som Novo på aktiemarkedet stammer fra forventningerne til Novos fremtidige pipeline. Altså hvilke nye produkter kommer og hvordan klarer disse produkter sig i forhold til konkurrenternes og de alternative behandlingsmuligheder. Denne pipeline kan være svær at kvantificere, hvilket også gør, at der nemmere kan opstå store forskelle mellem aktiemarkedets værdiansættelse og en værdiansættelse som i denne opgave. Vores model har som sådan ikke indregnet nogen nye fremtidige store produkter, som kan sætte skub i Novos vækst. Her må markedet alt andet lige med en vis sandsynlighed regne med, at et de nye produkter, for eksempel tidligere omtalte CagriSema og Amycretin, kan blive store succeser og give en større vækst end budgetteret i opgaven.

Følsomhedsanalysen giver ligeledes et klart billede af, hvor meget små ændringer i de relevante variabler kan ændre den teoretiske aktiekurs. Den budgetterede vækst i omsætning og udvikling i margin kan vurderes til den konservative side, hvorfor aktiemarkedet kan have højere forventninger end dette. Med en vækst i omsætning og en margin på 2 procentpoint mere end budgetteret, hvor marginen i dette tilfælde stadig vil være væsentlig lavere ned i 2025, gør at aktiekursen stort set rammes i forhold til værdiansættelsen.

Regnskabsanalysen viste, at Novo står rigtig stærkt, men også at tendensen er nedadgående. Der er i værdiansættelsen taget udgangspunkt i, at 2023-2024 virkelig var ekstraordinære år, og at de ikke kan generere den vækst på ny i budgetperioden. Her kan markedet have højere forventninger. Det samme er tilfældet med ROIC, som er væsentlig højere end WACC, hvilket indikerer en god værdiskabelse. Tendensen er dog stadig faldende. En anden vigtig pointe fra regnskabsanalysen, som markedet potentielt kan undervurdere, er den gratis finansiering i form af sales deductions og product returns, som fylder rigtig meget i Novos regnskab. Der er en politisk risiko på dette område, hvor regulering i USA kan tvinge Novo til at lave helt om i deres kapitalforhold og tvinge dem til at øge deres rentebærende finansiering.

GLP-1 markedet har oplevet stor bevågenhed i de seneste år, og denne hype kan også føre til, at markedet handlerne aktierne på dette marked op (Cimino, 2026). Der kan således være tale om, at aktierne på markedet handles til multipler, som fundamentene ikke nødvendigvis kan forklare.

Overordnet set fremstår DCF-modellen som konservativ, men også realistisk. Der er væsentlige risikofaktorer, som kan være svære at kvantificere, men som vurderes indregnet i opgavens budgettering. Aktiemarkedets prissætning indikerer, at denne har højere forventninger til Novos fremtidige vækst, hvilket der kan være flere forklaringer på - herunder forventninger til markedets størrelse og Novos pipeline. DCF-modellen kan altså ikke bruges som et præcist estimat, men kan give nogle indikationer. Modellen ser muligvis bort fra noget af selskabets og markedets upside, mens markedet muligvis undervurderer nogle af de store risikofaktorer, som er til stede.

## Konklusion

Det konkluderes i opgaven, at Novo Nordisk aktien blev overvurderet den 3. februar 2026, hvor de annoncerede deres regnskab for 2025. Dette betyder altså, at de store opkøb af danske private investorer ikke kan forklares af værdiansættelsen i denne opgave.

Opgaven viser dog også, at der er mange forudsætninger, som kan udfordre dette resultat. Værdiansættelsen er meget følsom for ændringer i de variabler, som bruges i budgetteringen. Variablerne fastlægges på baggrund af opgavens forventninger til fremtiden, som kan være anderledes end aktiemarkedets forventninger til fremtiden.

Der er store ubekendte faktorer, både for Novo Nordisk som virksomhed, men også for det marked, som Novo opererer på. De ubekendte faktorer består af blandt andet udløb af væsentlige patenter, usikkerhed omkring produkterne i pipeline, politiske risici og mange andre. Nogle af udfordringerne kan håndteres af Novo Nordisk og imødekommes ved at være på toppen af produktudvikling, men der er også udefrakommende faktorer, som er store trusler.

Novo er overordnet set en sund virksomhed, og deres finansielle nøgletal er rigtig stærke, især de seneste tre år. Dette kan også gøre, at aktien bliver overvurderet, da nogle private investorer måske vil kigge på historiske tal som soliditet og konkludere, at virksomheden er rigtig god (Prakash, 2026). Det er bare vigtigt, at de ikke glemmer at forholde sig til fremtiden, hvor der er flere potentielle udfordringer.

Dog er der også potentielle upsides, som er svære at kvantificere og derfor kan blive undervurderet i opgaven, herunder primært nye produkter, som kan øge Novo Nordisks markedsandel på et allerede voksende marked. Hvis de får succes med dette, så vil opgaven sandsynligvis undervurdere deres fremtidige vækst i budgetteringen.

På baggrund af de anvendte forudsætninger, vurderes Novo Nordisk at have været overvurderet ved aflæggelse af regnskabet for 2025. Resultatet er dog meget følsomt overfor ændringer i vækst- og afkastforudsætninger.

## Bibliografi

- Berlinske*. (2 . Februar 2026). Hentet fra <https://www.berlinske.dk/business/wegovy-pille-slaar-konkurrent-i-nye-novo-nordisk-studier>
- Cimino, A. (2026). *Is This News From Novo Nordisk a Warning for Eli Lilly Shareholders?* Hentet fra Yahoo Finance: <https://finance.yahoo.com/sectors/healthcare/articles/news-novo-nordisk-warning-eli-102500214.html>
- Coherent Market Insights . (april 2026). *Human Insulin Drug Market Analysis & Forecast: 2026-2033*. Hentet fra Coherent Market Insights : <https://www.coherentmarketinsights.com/market-insight/human-insulin-drug-market-5316>
- Constantino, A. K. (4. April 2025). *CNBC*. Hentet fra [https://www.cnn.com/2025/04/04/trump-drops-biden-proposal-for-medicare-to-cover-obesity-drugs.html?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.cnn.com/2025/04/04/trump-drops-biden-proposal-for-medicare-to-cover-obesity-drugs.html?utm_source=chatgpt.com)
- Constantino, A. K. (februar 2026). *Eli Lilly's GLP-1 growth is only getting started as Novo Nordisk braces for a decline in 2026*. Hentet fra CNBC : <https://www.cnn.com/2026/02/04/eli-lilly-novo-nordisk-earnings-glp1-market.html>
- Damodaran. (januar 2026). *Country Default Spreads and Risk Premiums*. Hentet fra Pages Stern NYU Education : [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)
- Damodaran, A. (januar 2026). *Betas by Sector (Global)* . Hentet fra Pages Stern NYU Education : [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/BetasGlobal.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/BetasGlobal.html)
- Danmarks Nationalbank . (marts 2026). *Udsigterne for dansk økonomi er præget af vedvarende usikkerhed*. Hentet fra Om Nationalbanken : <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/arkiv/2026/udsigterne-for-dansk-oekonomi-er-praeket-af-vedvarende-usikkerhed-26-03-2026>
- Danmarks Statistik . (marts 2026). *Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid* . Hentet fra Statbank : <https://m.statbank.dk/Data?lang=da>
- Douglas, L. (april 2026). *Lilly CEO sees weight-loss drugs reaching about half of potential users at peak*. Hentet fra Reuters: <https://www.reuters.com/legal/litigation/lilly-ceo-sees-weight-loss-drugs-reaching-about-half-potential-users-peak-2026-04-17/>
- Eli Lilly . (2024 ). *Annual Report 2023* . Eli Lilly.
- Eli Lilly . (2026 ). *Annual Report 2025* . Eli Lilly.
- Eli Lily . (februar 2026). *Lilly reports fourth-quarter 2025 financial results and provides 2026 guidance*. Hentet fra Lilly : <https://investor.lilly.com/news-releases/news-release-details/lilly-reports-fourth-quarter-2025-financial-results-and-provides>
- Hansen, P. (januar 2026). *Novo Nordisk vs. Eli Lilly – Hvem vinder kampen om vægttabsmarkedet?* Hentet fra Nordnet: <https://www.nordnet.dk/blog/novo-nordisk-vs-eli-lilly-hvem-vinder-kampen-om-vaegttaabsmarkedet/>
- J.P. Morgan Global Research . (februar 2026). *How demand for (and supply of) weight loss drugs is playing out in 2026*. Hentet fra J.P. Morgan: <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/current-events/obesity-drugs>
- Læger, U. f. (7. Oktober 2019). *Ugeskrift for læger - Glukagonlignende peptid 1-receptoragonisten semaglutid*. Hentet fra

- <https://ugeskriftet.dk/videnskab/glukagonlignende-peptid-1-receptoragonisten-semaglutid>
- Nielsen, S. (september 2025). *Novo Nordisk varsler massefyringer: Vil nedlægge 5.000 stillinger i Danmark*. Hentet fra DR : <https://www.dr.dk/nyheder/penge/novo-nordisk-varsler-massefyringer>
- Nordisk, N. (u.d.).
- Nordisk, N. (2025). *Novo Nordisk - Annual Rapport*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/investors/annual-report.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Aktuelt og medier* . Hentet fra <https://www.novonordisk.dk/aktuelt-og-media.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Instructions for use*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/our-products/instructions-for-use.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Our history*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/about/our-heritage.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Our medicines*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/our-products/our-medicines.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Pen and neddels* . Hentet fra <https://www.novonordisk.com/our-products/pens-and-needles.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Vores forretning*. Hentet fra <https://www.novonordisk.dk/about/what-we-do.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Who we are*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/about/who-we-are.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk - Working at Novo Nordisk*. Hentet fra <https://www.novonordisk.com/careers/working-at-novo-nordisk.html>
- Nordisk, N. (2026). *Novo Nordisk Hvem er vi*. Hentet fra <https://www.novonordisk.dk/about/who-we-are.html>
- Nordnet . (marts 2026). *Danskerne køber op, når Novo Nordisk er i krise*. Hentet fra Nordnet : [https://nordnetab.com/press\\_release/danskerne-kober-op-nar-novo-nordisk-er-i-krise/](https://nordnetab.com/press_release/danskerne-kober-op-nar-novo-nordisk-er-i-krise/)
- Novo Nordisk . (januar 2026). *Bond Investors* . Hentet fra Novo Nordisk : <https://www.novonordisk.com/investors/bond-investors.html>
- Novo Nordisk . (2026). *Share and ownership Structure* . Hentet fra Novo Nordisk : <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/arkiv/2026/udsigterne-for-dansk-oekonomi-er-praeket-af-vedvarende-usikkerhed-26-03-2026>
- Novo Nordisk. (2023). *Annual Report 2023*. Novo Nordisk.
- Petersen, V. A. (2019). *Metodebogen* . Columbus Forlag .
- Prakash, J. K. (februar 2026). *Flere danskere end nogensinde har aktier i Novo Nordisk – selvom kursen er styrdykket*. Hentet fra DR : <https://www.dr.dk/nyheder/penge/flere-danskere-end-nogensinde-har-aktier-i-novo-nordisk-selvom-kursen-er-styrdykket>
- Simonsen, H. R. (april 2026). *Ekspert i overvægt ærgrer sig over negativ og skæv tilgang til vægttabsmedicin*. Hentet fra Endokrinologisk Tidsskrift : <https://medicinsktidsskrift.dk/behandling/fedme/6082-ekspert-i-overvaegt-aergrer-sig-over-negativ-og-skaev-tilgang-til-vaegttabsmedicin.html>
- Skat. (2019). *4.1 DCF-modellen*. Hentet fra Skat.dk: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
- Skat. (januar 2026). *C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. Hentet fra Skat:

[https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882#:~:text=P%C3%A5%20baggrund%20af%20disse%20analyser%20for%20den,6,0%20%25%20for%202026%20\(6,0%20%25%20for](https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882#:~:text=P%C3%A5%20baggrund%20af%20disse%20analyser%20for%20den,6,0%20%25%20for%202026%20(6,0%20%25%20for)

Viallet, G. H. (2025). *Finance for Executives: Managing for Value Creation*. Cengage Learning EMEA.

Videnskab. (22. Juli 2023). *Videnskab - Dansk forsker bag sensationel ny slankemedicin*. Hentet fra <https://videnskab.dk/krop-sundhed/dansk-forsker-bag-sensationel-ny-slankemedicin-blev-opfattet-som-ikke-rigtig-forskning/>

Vipond, T. (29. Februar 2020). *WACC*. Hentet fra Corporate Finance Institute :

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-wacc-formula/>

WHO. (december 2025). *Obesity and overweight*. Hentet fra World Health Organization :

<https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/obesity-and-overweight>

## Bilag 1

USDm	2022	2023	2024	2025
Omsætning	28.541	34.124	45.043	65.179
COGS	7.082	7.082	8.418	11.052
-COGS i % af oms.	25%	21%	19%	17%
Salg og admin omk	7.403	7.404	8.594	11.094
-Salg&adm i % af oms.	26%	22%	19%	17%
<b>EBITDA</b>	<b>7.137</b>	<b>7.040</b>	<b>13.461</b>	<b>26.626</b>
Afskr.	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>7.137</b>	<b>7.040</b>	<b>13.461</b>	<b>26.626</b>
Renter	-331	-486	-781	-895
<b>EBT</b>	<b>6.806</b>	<b>6.554</b>	<b>12.680</b>	<b>25.731</b>
Skat	561	1.314	2.090	5.091
<b>Resultat efter skat</b>	<b>6.245</b>	<b>5.240</b>	<b>10.590</b>	<b>20.640</b>
<b>USDm</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Likvider	8.067	2.816	3.268	7.268
WCR	9.275	14.264	15.366	26.125
Anlægsaktiver	31.455	38.279	45.975	56.847
-Hensættelser	-21.784	-19.272	-16.693	-21.202
<b>Invested Capital</b>	<b>27.013</b>	<b>36.087</b>	<b>47.916</b>	<b>69.038</b>
Kortfristet rentebærende gæld	1.501	6.904	5.117	1.635
Langfristet rentebærende gæld	14.737	18.320	28.527	40.868
EK	10.775	10.863	14.272	26.535
<b>Capital employed</b>	<b>27.013</b>	<b>36.087</b>	<b>47.916</b>	<b>69.038</b>
Profitabilitetsnøgletal:	baseret på gns.			
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
ROE	62,5%	48,4%	84,3%	101,2%
ROIC/ROCE	68,6%	22,3%	32,0%	45,5%
-EBIT%	25,0%	20,6%	29,9%	40,9%
-Capital turnover		1,08	1,07	1,11
Financial leverage multiplier		2,71	3,15	2,77
-Financial cost ratio	0,95	0,93	0,94	0,97
-Financial structure ratio		2,92	3,34	2,87
Tax effect ratio	0,92	0,80	0,84	0,80
		48,4%	84,3%	101,2%
Finansiering:				
	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
NLF	-5.943	-9.096	-3.176	10.556
NSF	-6.566	4.088	1.849	-5.633
Liquidity ratio	-0,64	-0,64	-0,21	0,40
SGR		24%	49%	71%