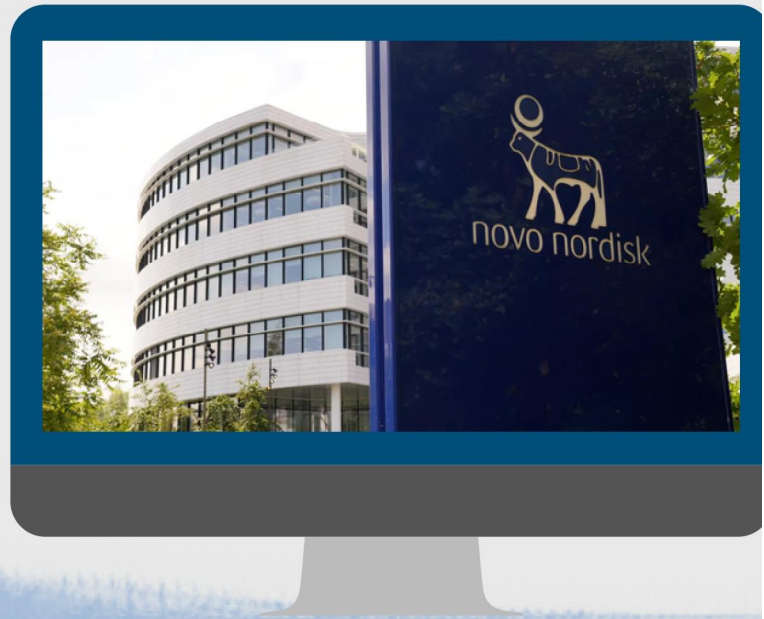


VÆRDIANSÆTTELSE AF NOVO NORDISK A/S



HD, Regnskab og økonomistyring

Maj 2026

Aalborg Universitet

Forfattere:

Marco Pedersen Mossing

Niels Munkholm Sørensen

Vejleder:

Jens Henrik Riis Andersen

Abstract

This study performs a fundamental valuation of Novo Nordisk A/S as of 31 December 2025, examining whether the company's share price reflects its intrinsic value. The analysis is motivated by the tension between Novo Nordisk's record-high 2025 earnings and its significantly lower market price of DKK 340,80 - a divergence driven by pricing pressure in the United States, emerging patent expires on semaglutide and intensifying competition from Eli Lilly.

The valuation employs a discounted cash flow (DCF) model as the primary method, supplemented by relative valuation through P/E and EV/EBITDA multiples. These are grounded in a five-year financial trend analysis (2021-2025) and a strategic analysis incorporating a Product Life Cycle assessment, the Ansoff Growth Matrix, and SWOT. The project adopts a deductive approach based exclusively on publicly available information and reflects an external investor perspective.

The strategic analysis reveals that future growth is highly dependent on products such as Oral Wegovy and CagriSema, while existing flagship products are approaching maturity. Eli Lilly has overtaken Novo Nordisk in the US GLP-1 market, and patent expiries alongside regulatory pricing dynamics represent the most significant risks. The financial analysis confirms strong profitability throughout the period, although 2025 shows a deceleration in revenue growth and a decline in capital productivity, with ROIC in freefall.

The DCF model, applying a WACC of 7.42% and a terminal growth rate of 2.0%, yields a base-case share price of DKK 441,51, with a sensitivity range of DKK 341,82 to DKK 614,70. The relative valuations produces estimates of DKK 609,89 (P/E) and DKK 687,20 (EV/EBITDA). Across all three methods, Novo Nordisk appears to trade at a significant discount relative to its peer group, implying a potential upside of 29,55% to 101,64% against the reference price. In relation to the calculated reference price of DKK 340,80, it's identified that there's an overlap between the DCF-valuation and applied reference price, if the historical volatility of Novo Nordisk stock value is taken into account. Hereby it can be concluded that the stock price is partly reflected within the DCF-valuation.

Indholdsfortegnelse:

Abstract.....	1
1. Indledning	4
2. Problemstilling.....	5
3. Problemformulering	5
4. Afgrænsning.....	6
5. Metode	7
5.1 Ambitionsniveau	7
5.2 Datatyper og dataindsamling	7
5.3 Vidensproduktionsprocessen	8
6. Branche- og peer-analyse	9
6.1 Kort introduktion til Novo Nordisk.....	9
6.2 Medicinalbranchen - strukturelle karakteristika	9
6.3 GLP-1-markedet - vækst, dynamik og fremtidsudsigter.....	11
6.4 Konkurrentanalyse - Novo Nordisk & Eli Lilly	12
6.5 Identifikation og begrundelse af peer-gruppe	13
6.6 Delkonklusion	14
7. Regnskabanalyse, trendanalyse og strategisk analyse	15
7.1 Femårig trendanalyse - centrale regnskabsposter	15
7.2 Analyse af nøgletal og operationelle drivere	17
7.2.1 Profitabilitet, margin-dekomponering og omkostningsstruktur.....	17
7.2.2 Kapitalproduktivitet, CAPEX og FCF	18
7.2.3 Finansieringsstruktur og udbyttepolitik.....	20
7.2.4 Samlet vurdering af trendanalysen	20
7.3 Produktlivscyklusanalyse (PLC).....	21
7.3.1 Introduktion - CagriSema.....	21
7.3.2 Vækst - Oral Wegovy	21
7.3.3 Modenhed - Ozempic & Wegovy (injicerbar)	22
7.3.4 Tilbagegang - Victoza (Insulin)	23
7.4 Ansoffs vækstmatrix	24
7.4.1 Markedspenetration.....	24
7.4.2 Markedsudvikling.....	25
7.4.3 Produktudvikling.....	25
7.4.4 Diversificering.....	26
7.5 SWOT-analyse	27
7.5.1 Styrker.....	28

7.5.2 Svagheder	28
7.5.3 Muligheder	29
7.5.4 Trusler.....	29
7.6 Delkonklusion og budgetimplikationer.....	30
8. Værdiansættelse	31
8.1 DCF-modellens teoretiske grundlag.....	31
8.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC).....	31
8.2.1 Risikofri rente	31
8.2.2 Markedsrisikopræmie (ERP)	32
8.2.3 Beta (β)	32
8.2.4 Gældsomkostning, skat og kapitalstruktur	33
8.2.5 Beregning af WACC.....	35
8.3 Budgetforudsætninger og FCF-prognose.....	35
8.3.1 Omsætningsvækst i budgetperiode	36
8.3.2 EBIT-margin i budgetperiode.....	39
8.3.3 Afskrivninger, CAPEX & WCR i budgetperiode	39
8.4 DCF-resultat	40
8.5 Relativ værdiansættelse - P/E.....	42
8.6 Relativ værdiansættelse - EV/EBITDA.....	43
8.7 Sammenligning af metoder og delkonklusion.....	44
9. Følsomhedsanalyse	45
9.1 Følsomhed: Sub-komponenter WACC (DCF)	45
9.2 Følsomhed: WACC og terminalvækst (DCF)	46
9.3 Best case- og worst case-scenarier	47
9.4 Samlet vurdering og delkonklusion	48
10. Konklusion.....	49
11. Kilder.....	51
12. Bilag.....	55
12.1 Bilag A	55
12.2 Bilag B	56
12.3 Bilag C.....	58
12.4 Bilag D.....	59
12.5 Bilag E	60
12.6 Bilag F	61

1. Indledning

Medicinalbranchen har i de seneste år gennemgået en markant transformation, ikke mindst drevet af fremkomsten af GLP-1-baserede lægemidler inden for diabetes og fedme. Novo Nordisk A/S har været den helt centrale aktør i denne udvikling, og virksomhedens aktiekurs blev på få år mangedoblet, båret af den globale udbredelse af præparater som Ozempic og Wegovy.

Ved indgangen til 2026 står Novo Nordisk imidlertid i en anden situation. Virksomheden har selv guidet et fald i omsætning og driftsresultat på 5-13 % (Novo Nordisk Årsrapport, 2025) i 2026, påvirket af prispres i USA, semaglutid-patentudløb i dele af det internationale marked samt skærpet konkurrence fra Eli Lilly. Aktiekursen er faldet markant fra sit historiske højdepunkt i 2024, og der er betydelig usikkerhed blandt investorer om, hvorvidt den nuværende markedskurs afspejler virksomhedens reelle langsigtede værdi.

Gennem det seneste årti er Novo Nordisk blevet en af verdens mest værdifulde virksomheder og periodisk også den største børsnoterede virksomhed i Europa, men i dag tegner der sig et markant anderledes billede. Aktiekursen er faldet omkring drastisk, drevet af skuffende testresultater, lavere forventninger og stigende konkurrence fra blandt andet Eli Lilly, hvilket har medført direktørskifte, nedskæringer og en generel nedjustering af fremtidsudsigterne. Mange investorer har derfor mistet interessen i aktien. Dykker man dog ned i regnskaberne, fremstår billedet mere nuanceret: trods den markante nedgang præsenterede Novo Nordisk sit højeste resultat nogensinde for 2025. Dette har efterladt mange i tvivl og skepsis, men samtidig viser nye tal, at rekordmange danske investorer nu ejer aktier i selskabet (Euroinvestor, 2026), hvilket er et tegn på, at troen på en fremtidig optur, som man oplevede frem mod 2024, langt fra er død.

Værdiansættelse af virksomheder er en grundlæggende disciplin inden for finansiering og regnskabsanalyse, og den er særligt udfordrende, når det gælder en virksomhed som Novo Nordisk, der opererer i en kapitalintensiv og stærkt reguleret branche med høj afhængighed af patentbeskyttelse, kliniske forsøg og politisk prispres. En korrekt vurdering kræver derfor ikke blot en grundig analyse af historiske regnskaber, men også et fremadskuende blik på markedsf forhold, konkurrencesituation og strategiske risici. Spørgsmålet er derfor, om aktiekursen afspejler en reel fundamental forringelse af virksomhedens langsigtede værdiskabelse, eller om markedet har overreageret, og aktien dermed handles til en kurs der ikke afspejler den underliggende værdi.

2. Problemstilling

En værdiansættelse af Novo Nordisk forudsætter en forståelse af den branche, virksomheden opererer i. Medicinalbranchen er kendetegnet ved høje adgangsbarrierer, patentbeskyttelse og regulatorisk kompleksitet - faktorer, der har direkte betydning for, hvilke værdiansættelsesforudsætninger der er rimelige. Hertil kommer, at Novo Nordisk ved indgangen til 2026 står i en særlig situation, hvor ekstraordinær historisk vækst møder en mere afdæmpet fremtidsudsigt med prispres, patentudløb og skærpet konkurrence. Denne spænding gør det relevant at vurdere, i hvilket omfang den aktuelle markedskurs afspejler virksomhedens fundamentale værdi og i hvilken grad Novo Nordisk kan sammenholdes med andre børsnoterede medicinalvirksomheder, da dette er afgørende for validiteten af en relativ værdiansættelse.

Projektet anlægger en deduktiv tilgang, hvor anerkendte værdiansættelsesmodeller anvendes på Novo Nordisk med udgangspunkt i offentligt tilgængelige regnskabsdata pr. 31. december 2025. En regnskabsmæssig analyse over fem år og en strategisk analyse af virksomhedens omverden danner tilsammen grundlaget for budgetforudsætningerne. Selve værdiansættelsen foretages med DCF-modellen som primær metode, suppleret af de relative multipler P/E og EV/EBITDA. Endelig underkastes resultaterne en følsomhedsanalyse, der identificerer de forudsætninger, værdiansættelsen er mest følsom over for, og kvantificerer konsekvenserne heraf i et best case- og worst case-scenarie.

3. Problemformulering

Hvad er den fundamentale værdi af Novo Nordisk A/S, og reflekterer selskabets aktiekurs omkring 31/12/2025 værdiansættelsen?

For at besvare problemstillingen, vil opgaven undersøge følgende underspørgsmål:

- Hvilke karakteristika kendetegner medicinalbranchen, og hvilke børsnoterede virksomheder kan tjene som sammenlignelige peers i en relativ værdiansættelse af Novo Nordisk?
- Hvad viser en regnskabs- og trendanalyse af Novo Nordisks finansielle udvikling i perioden 2021-2025, og hvilke strategiske forhold har betydning for virksomhedens fremtidige indtjeningsevne?

- Hvilke budgetantagelser burde ligge til grund for DCF-modellen, hvad er den estimerede værdi af Novo Nordisk baseret herpå, og hvordan forholder denne værdi sig til de relative værdiansættelser via P/E og EV/EBITDA?
- Hvilke forudsætninger er værdiansættelsen mest følsom over for, og hvad er konsekvenserne heraf for det estimerede værdiinterval?

4. Afgrænsning

Projektet afgrænses tidsmæssigt til at anvende årsregnskaber pr. 31. december 2025 for såvel Novo Nordisk som de udvalgte peer-virksomheder. Den historiske regnskabsanalyse dækker perioden 2021-2025 i form af en femårig trendanalyse. Der tages som udgangspunkt ikke højde for begivenheder efter balancedagen, medmindre disse vurderes at have væsentlig betydning for værdiansættelsen.

Brancheanalysen afgrænses til et udvalgt antal børsnoterede medicinalvirksomheder, i det børsnoterede virksomheder er underlagt skærpede oplysningskrav, hvilket sikrer en højere grad af sammenlignelighed og datatilgængelighed. Der foretages ikke en udtømmende analyse af hele medicinalbranchen, men derimod en fokuseret analyse af en peer-gruppe, der muliggør en meningsfuld relativ værdiansættelse. Udvælgelsen og afgrænsningen af peers begrundes i analysen

Værdiansættelsen foretages ved hjælp af tre tilgange: DCF-modellen samt de relative multipler EV/EBITDA og P/E. DCF-modellen udgør projektets primære værdiansættelsesmetode, idet denne er baseret på subjektive forudsætninger vedrørende blandt andet vækst, marginer og kapitalomkostninger, som nødvendiggør en grundig analytisk forankring. DCF-modellens forudsætninger vil i vid udstrækning blive understøttet af den forudgående regnskabs-, trend- og strategianalyse. Der foretages en følsomhedsanalyse på centrale forudsætninger. Novo Nordisk værdiansættes som én samlet enhed, og der foretages således ikke en segmentopdelt værdiansættelse.

Den strategiske analyse afgrænses til forhold, der har direkte relevans for værdiansættelsens budgetforudsætninger.

Der foretages ikke en dybdegående analyse af eksempelvis regulatoriske godkendelsesprocesser, patentjura eller forskning og udvikling på molekylært niveau.

Projektet anlægger et eksternt investorperspektiv og baseres udelukkende på offentlig tilgængelig information, herunder årsrapporter, investorpræsentationer og markedsdata. Der foretages ingen primær dataindsamling i form af interviews eller lignende. Omregning af regnskabstal i fremmed valuta foretages til spotkurser pr. balancedagen. Endelig afgrænses projektet fra at behandle skattemæssige og juridiske forhold ud over, hvad der fremgår direkte af de anvendte regnskaber.

5. Metode

5.1 Ambitionsniveau

Projektet opererer primært på det beskrivende og det forklarende niveau. På det beskrivende niveau kortlægges branchens karakteristika, Novo Nordisks finansielle udvikling og peer-gruppens sammensætning. På det forklarende niveau analyseres de årsagssammenhænge, der ligger bag den historiske udvikling, og de forudsætninger, der driver værdiansættelsen. Ambitionsniveauet afspejles direkte i problemformuleringens undersøgelsesspørgsmål, som er formuleret med stigende kompleksitet fra det beskrivende over det analyserende til det vurderende niveau.

Projektet har ikke til formål at løse et specifikt problem, men derimod at estimere og forklare Novo Nordisks værdi på baggrund af anerkendte teoretiske modeller og offentligt tilgængelige data. Valget af ambitionsniveau er truffet med udgangspunkt i, at en værdiansættelse af en børsnoteret virksomhed i sagens natur er et estimat med usikkerhed, og at en nuanceret vurdering af denne usikkerhed i sig selv kan udgøre en værdifuld konklusion.

5.2 Datatyper og dataindsamling

Projektet baseres på kvantitative sekundære data. De kvantitative data udgøres primært af regnskabstal fra Novo Nordisks årsrapporter for perioden 2021-2025 samt tilsvarende regnskabsdata for peer-virksomhederne. Hertil kommer markedsdata i form af aktiekurser, markedsværdier og finansielle multipler indhentet fra anerkendte finansielle databaser samt estimater lavet af eksperter.

Den kvantitative tilgang er valgt, fordi værdiansættelse i sin kerne er en matematisk øvelse, hvor regnskabsmæssige og finansielle data bearbejdes i modeller med foruddefinerede rammer. Den kvalitative dimension indgår i den strategiske analyse af Novo Nordisks omverden, hvor brancheforhold, konkurrencesituation og fremtidsudsigter vurderes på baggrund af virksomhedens egne udsagn i årsrapporter og investorpræsentationer samt uafhængige brancherapporter. Der foretages ingen primær dataindsamling, såsom interviews eller spørgeskemaer, idet projektet anlægger et eksternt investorperspektiv, der udelukkende bygger på offentligt tilgængelig information.

5.3 Vidensproduktionsprocessen

Projektet anvender den deduktive metode. Udgangspunktet er anerkendte værdiansættelsesteorier og -modeller, specifikt DCF-modellen, P/E-multiplen og EV/EBITDA-multiplen, som appliceres på Novo Nordisk. Den deduktive tilgang indebærer, at de teoretiske rammer er fastlagt forud for analysen, og at den empiriske analyse består i at anvende disse rammer på virksomhedens faktiske regnskabs- og markedsdata for at nå frem til et værdiestimat.

Den induktive metode, hvor man ud fra konkrete observationer udleder generelle principper, er fravalgt, da projektets formål ikke er at udvikle ny teori, men at anvende eksisterende teori på en specifik virksomhed.

6. Branche- og peer-analyse

6.1 Kort introduktion til Novo Nordisk

Novo Nordisk A/S er en dansk multinational lægemiddelvirksomhed grundlagt i 1923, med hovedsæde i Bagsværd. Virksomheden er fondsejet af Novo Holdings A/S og er desuden noteret på Nasdaq Copenhagen. (Novo Nordisk, 2026)

Novo Nordisks forretning består af udvikling, produktion samt markedsføring af lægemidler. Hovedparten af deres aktiviteter inden for diabetes og hjertekarsygdomme og senest fedme. De har i over 100 år haft en stærk global position inden for insulinbehandling og er i dag stadig en af markedets største aktører. Det som har været den største årsag bag deres succes, er deres forholdsvis nye GLP-1 teknologi. På baggrund af denne teknologi har de udviklet lægemidlerne Ozempic og Wegovy, som har skabt en markant efterspørgsel, grundet deres egenskaber ift. type 2-diabetes og fedme.

Novo Nordisks forretningsmodel er kendetegnet ved store langsigtede investeringer i forskning og udvikling, samarbejder med sundhedsmyndigheder over hele kloden, samt en betydelig global distributions- og produktionskapacitet. Novo Nordisk beskæftiger over 69.000 medarbejdere i 80 lande og sælger deres produkter i omkring 170 lande. (Novo Nordisk, 2026)

Deres store succes har en tydelig tilknytning til deres patenter og godkendelse fra regulatoriske myndigheder. Dette har gjort, at de har haft muligheden for at udvikle og beskytte deres massive investeringer, som har givet dem en stærk position på markedet.

På trods af den seneste tids modvind, herunder skuffende kliniske resultater og stigende konkurrence, forbliver Novo Nordisk en af de mest indflydelsesrige aktører i branchen, hvor der fortsat er potentiale for vækst.

6.2 Medicinalbranchen - strukturelle karakteristika

De største kendetegn ved medicinalbranchen er det høje kapitalkrav, patentbeskyttelse, regulatorisk kompleksitet samt meget omfattende udviklingsprocesser. Ligesom at man i Danmark har oplevet hvor stor indflydelse at Novo Nordisk har på landets økonomi, så er samme billede gældende i hele Europa. Ifølge European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations (EFPIA), har den samlede europæiske medicinalindustri investeret ca. EUR 55

mia. i forskning og udvikling i 2024. (EFPIA, 2025). EFPIA vurderer, at forskning og udvikling alene i medicinalbranchen genererer omkring 950.000 arbejdspladser, som yderligere indirekte genererer omkring 3 gange så mange arbejdspladser, både upstream og downstream. Det er den branche i Europa, som investerer den største procentdel af omsætningen i forskning og udvikling (EFPIA, 2025). Dette giver derfor et godt billede på, netop hvor høj adgangsbarrieren er i denne branche, da der i forvejen er en ekstrem mængde kapital.

Patentbeskyttelse giver branchen en særlig dynamik, da virksomheder med patent på lægemidlet, har en tidsbegrænset ret, typisk i 20 år, til at producere og sælge det. (Congress.gov, 2024). Dette giver selvfølgelig både fordele og ulemper. Virksomheder med patenter har bedre mulighed, samt stor incitament, for at foretage disse massive investeringer, som beskrevet tidligere. Uden patentbeskyttelse, ville virksomhederne være mere påpasselige med deres investeringer. Bagsiden ved dette er, at konkurrencen naturligvis stiger, når patentet udløber. Indtjeningsevnen kan derfor være meget afhængig af, hvorvidt deres produkter stadig er patentbeskyttet. Det er estimeret, at patenterede lægemidler med en samlet årlig omsætning på USD 200 mia, vil miste deres patentbeskyttelse mellem 2025-2030 (DrugPatentWatch, 2025).

En yderligere barriere er de regulatoriske godkendelsesprocesser, inden et lægemiddel kan komme på markedet. I USA er det Food and Drug Administration (FDA), som godkender lægemidler, mens det i Europa er European Medicines Agency (EMA). I USA er der færre steps i godkendelsesprocessen, da det modsat EMA kun gælder på et enkelt land. Efter EMA's Committee for Medicinal Products for Human Use har godkendt lægemidlet, som herefter også godkendes af Europa-kommissionen, så er godkendelsen gældende i alle EU-landene og Norge, Island og Liechtenstein. På trods af en central godkendelse, skal de enkelte lande selv bestemme prisfastsættelse og refusion. Dette gør at markedsadgangen bliver mere fragmenteret, grundet disse forhandlinger, som forsinker processen og øger de administrative omkostninger. (Europa-Kommissionen, 2012).

Dette kommer blandt andet til syne i Novo Nordisk, når man ser på deres salg til det amerikanske marked, som står for ca 56% af den samlede omsætning (Novo Nordisk Årsrapport 2025).

Alle disse faktorer er medvirkende til, at medicinalbranchen kan karakteriseres som en branche med en rigtig stor rentabilitet, men samtidig med en tilsvarende høj risiko, med lange tids-

horisonter for afkast på investeringerne. Disse strukturelle forhold i branchen har en stor påvirkning på værdiansættelsen af Novo Nordisk, da der er en stor risici forbundet med vækstprognoserne og DCF-modellens budgetperiode.

6.3 GLP-1-markedet - vækst, dynamik og fremtidsudsigter

Som tidligere nævnt, har den største drivkraft bag Novo Nordisks vækst været deres GLP-1 lægemidler. Oprindeligt var lægemidlet tiltænkt behandling af type 2 diabetes, der i de seneste år også har vist sig at kunne anvendes inden for fedmebehandling. Dette har gjort GLP-1 markedet til et hurtigt voksende marked.

Netop denne konklusion, kan man også tydeligt se i markedsestimaterne, samt forecasts.

Goldman Sachs Research anslår at det globale GLP-1 marked har en værdi på ca. USD 95 mia i 2030 (Goldman Sachs, 2025), mens TD Securities estimerer en værdi på USD 139 mia. (TD Securities, 2025). Selvom der er en uenighed mellem de forskellige forecasts og estimater er der stadig en helt klar tendens, nemlig at markedet vil vokste. Ifølge Fortune Business Insights har GLP-1 agonist lægemidler en markedsværdi på ca. USD 63 mia. i 2025. (Fortune Business Insights, 2026)

Denne forventede vækst har flere faktorer som er skyld i fremdriften. Den første faktor er en fortsat stigning i fedmepatienter. Ifølge J.P. Morgan vil antallet af patienter i USA på GLP-1 lægemidler stige fra 10 millioner i 2025 til omkring 25 millioner i 2030. (J.P. Morgan, 2026). Der er derfor intet der tyder på, at efterspørgslen falder i den nærmeste fremtid.

En anden væsentlig faktor, er at EMA i september 2025 godkendte en opdatering af Rybelsus, som er en tablet til behandling af type 2-diabetes. Denne opdatering indebar, at den nu også omfatter kardiovaskulære fordele, som med andre ord betyder at den ligesom Wegovy og Ozempic også øger vægttab. Dette gør den til den første orale GLP-1 med kardiovaskulær effekt i EU (Novo Nordisk Press release september, 2025)

En faktor der dog hæmmer væksten, især i Europa, er den førnævnte høje regulatoriske kompleksitet. Hvis man tager udgangspunkt i EU4+UK, altså Frankrig, Italien, Spanien, Tyskland og Storbritannien, er der altså kun 3 ud af disse lande, hvor GLP-1 lægemidler bliver delvist refunderet. ISPOR har foretaget en analyse pba. dette, som konkluderer at europæiske patienter ikke er lige så villige til at betale, som de amerikanske. (ISPOR, 2024)

6.4 Konkurrentanalyse - Novo Nordisk & Eli Lilly

Som identificeret udgør størstedelen af Novo Nordisk omsætning salg af GLP-1 produkter, og har siddet med størstedelen af markedsandelene på GLP-1-markedet. Markedet er hovedsageligt bestående af to aktører, som har langt størstedelen af markedsandelene - Novo Nordisk og Eli Lilly. Eli Lilly er klart Novo Nordisks største konkurrent, ikke blot fordi de begår sig på det samme marked (indenfor lægemidler), men også på størrelse og produktionskapacitet. Novo Nordisk har over en længere periode haft fordel af at være 'first-mover' på GLP-1-markedet, men ser ind i at de bliver indhentet af Eli Lilly i henhold til markedsandele. Dette er særligt blevet tydeligt i 2. kv. 2025, hvor Eli Lilly's markedsandel var steget til 57% på det amerikanske marked (PharmaVoice, 2025). Udviklingen skyldes primært udviklingen i det amerikanske marked, hvor Eli Lilly (som en amerikansk virksomhed) har formået at følge udviklingen bedre i markedet, og opskaleret til den nødvendige kapacitet hurtigere end Novo Nordisk. Idet væksten primært er drevet af udviklingen i USA kan det siges at Eli Lilly har en konkurrencemæssig fordel, som Novo ikke har på baggrund af geografisk placering. Herunder har Eli Lilly og Novo Nordisk indgået aftaler med den amerikanske regering parallelt om at udvide adgangen til fedmemedicin for millioner af amerikanere, samtidigt med at der indsættes et prisloft på deres produkter. Disse aftaler er indgået i forbindelse med Most-Favored-Nation (MFN) igangsat af Trump-regeringen via en executive order (Congressional Research Center, 2025). Bekendtgørelsen tilgodeser ingen af de to aktører, men ændrer landskabet for medicinalmarkedet i USA med lavere marginer.

Et andet bemærkelsesværdigt forhold på det amerikanske medicinalmarked, er det for nyligt lancerede (17. juni 2025) CNPV-program (American Action Forum, 2025). CNPV-programmet er kort fortalt en accelereret godkendelsesproces for nye medicinalprodukter i USA. Overordnet set er CNPV ikke unikt, idet lignende tidsbesparende programmer eksisterer i de fleste lande - eksempelvis EU, Japan og Kina. Oftest er tidsbesparelsen mellem 25-50%, hvor man ved anvendelse af CNPV-programmet kan reducere proces-tiden med 80-90%, hvilket gør det unikt. Timingen af denne strukturelle ændring har gjort det endnu vigtigere end før, at være hurtigt ud af starthullerne i et marked præget af høj vækst, og udfordringer med produktionskapacitet. Novo Nordisk har dog stadig en fordel i, at deres oral GLP-1 blev godkendt før Eli Lilly's oral GLP-1. Samt er Novo Nordisk's orale GLP-1 mere effektiv i henhold til vægttab end Eli Lilly's - 16,6% mod 12,4%, dog er Eli Lilly's mere brugervenlig og er bygget på deres 'small-molecule' platform, som gør det nemmere at bygge videre på (AL Sydbank, 2025). Altså har begge aktører fordele på forskellige fronter.

Det konkurrencemæssige pres er også tydeligt i forbindelse med forskellen i virksomhedernes guidance for 2026. I 2026 forventer Novo Nordisk et fald i resultat af primær drift og omsætningen på 5-13%, men hvis der tages højde for 'konstante valutakurser' (CER) vil faldet være på mellem 1-11% (Novo Nordisk Årsrapport 2025). CER viser den underliggende udvikling i virksomheden, hvor der ikke tages højde for valutakurser (gevinst/tab), som ikke udgør en del af virksomhedens primære aktivitet. Forventningen fra Novo Nordisk er til stærk kontrast i forhold til Eli Lilly's guidance for 2026, som forventer en stigning i omsætningen på mellem 23-27% (Eli Lilly, 2026).

Ud over de to aktører er der en række mindre potentielle fremtidige direkte konkurrenter. Lige nu er der over 60 virksomheder på verdensplan, som udvikler GLP-1 lægemidler (Redbock, 2025). Nogle af disse virksomheder er: Pfizer, Amgen, AstraZeneca, Viking Therapeutics og Structure Therapeutics - disse virksomheders GLP-1 produkter er fortsat i testfasen. Herudfra ses der potentielt ind i et fremtidigt marked med yderligere skærpet konkurrence, hvor Novo Nordisk og Eli Lilly blot høster fordelene ved at være first-movere.

6.5 Identifikation og begrundelse af peer-gruppe

Til anvendelse i senere relative værdiansættelse konstrueres en 'peer-gruppe', som er bestående af sammenlignelige virksomheder indenfor medicinalbranchen. I den relative værdiansættelse tages der udgangspunkt i en gennemsnitsbetragtning, hvor virksomhederne vægtes på baggrund af deres sammenlignelighed - altså et vægtet gennemsnit. Vægtene defineres ud fra et kvalitativt skøn baseret på det opnåede kendskab til medicinalbranchen og dets aktører i afsnit 1-3 i kapitel 6. Udvælgelsen bygger på kriterierne: børsnoteret, har aktivitet i medicinalbranchen og begår sig på nogle af de samme geografiske markeder.

Gennemsnitsbetragtningen er med til at give et mere balanceret og mindre følsomt estimat, eftersom det er baseret på flere virksomheder, hvor eventuelle outliers og kvalitative valg af kriterier for værdiansættelse bliver udvandet i værdiestimatet. Altså er den relative værdiansættelse bygget på et fundament, som er mere solidt ved anvendelse af gennemsnitsbetragtningen. Herunder anerkendes det at bestemte peers har større sammenlignelighed med Novo Nordisk end andre, hvorfor det vægtede gennemsnit introduceres og anvendes.

Virksomhed	Vægt	Børskode	Grundlag for valg
Eli Lilly	35%	LLY	Direkte konkurrent til Novo Nordisk i henhold til GLP-1-markedet.
AstraZeneca	15%	AZN	Bred stor pharma baseret i EU. Mere diversifikation iht. produktmix. Påbegyndt GLP-1 aktiviteter.
Merck & Co.	15%	MRK	Stor pharmavirksomhed, med koncentrationsrisiko sammenlignelig med Novo.
Sanofi	10%	SAN (EuroNext Paris)	Tidligere pharma med fokus på diabetes. Baseret i EU.
Pfizer	10%	PFE	Stor pharmavirksomhed baseret i USA. Har opkøbt sig til GLP-1 pipeline.
Amgen	5%	AMGN	Amerikansk pharmavirksomhed med GLP-1 pipeline.
Lundbeck	5%	HLUN	Dansk pharmavirksomhed. Geografisk tæt på Novo.
Johnson & Johnson	5%	JNJ	Bred stor pharma baseret i USA. Med mere diversifikation iht. produktmix.

Figur 1: Peer-gruppe med vægt, børskoder og begrundelse. Kilde: Egen udarbejdelse.

6.6 Delkonklusion

Medicinalbranchen er kendetegnet ved høje adgangsbarrierer, store investeringer i forskning og udvikling, samt afgørende patentbeskyttelse, som muliggør høj indtjening, men som også medfører øget konkurrence ved patentudløb. Overordnet set er det en stærk profitabel, men risikofyldt branche med lange investeringshorisonter. GLP-1-markedet er centralt for Novo Nordisks vækst og forventes at vokse markant frem mod 2030. Markedet domineres af Novo Nordisk og Eli Lilly, men konkurrencen er stigende, både fra Eli Lilly, som aktuelt vokser hurtigere, og fra en bred pipeline af aktører.

Konkurrentanalysen viser at selvom Novo Nordisk fortsat er en stor aktør på GLP-1 markedet, har de mistet førertrøjen på det amerikanske marked til Eli Lilly, hvilket er det største marked for GLP-1 lægemidler. Herunder at ændringer i regulatoriske forhold og godkendelsesprocesser kan have afgørende betydning for de fremtidige forventninger. Dynamikken har

direkte relevans for værdiansættelsens budgetforudsætninger, især antagelserne om omsætningsvækst, FCF og marginer, der behandles i kapitel 7 og 8. Særligt i henhold til peer-virksomhederne er en række børsnoterede medicinal-virksomheder udvalgt, jf. figur 1 i kapitel 6.5. Anvendelsen af peer-gruppen finder direkte relevans til de relative værdiansættelser, og tager udgangspunkt i en gennemsnitbetragtning for at minimere koncentrationsrisikoen i værdiestimerne, der anvendes i kapitel 8.

7. Regnskabanalyse, trendanalyse og strategisk analyse

7.1 Femårig trendanalyse - centrale regnskabsposter

Den femårige trendanalyse er grundlæggende med til at forklare og beskrive Novo Nordisk udvikling. Særligt centrale nøgletal og regnskabsposter, hvorudfra der dannes et indblik i virksomhedens indtjeningssevne, kapitalstruktur og investeringer. Til analyse af regnskabstallene i den femårige periode anvendes managerial balance sheet (Gabriel Hawawini & Claude Viallet, 2025) for at bedre kunne adskille driftsmæssige og finansieringsmæssige forhold. Nedenfor er de centrale regnskabstal for Novo Nordisk fra perioden 2021-2025. Regnskabstallene er oplyst i DKK mio. og er baseret på tal fra Novo Nordisk's reviderede årsregnskaber. (Novo Nordisk, 2022; 2023; 2024; 2025). Underliggende beregninger, som bliver henvist i kapitlet, fremgår af bilag A.

I figur 2 er der ikke taget højde for CER/'konstante valutakurser'. Det fremgår af figur 2 at Novo Nordisk har haft kraftig vækst i den definerede periode, med vækst i omsætningen mellem 11-31%, såfremt der ikke tages højde for 2025. 2025 er i stærk kontrast til de tidligere år, og viser en kraftig opbremsning i væksten på trods af fortsat fremgang i omsætningen. Som identificeret i kapitel 6 er opbremsningen i væksten særligt præget af tabte markedsandele i USA til Eli Lilly, herunder en aftale med den amerikanske stat om et prisloft på produkterne. Altså er vækst-rejsen ikke uden udfordringer - i kapitel 7.2 bliver tallenes udvikling nærmere analyseret, med særligt fokus på fremtidige budgetantagelser.

Hovedtal resultatopgørelse (mio. DKK / %)	2021	2022	2023	2024	2025
Udvikling i omsætning	10,90%	25,68%	31,26%	25,03%	6,43%
Omsætning	140.800	176.954	232.261	290.403	309.064
Dækningsbidrag	117.146	148.464	196.493	245.971	250.342
% af omsætning (DB)	83,20%	83,90%	84,60%	84,70%	81,00%
EBITDA	64.669	82.171	111.987	147.446	149.640
% af omsætning (EBITDA)	45,93%	46,44%	48,22%	50,77%	48,42%
EBIT	58.644	74.809	102.574	128.339	127.658
% af omsætning (EBIT)	41,65%	42,28%	44,16%	44,19%	41,30%
EBT	59.080	69.062	104.674	127.191	130.540
% af omsætning (EBT)	41,96%	39,03%	45,07%	43,80%	42,24%
EAT	49.146	55.525	83.683	100.988	102.434
Hovedtal managerial balance (mio. DKK / %)	2021	2022	2023	2024	2025
Likvider	10.720	12.653	14.392	15.655	26.464
WCR	-126	-10.926	-29.503	-38.795	-32.628
Øvrige omsætningsaktiver	14.611	20.593	28.673	33.335	25.510
Anlægsaktiver	108.913	133.063	174.840	303.842	370.449
Invested Capital	134.118	155.383	188.402	314.037	389.795
Kortfristet rentebærende gæld	39.126	35.066	43.571	66.021	62.554
Langfristet rentebærende gæld	24.246	36.831	38.270	104.530	133.194
Egenkapital	70.746	83.486	106.561	143.486	194.047
Capital Employed	134.118	155.383	188.402	314.037	389.795
CAPEX	25.668	31.512	51.190	148.109	88.589

Figur 2: Novo Nordisk - centrale regnskabsposter og nøgletal for perioden 2021-2025. Kilde:

Novo Nordisk Årsrapporter 2021-2025 & egne beregninger. Se bilag A.

7.2 Analyse af nøgletal og operationelle drivere

7.2.1 Profitabilitet, margin-dekomponering og omkostningsstruktur

Bruttomarginen/dækningsgraden har historisk (2021-2024) været stabilt mellem 83-85%, hvor den har været svagt stigende indtil 2025, hvor nøgletallet fik et 'hug' ned til 81%, hvilket er et usædvanligt lavt niveau for Novo Nordisks standarder. Dette giver anledning til spørgsmålet, hvorvidt det er stigende omkostninger pr. enhed eller større volume med lavere salgspriser.

Her udtrykker Novo Nordisk sig således i 2025 årsrapporten:

“The volume growth of the global branded GLP-1 obesity market was 104%. Novo Nordisk is the global market leader with a branded volume market share of 59.6%.” (Novo Nordisk, 2025)

Altså er der ikke tale om nedbremsning i volumen eller stigende COGS, men et prispres. Specifikt er der tale om et regulatorisk prispres i USA, som identificeret i kapitel 6.3 - det største ekspanderende marked. Novo Nordisk får herved realiseret deres produkter til en lavere pris, end hvad de tidligere har gjort, hvorfor der også er fremført en negativ 2026 guidance.

På trods af en presset dækningsgrad holder EBITDA som andel af omsætningen sig på det historiske niveau. Det historiske niveau ligger mellem 45-50% - i 2025 var det på 48,42%. Udviklingen er tydelig, såfremt salgs- og administrationsomkostningerne sammenholdes med omsætningen - dette er således faldet fra 37,27% (2021) til 32,58% (2025) jf. bilag B. Novo Nordisk har formået at bibeholde indtjeningen på EBITDA-niveau ved en effektiv ændring i omkostningsstrukturen.

EBIT i forhold til omsætningen har ligesom dækningsgraden også haft en svagt stigende tendens i perioden mellem 2021-2024, og har fået et 'hug' i 2025. På trods af dette er den fortsat på niveau med det historiske niveau, men forholdene er ikke helt sammenlignelige med 2021, idet den svage stigning i perioden og faldet i 2025 ikke har direkte korrelation til hinanden. Spredningen mellem EBITDA og EBIT har historisk mellem 2021-2023 været cirka 4%, hvor den i 2024 og 2025 steg til henholdsvis 6,5% og 7,1% (spredningen repræsenterer afskrivninger og nedskrivninger). Herved er der to sandheder, som modvirker hinanden - 1. effektiv ændring i omkostningsstrukturen i et vækstscenarie - 2. markant øgede afskrivninger i 2024 og 2025, som følge af øget CAPEX. Afskrivningerne er af strukturel karakter, hvorudfra Novo Nordisk kan udvikle sig ud af værditabet, eller spare sig ud af det. CAPEX bliver nærmere gennemgået i afsnit 7.2.2 & 7.2.3.

De finansielle poster er af bagatelagtig karakter i resultatopgørelsen, hvilket er repræsenteret i den snævre forskel mellem EBIT og EBT. Dette er et bemærkelsesværdigt forhold, idet regnskabet aflægges i DKK og ca. 78% af salget er til lande udenfor EU, som vil indikere større finansielle risici i forbindelse med valuta. Størrelsesordenen af de finansielle poster er begrundet i, at deres finansielle risici i henhold til valutakurser er afdækket ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter, som en del af deres 'hedging-strategi'. Reguleringer heraf bliver foretaget direkte over egenkapitalen, altså indgår disse reguleringer ikke under finansielle poster i resultatopgørelsen.

Skatteprocenten har også historisk lagt under den danske selskabsskat på 22%. Novo Nordisks skatteprocent har lagt mellem cirka 17,0-21,5% i den undersøgte periode. Den lavere skatteprocent er forårsaget af fordelagtige skatteregler i henhold til udvikling og forskning, som forårsager permanente forskelle, som ikke blot udskydes til et senere tidspunkt. Dette er et generelt forhold for danske udviklings- og forsknings-virksomheder i Danmark.

Overordnet set er indtjeningssevnen særdeles god, såfremt resultatopgørelsen vurderes isoleret, som beskrevet ovenfor. På trods af svækkede nøgletal, som er gået fra rigtig godt til næsten ligeså godt som før.

7.2.2 Kapitalproduktivitet, CAPEX og FCF

Novo Nordisk har haft intensiv vækst de seneste fem år - vækst som har krævet en lige så intensiv investeringsstrategi. Dette er særligt afspejlet i deres CAPEX (nettoinvesteringer), som i perioden 2021-2023 steg fra DKK mio. 25.668 til 51.190, hvorefter den i 2024 kom op på DKK mio. 148.109 og 88.589 i 2025. Kort sagt investerer Novo Nordisk intensivt i fremtiden. Det skal siges at en stor del af CAPEX i 2024 og 2025 er vedrørende opkøb af virksomheder, nærmere er der tale om Catalent for DKK mia. 114 i 2024 (Berlingske, 2024), og Akero Therapeutics for DKK mia. 30 i 2025 (DR, 2025). Hvis der ses bort fra disse handler vil CAPEX ligge på niveau med tidligere år, med et niveau mellem DKK mio. 30.000-50.000. Invested Capital er også særligt påvirket af de intensive investeringer og er næsten tredoblet i størrelse. Heri ligger en af de centrale problemstillinger i Novo Nordisk nuværende position. Underliggende beregninger er repræsenteret i bilag B. Aktivernes omsætningshastighed (AOH) har nemlig i perioden 2021-23 ligget mellem 1,05 og 1,23, hvor den toppede i 2023, men på

grund af en eksplosiv CAPEX er AOH i 2024 og 2025 faldet til henholdsvis 0,92 og 0,79. Udviklingen i AOH er accelereret af 2 særskilte faktorer - 1. prispres på det amerikanske marked - 2. høj CAPEX. Disse to faktorer har en negativ dominoeffekt gennem nøgletal, hvorudfra kapital-produktiviteten vurderes såsom ROCE/ROIC, som ligger på et bemærkelsesværdigt lavt niveau - 32,75% i 2025. ROCE/ROIC har historisk lagt mellem 40-55%, hvor den toppede i 2023, herefter har nøgletallet været i frit fald (ca. 22%-point). Er faldet i ROCE/ROIC og AOH en midlertidig forskydning midt i en intensiv kapacitetsudvidelse, hvor AOH kan genfinde sit niveau omkring 1,05-1,20 igen, eller er det et mere strukturelt fald hvor, det normalisere sig på et mere modent GLP-1-marked? Siden der er tale om historiske store investeringer, er det mere sandsynligt at der er tale om en fremtidssikring, derfor bør CAPEX være på et lavere niveau i den nærmeste fremtid, nærmere en CAPEX omkring DKK mio. 30.000-40.000.

GLP-1 markedsværdien i 2025 er vurderet på global plan til at være mellem USD mia. 60-70 (ca. DKK mia. 400) (Grand View Research, 2026) (Fortune Business Insights, 2026), hvilket stemmer godt overens med markedsandelen som Novo Nordisk nævner i deres 2025 årsrapport på 59,6%, med salg af GLP-1 produkter af DKK mia. 234,5. Estimerne for den samlede markedsværdi i 2030, som identificeret i kapitel 6.2, ligger mellem USD mia. 95-139 (stigning mellem 46-114%). Væsentlig usikkerhed er forbundet med fremtidige estimer, hvorfor et gennemsnit af estimerne anvendes til værdiansættelsens udgangspunkt. Derfor anvendes et estimat for 2030 på USD mia. 117, som vil være tilsvarende en stigning på 80% (65→117). Med en formodning om en CAPEX på et lavere niveau, vurderes det at stigningen i invested capital burde ligge på et gennemsnitlig niveau omkring DKK mio. 35.000 i budgetperioden. Novo Nordisks udfordringer med at følge markedets udvikling vurderes ikke at ændre sig, grundet skærpet konkurrence på markedet, hvilket var identificeret i kapitel 6.3. Derfor antages de blot at høste gevinsten af $\frac{3}{4}$ af væksten i markedet, med et mildt tab af yderligere markedsandele. Ud fra disse antagelser vil omsætningen stige til DKK mio. 449.764 og invested capital til DKK mio. 564.795 jf. bilag B, følgende forhold giver en AOH på 0,80. Med udgangspunkt i identificerede forhold i kapitel 6 og ovenstående trendanalyse, er faldet i AOH og ROCE/ROIC mere af strukturel karakter. Hvis AOH normaliseres omkring 1,20 igen vil en stigning i GLP-1 salget på cirka 120% være nødvendig, altså markant over det øvre spænd af den forventede markedsværdi i 2030, særligt hvis tesen om Novo Nordisk kun vil kunne realisere $\frac{3}{4}$ af markedsvæksten fortsat er gældende.

Det frie cashflow (FCF) er naturligvis kraftigt påvirket af den øgede CAPEX, hvorfor FCF er negativt i 2024 (DKK mia. -14.707) og af beskeden karakter i 2025 (DKK mia. 28.295) på trods af stærke resultater/avancer. Med forventningen om normalisering af CAPEX på et lavere niveau forventes FCF at stige tilsvarende. Avancerne som gennemgået i kapitel 7.2.1 vurderes samtidigt at beholde dets niveauer, som følge af god adaptiv omkostningsstruktur.

7.2.3 Finansieringsstruktur og udbyttepolitik

Novo Nordisk har i perioden 2021-2023 været præget af en solid og stabil finansieringsstruktur, med en financial structure ratio på mellem 1,77-1,90, hvor der samtidigt er fastholdt en payout ratio på cirka 50% over hele perioden jf. bilag A & B. Herunder har udbyttet historisk set være selvfinansieret, altså ikke gældsfinansieret. Men i 2024 og 2025 har Novo Nordisk gældsfinansieret udbyttet og fastholdt udbyttepolitikken med en payout ratio på 50%. Gældsfinansieringen har været nødsaget, grundet stigningen i CAPEX, der er beskrevet i foregående kapitel 7.2.2. Gældsfinansieringen har set financial structure ratio stige til 2,17 og 2,05 i henholdsvis 2024 og 2025, hvor ratioen ellers har haft en nedadgående tendens. Forholdet er ikke af kritisk karakter, eftersom Novo Nordisk fortsat er særdeles velkonsolideret med høje marginer. Desuden kan de fortsat ændre udbyttepolitikken for at rejse mere kapital. Hvad udviklingen viser, er et Novo Nordisk, som anvender ekstraordinære metoder til at finansiere deres vækst, altså har de ikke kunnet vokse som de har gjort uden gældsfinansiering. Ikke et Novo under stort finansielt pres.

7.2.4 Samlet vurdering af trendanalysen

Trendanalysen giver et nuanceret billede af Novo Nordisk ved udgangen af 2025. Virksomheden har aldrig haft en større omsætning, resultatet er også på rekordhøjt niveau og er fortsat markedsleder på GLP-1 markedet. Fortsat tårnhøje marginer og avancer med en stabil drift, og massivt øget produktionsapparat.

Dog tegner der sig udfordringer ved nærmere undersøgelse af de finansielle forhold. Omsætningen er bremset - ikke som følge af mindre volume, men lavere realiserede priser beskrevet som regulatorisk prispres. Som yderligere understøttes af virksomhedens negative 2026 guidance. Samtidigt er CAPEX på et rekordhøjt niveau, som sammen med prispreset har udfordret kapital-produktiviteten. Udfordringen vurderes at være strukturel af karakter på baggrund af vækst i markedet og tabte markedsandele. FCF er også udfordret af CAPEX i 2024 og

2025, som forventes at normalisere på et højere niveau. Disse afvejninger er centrale for budget-antagelserne i DCF-modellen.

7.3 Produktlivscyklusanalyse (PLC)

Der vil anvendes en PLC-analyse (PK Medier, 2023) som et strategisk værktøj, til at definere og analysere hvordan Novo Nordisks produkter udvikler sig over tid, gennem de fire faser: Introduktion, vækst, modning og nedgang. Alle de fire faser har træk med hensyn til vækst, konkurrenceforhold og investeringsbehov. Denne analyse er yderst relevant for Novo Nordisk, da selskabet har et begrænset antal af produkter, hvor der bliver analyseret på produkternes omsætningsudsigter, samt de vækstantagelser, der lægges til grund for DCF-modellen.

7.3.1 Introduktion - CagriSema

CagriSema er Novo Nordisks næste generation af lægemiddel mod fedme, som består af en blanding af cagrilintid og deres hidtil brugte semaglutid. De første tests, kaldet REDEFINE 2, viste at CagriSema gav det man kalder et overlegent vægttab på 15,7% hos voksne med fedme eller type 2-diabetes. (Novo Nordisk, 2025a). Dette gav store forventninger for lægemidlets potentiale. Blandt andet blev det projiceret at dette ville genere et salg på USD 15,2 mia. i 2030 (Evaluate Pharma, 2025). Det er dog en væsentlig pointe at fremhæve, at forventningerne til CagriSema's performance er blevet nedjusteret. Dette sker efter sammenligningsstudiet, mellem CagriSema og Eli Lillys lægemiddel Zepbound. I forløbet på 84 uger, gav CagriSema et vægttab på 23%, mens Zepbound fik patienterne til at opnå vægttab på 25,5% (Sydin-vest, 2025). Det er svært at sige noget med sikkerhed om dette præparat, da det stadig befinder sig i introduktionsfasen. Det kan være afgørende for Novo Nordisks fremtidige vækst og kan derfor også spille en væsentlig rolle for de budgetantagelser, der ligger til grund for værdiansættelsen.

7.3.2 Vækst - Oral Wegovy

Den nye orale Wegovy er Novo Nordisks største kortsigtige vækstdriver. Den blev godkendt af FDA d. 22. december 2025 og kunne derefter kalde sig for den første orale GLP-1 til fedme, som senere hen blev lanceret i USA i januar 2026 (CNBC, 2025). Novo Nordisk har også indsendt ansøgning til godkendelse hos EMA, hvor det forventes at der bliver taget beslutning senere i 2026 (European Pharmaceutical Review, 2026). Det væsentligste er dog, at FDA allerede har godkendt det, eftersom USA er det største marked for dette lægemiddel.

I den første uge efter lanceringen, blev der udskrevet 4.290 recepter på Wegovy i pilleform (CNBC, 2026). Kort efter er dette antal kraftigt steget, hvor der i uge 6 i 2026 bliver udskrevet knap 56.000 nye recepter. Dog ser man at den i uge 7 falder til ca. 52.000 nye recepter (Sydinvest, 2026).

Novo Nordisk har den fordel, at de var de første med et oralt vægttabsmiddel. Eli Lilly har dog også et præparat, som er godkendelse hos FDA i april 2026, som de kalder for Foundayo. Det, der adskiller disse to, er at der er nogle restriktioner på Wegovy. Der er nemlig diætrestriktioner på Wegovy, som indebærer hvor meget vand man skal drikke og at man skal tage pillen i et bestemt tidsinterval ift. ens måltider (Wegovy, 2026). Dog har den en fordel at den forhindrer sygdomme som blandt andet hjertekarsygdom, hvor Foundayo udelukkende øger vægttabet (TV2, 2026). Prismæssigt ligger Wegovy og Foundayo helt ens på det amerikanske marked, mens Wegovys performance ligger en anelse over Foundayo (Medicals Professionals Reference, 2026).

Alle disse faktorer gør at Oral Wegovy er i sin tidlige vækstfase, med et stort markedspotentiale. Dog er der også en stor konkurrence fra Eli Lilly, men generelt set er der fordele og ulemper ved begge midler, som gør det svært at forudsige hvad der opnår den største efterspørgsel. Højere konkurrence har som tidligere beskrevet i regnskabsanalysen gjort at marginerne kommer mere under pres og at der i højere grad er behov for investeringer, for at opretholde samme omsætning.

7.3.3 Modenhed - Ozempic & Wegovy (injicerbar)

De injicerbare semaglutid-lægemidler udgør kernen i Novo Nordisks omsætning. Ifølge årsrapporten for seneste regnskabsår, har Ozempic og Wegovy stået for omkring $\frac{2}{3}$ af den samlede omsætning, (Novo Nordisk Årsrapport, 2025).

Novo Nordisks Semaglutid-patent er ved at udløbe på visse markeder. I Canada har man allerede mistet patent på semaglutid, (Medicintidsskrift, 2025) mens man i Kina mister det i løbet af 2026. I USA går der lidt længere til dette sker, da patentet først udløber i 2032. I tabellen nedenfor ses en fordeling af patentstatus for de væsentligste præparater, opdelt på de vigtigste markeder.

Product	US	China	Japan	Europe ²
OBESITY&				
Wegovy [®] injection	2032	2026	2031	2031
Wegovy [®] pill	2032	2026	2031	2031
Saxenda [®]	Expired	Expired	Expired	Expired
DIABETES&				
Ozempic [®]	2032	2026	2031	2031
Rybelsus [®]	2032	2026	2031	2031
Tresiba [®]	2029	Expired	2027	2028
Xultophy [®]	2029	Expired	Expired	2028
Ryzodeg [®]	2029	Expired	Expired	2028
Victoza [®]	Expired	Expired	Expired	Expired
Human insulin and Modern insulins ³	Expired	Expired	Expired	Expired

Figur 3: Patentstatus for produkter med marketings autorisation. Kilde: Novo Nordisk
Årsrapport 2025

Derfor er der en stor risiko forbundet med Novo Nordisks position i emerging markets, mens patentbeskyttelsen fortsat dækker kernemarkederne, nemlig USA og EU. Dette er naturligvis en kritisk faktor, som vil påvirke terminalværdien i DCF-modellen.

Det vurderes derfor, at Ozempic og Wegovy er i modningsfasen, da flere eksterne forhold, herunder en stigende konkurrence, tyder på, at væksten vil aftage.

7.3.4 Tilbagegang - Victoza (Insulin)

Det som startede med at være Novo Nordisks vigtigste produkt, nemlig insulin, har vist sig at være i tilbagegang. Ifølge årsregnskabet for 2025, har der fra 2023 til 2025 været et fald i omsætningen af insulin-lægemidlet Victoza, fra m.DKK 8.664 til 3.020. Victozas fald kan kædes sammen med omsætningsstigningen i Rybelsus, som også er et insulin-lægemiddel. Den største forskel er her, at Rybelsus er i pilleform, i stedet for injektioner, samt at det er bygget på det kendte semaglutid (Novo Nordisk Årsrapport, 2025).

Det forventes derfor ikke at være et lægemiddel der vil vækste i fremtiden, da det er blevet erstattet af nogle forbedrede lægemidler.

Desuden er Victoza også blevet et væsentlig mindre vækstende produkt, da Ozempic, som også er lægemiddel til type 2-diabetes, også har vægttabs givende effekt.

Samlet set viser PLC-analysen, at Novo Nordisks nuværende omsætningsbase (injicerbar semaglutid) nærmer sig modningsfasen, mens den fremtidige vækst er afhængig af en succes-

fuld transition til orale formuleringer (oral Wegovy) og næste generations kombinationsprodukter (CagriSema). Denne transition er ikke uden risici - både hvad angår klinisk levering, regulatorisk godkendelse og konkurrence fra Eli Lilly, men den er helt central for at opretholde omsætningsvæksten på mellemlang sigt. Dette har direkte betydning for vækstforudsætningerne i DCF-modellen, samt resultaterne heraf.

7.4 Ansoffs vækstmatrix

Ansoffs vækstmatrix (PK Medier, 2023a) anvendes til at analysere Novo Nordisks strategiske vækstmuligheder ud fra to dimensioner: eksisterende versus nye produkter og eksisterende versus nye markeder. Matricen resulterer i fire strategiske positioner med stigende risikoniveau.

	Eksisterende produkter	Nye produkter
Eksisterende markeder	<p>Markedspenetration</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aggressiv markedsføring af Ozempic og Wegovy i USA og Europa. - Øget salgskapacitet for semaglutid - Loyalitetsprogrammer og patient-støtteprogrammer - Prissætning og forsikringsaftaler i USA 	<p>Produktudvikling</p> <ul style="list-style-type: none"> - CagriSema - Oral semaglutid - Opdateret Rybelsus - Wegovy til behandling af MASH - Opkøb af Akeru Therapeutics
Nye markeder	<p>Markedsudvikling</p> <ul style="list-style-type: none"> - Ekspansion til Kina og APAC-lande - Adgang til nye patientsegmenter (fedme i lavindkomst lande) 	<p>Diversificering</p> <ul style="list-style-type: none"> - Alzheimers (udvikling af semaglutid) - Vækstforstyrrelser

Figur 4: Ansoffs vækstmatrix på Novo Nordisk. Kilde: egen udarbejdelse.

7.4.1 Markedspenetration

Denne vækststrategi er den med den laveste risiko af disse 4 og er også den Novo Nordisk anvender mest. Jf. kapitel 6.3 er der stadig et stort potentiale, da det estimeres, at antallet af patienter i USA, som er det største marked, næsten tredobles fra 2025 til 2030. På trods af at Novo Nordisk har en markedsandel på GLP-1 markedet på knap 60%, som beskrevet i kapitel 7.2.2, så er potentialet for vækst stadig stort globalt. WHO vurderede i et studie fra 2022 at omkring 1 milliard mennesker på Jorden lider af fedme, hvilket er langt fra de få millioner som i dag er i behandling (WHO, 2024). Derudover er der stadig en central barriere på det europæiske marked, grundet komplikationerne vedrørende refusion, som der blev redegjort for i

kapitel 6.3. Her var det nemlig ikke alle europæiske lande, som giver refusion til GLP-1-lægemidler, som har resulteret i at efterspørgslen er lavere, sammenlignet med det amerikanske marked. Denne forskel i markedsadgang mellem USA og Europa har direkte betydning for Novo Nordisks markedspenetreringspotentiale i Europa og er en af årsagerne til, at APAC-regionen fremstår som en vigtigere vækstdriver.

7.4.2 Markedsudvikling

Markedsudvikling indebærer at bringe eksisterende produkter til nye markeder. Novo Nordisk ekspanderer aggressivt i internationale markeder, især i Asien og Stillehavsområdet, som er den hurtigst voksende region globalt for GLP-1-lægemidler (Grand View Research, 2025). Grundet stigende velfærd i lande som Kina, er fedmeepidemien stødt voksende, som gør at der er et stort vækstpotentiale. Denne vækst i fedme afspejles dog ikke i tallene. I Kina har der i 2025 kun været en vækst på 0,8% i omsætningen, mens den for APAC-regionen dog ligger på 18,8%, som er den største vækst i 2025, sammenlignet med de andre oplyste markeder (Novo Nordisk Årsrapport 2025, S90).

Denne forskel skyldes 2 faktorer. Grundet den nylige voksende velstand i Kina er der stor forskel på land og by og herunder rig og fattig. Det er derfor langt fra alle kinesere, som har råd til eksempelvis Wegovy, som koster 1.400 kr. i måneden. Derudover har Novo Nordisk haft en del udfordringer med kopimedicin, netop i Kina, hvilket naturligvis presser konkurrencen grundet lavere priser (DR, 2024). Desuden blev det også vist i figur 3 i kapitel 7.3.3, at Novo Nordisks patenter i Kina enten er udløbet, eller gør det i løbet af 2026, hvilket naturligvis også dæmper salget og dernæst væksten.

7.4.3 Produktudvikling

Netop produktudvikling har vist sig at være en nyttig vækststrategi for Novo Nordisk. Dette blev analyseret i PLC-analysen, hvor produkter i vækst- og introduktionsfasen, Oral Wegovy og CagriSema, viste sig at være videreudviklinger af eksisterende produkter, så de opfylder hidtil ikke-opfyldte behov.

En vigtig dimension af produktudviklingen er udvidelsen af indikationsområderne for eksisterende produkter. I september 2025 godkendte EMA en opdatering af Rybelsus-labelen til at omfatte kardiovaskulære fordele, baseret på SOUL-forsøget, hvilket gør semaglutid til den

første og eneste orale GLP-1-receptoragonist med påvist kardiovaskulær effekt i EU (Novo Nordisk, 2025b).

Akero Therapeutics-opkøbet i 2025 styrker Novo Nordisks position yderligere inden for leversygdomme og MASH-området, og repræsenterer en strategisk diversificering inden for det bredere metaboliske terapiområde (Novo Nordisk, 2025c).

7.4.4 Diversificering

Diversificering indebærer at gå ind på nye markeder, med nye produkter, som gør den til den mest risikofyldte vækststrategi. Novo Nordisk succes er i høj grad grundet deres nye produkter, på eksisterende markeder, i form af Ozempic og Wegovy. Man kan argumentere for at det næsten er det samme demografiske marked eller kundesegment, som de solgte deres insulin på. Der er i hvert fald et overlap, som gør, at man ikke udelukkende kan kalde det for et nyt marked.

Det er derfor en begrænset mængde af deres aktivitet som hører ind under diversificering. Et eksempel på dette har været Novo Nordisks Evoke-studier, hvor de forskede i, om deres semaglutid-lægemidler kunne anvendes, så det har positive effekter på Alzheimers. Dette ville betegnes som et nyt marked, hvor der også ville være stort potentiale for høj vækst. Der tages forbehold for at der er en øget risiko for demens og Alzheimers, hvis man har type 2-diabetes, hvilket igen giver et lille overlap i markederne (Alzheimersforeningen, 2020). Det er dog ikke alle med Alzheimers, som har type 2-diabetes, som er et stærkt argument for at lægemidlet ville ramme et nyt marked. Det er dog til gengæld en gråzone om det er et nyt produkt, da de i forvejen anvender semaglutid i deres eksisterende produkter, hvilket nærmere gør det til en videreudvikling på et eksisterende produkt. Uanset om dette produkt skulle betegnes som diversificering i Ansoffs-vækstmatrix, så har det vist den store risiko ved denne strategi. Studiet skuffede nemlig, da man ikke kunne bevise en signifikant effekt på udviklingen af Alzheimers. Dette betød at aktiekursen lukkede med et fald på 5,79%, på dagen hvor Novo Nordisk offentliggjorde studiet (Danske Bank, 2025). Udover aktiekursens fald, er der naturligvis også blevet investeret et beløb, som dog ikke er offentligt kendt.

I noten vedrørende forskning og udvikling i Novo Nordisks årsrapport for 2025, får læseren indblik i, hvad der forskes i. Der ses det, at det primært er videreudvikling af eksisterende produkter, altså GLP-1, insulin og andre sygdomme forbundet med overvægt og fedme. Det er umiddelbart kun lægemidler mod vækstforstyrrelse, som ikke direkte har sammenhæng med

resten. Dette er dog også bevis på, at Novo Nordisks mest brugte strategi er markedspenetrering og produktudvikling (Novo Nordisk Årsrapport, 2025).

Ansoff-analysen viser samlet, at Novo Nordisks vækststrategi primært drives af en kombination af markedspenetrering, markedsudvikling og produktudvikling, med begrænset diversificering. Denne koncentrerede strategi understøtter en relativt fokuseret budgetmodel, men indebærer også en koncentreret risikoprofil, som reflekteres i valget af WACC.

7.5 SWOT-analyse

Styrker (S)	Svagheder (W)
<ul style="list-style-type: none"> • Markedleder indenfor GLP-1 segmentet (59,6%). • Stærk rentabilitet (81-85% DG) og FCF. • 'First mover' på GLP-1 markedet. • Stor produktionskapacitet efter Catalent-opkøb. • God omkostningsstyring/struktur. 	<ul style="list-style-type: none"> • Negativ 2026 guidance. Fald på 5-13% i omsætningen. • Dårligere kapacitetsudnyttelse af strukturel karakter. ROCE: 54,44% (2023) → 32,75% (2025). • Højere grad af gældsfinansiering. • Høj koncentrationsrisiko ifbm. semaglutid-plattform.
Muligheder (O)	Trusler (T)
<ul style="list-style-type: none"> • GLP-1 markedet forventes at stige til USD mia. 117 i 2030 (80% stigning). • Historisk payout ratio på 50% (udbyttepolitik) • Underbehandlet globalt fedmemarked • Stor vækst i APAC-lande • EU-refusionsbeslutninger 	<ul style="list-style-type: none"> • Tab af markedsandele i USA til Eli Lilly. • Ekstraordinært højt CAPEX. • Høj grad af regulatorisk involvering i GLP-1 markedet. • Historisk payout ratio på 50% (udbyttepolitik). • Skærpet konkurrence fra Eli Lilly og øvrige aktører. • Patentudløb • EU-refusionsbeslutninger

Figur 5: SWOT-analyse på Novo Nordisk A/S. Kilde: Egen udarbejdelse

SWOT-analysen (Investopedia, 2025) samler de analyserede forhold fra regnskabsanalysen, Produktlivscyklus-analysen og Ansoffs vækstmatrix. I denne analyse bliver Novo Nordisk position i interne forhold, styrker og svagheder, samt eksterne forhold, muligheder og trusler. Dette giver et fundament og overblik over Novo Nordisks konkurrencemæssige fordele og ulemper, i en dynamisk branche som er stærkt præget af høj konkurrence, høj risiko og stor volatilitet.

7.5.1 Styrker

Grundstenen til Novo Nordisks store succes kan findes i deres indtrængen på GLP-1-markedet. Novo Nordisk var nemlig first mover på markedet, som alt andet lige giver en konkurrencemæssig fordel. Dette er blandt andet en af årsagerne til at de stadig er markedsleder på det globale GLP-1-marked, på trods af den stigende konkurrence fra især Eli Lilly. Som beskrevet i kapitel 7.2.2 havde de i 2025 en markedsandel på 59,6% på netop dette marked. Deres position som markedsleder ses også i profitabiliteten. For selvom 2025 kan kendetegnes som et år med negative kursudviklinger for Novo Nordisk, så har de stadigvæk aflagt det regnskab med deres højeste omsætning og resultat nogensinde (Novo Nordisk Årsrapport 2025). På trods af den laveste dækningsgrad i de sidste 5 år, så formår Novo Nordisk stadig at have en dækningsgrad på hele 81%, jf. kapitel 7.1. Dette medfører også et markant frit cash flow, som giver Novo Nordisk en finansiell fleksibilitet.

Desuden har Novo Nordisk lavet grundarbejdet for et godt fundament for fremtiden. For selvom CAPEX er steget markant grundet købet af Catalent, så medfører dette naturligvis også en større produktionskapacitet. Som analyseret i kapitel 7.2.1, så har Novo Nordisk opbygget en rigtig stærk omkostningsstyring, som kan ses i den faldende andel af administrationsomkostninger ift. omsætningen. Selvom Novo Nordisks egen guidance for 2026 er negativ, ville sådan en optimering af omkostningsstyring altid være en stor fordel, som vil have stor betydning i en branche med så intens konkurrence, som netop Novo Nordisk befinder sig på.

7.5.2 Svagheder

En af de helt store årsager til Novo Nordisks nedtur inden for det sidste år, skyldes en nedjustering af forventningerne til fremtiden. Som det blev beskrevet i kapitel 6.4, oplyser Novo Nordisk i årsrapporten for 2025 at man forventer et fald i omsætningen på mellem 5-13%, hvilket gjorde at aktiekursen faldte drastisk. Grunden til at man forventer et fald i salget, skyldes en række forhold, som der er blevet belyst i de forskellige analyser i kapitel 7. Primært skyldes nedjusteringen i forventningerne en skærpet konkurrence, herunder patentudløb i flere lande og regulatorisk involvering. Derudover har den stigende konkurrence, blandt andet fra Eli Lilly, udfordret deres plads som markedsleder, på trods af at Novo Nordisk var de første på markedet.

Endnu en svaghed afledes også af den stigende konkurrence, som har forårsaget et markant fald i ROCE, som beskrevet i kapitel 7.2.2. Novo Nordisk har haft massive investeringer

ifbm. opkøb af Catalent i 2024 og Akero Therapeutics i 2025. Det giver derfor et billede på, at man ikke har fået det ønskede afkast på disse investeringer endnu, men det kan dog ændre sig i fremtiden. Disse opkøb har naturligvis også krævet stor finansiering, som har ændret Novo Nordisks gældsstruktur.

Som det blev belyst i PLC-analysen har de ikke en bred vifte af produkttyper. Ud af en omsætning på DKK 309 mia. udgør lægemidler mod diabetes og fedme ca. DKK 289 mia (Novo Nordisk Årsrapport 2025). Selvom det indtil nu har vist sig at være en suverænt god forretning at udvikle semaglutid-lægemidler, så indebærer det også en vis risiko, når over 90% af selskabets omsætning kommer fra samme kilde. Derfor står Novo Nordisk med en strategisk svaghed, da deres pipeline-diversificering er begrænset på kort sigt, som er risikofyldt i netop denne branche.

7.5.3 Muligheder

Som det blev beskrevet i kapitel 7.4, så er der altså et ekstremt stort globalt kundegrundlag og derfor også et stort vækstpotentiale, på GLP-1 markedet. Det vurderes af WHO, at der i dag er omkring 1 milliard mennesker, som lever med svær overvægt og fedme, hvilket er et stort potentiale. Det blev i kapitel 6.3 undersøgt hvor stort markedspotentialet er for GLP-1 produkterne. Et gennemsnit, beregnet i kapitel 7.2.2, af de estimer viser at GLP-1-markedet har en forventet værdi på USD 117 mia, hvilket er markant større end i 2025, hvor det estimeres at den er USD 65 mia. En af årsagerne til denne store vækst i GLP-1-markedet, kan findes i stigende velstand og velfærd i APAC-landene som giver et stort potentiale, der allerede nu kan ses. APAC-landene var det segment, som oplevede den største vækst i omsætning fra 2024 til 2025, mens kilder peger på, at denne stigning i velstand og dermed forhåbentlig også stigning i salg af GLP-1 lægemidler. Dette gør at APAC-landene giver store muligheder for vækst i fremtiden.

7.5.4 Trusler

Selvom APAC-landene viser stor fremgang, samt har gode fremtidsudsigter ift. vækst, er der dog en barriere for at udnytte det potentiale. For selvom fedmeepidemien stiger i mange lande, så er velfærden et af de største problemer. Dette kunne tydeligt ses i Kina, hvor analysen i kapitel 7.4 viste, at den høje pris for Wegovy og Ozempic sætter en dæmper på salget. Salget dæmpes yderligere ved, at man i Kina har patentudløb i 2026. Derudover har kopimecin også været en udfordring. Disse faktorer har gjort, at væksten i salget i Kina i 2025 kun

var på 0,8%. Der er derfor en risiko for at dette scenarie vil udspille sig i resten af APAC-landene, når patentbeskyttelsen også udløber der, som kan mindske væksten.

Det er heller ikke helt problemfrit i Europa. Som der blev redegjort for i kapitel 6.3, så er der nogle mere indviklede godkendelsesprocesser, end på det amerikanske marked. Efter EMA har godkendt lægemidlet, så skal hvert enkelt land tage stilling til og der skal gives refusion til det enkelte lægemiddel. Dette gør at europæernes efterspørgsel er mindre end fx amerikanernes, hvilket også har gjort at USA er det største marked for Novo Nordisk.

Endnu en trussel findes netop i USA, hvor Novo Nordisks absolut største konkurrent, Eli Lilly, også har fået et rigtig godt fat på amerikanerne, som beskrevet i kapitel 6.4. I løbet af 2025 har Eli Lilly overtaget positionen som markedsleder på det vigtigste marked, nemlig USA. Eli Lilly hører hjemme i USA og har derfor naturlige fordele af den grund, som gjorde at de hurtigere har opskaleret kapaciteten på produktionen af GLP-1-lægemidler. Desuden har Eli Lilly også udviklet et vægttabsmiddel i pilleform, som blev analyseret i PLC-analysen, hvor der modsat den orale Wegovy ikke er restriktioner på diæt ifm. indtagelse af præparatet.

7.6 Delkonklusion og budgetimplikationer

Trendanalysen viser kraftig vækst i Novo Nordisk med mere end fordoblet omsætning og høje og forholdsvis stabile marginer. I 2025 ses dog en tydelig opbremsning i væksten, primært pga. regulatorisk prispres i USA, hvilket også afspejles i negativ guidance for 2026. Dog har den effektive omkostningsstyring holdt marginerne på et fornuftigt niveau.

Den strategiske analyse peger på, at væksten fremadrettet afhænger af nye produkter som Oral Wegovy og CagriSema, mens nuværende nøgleprodukter er i modningsfasen. Strategien er fokuseret på deres kerneområde, nemlig GLP-1 og diabetes/fedme, hvilket giver høj indtjening men også en koncentreret risiko. Styrken for Novo Nordisk er høj rentabilitet og kapacitet, mens svagheder inkluderer faldende kapitalproduktivitet, øget gæld og svagt udfordrede marginer, som forventes at blive yderligere udfordret ved patentudløb og et mere modent marked. Mulighederne for den fremtidige vækst ligger i den store globale markedsvækst på GLP-1-markedet, samt geografisk ekspansion til blandt andet APAC-landene, mens de samtidig bliver truet af skærpet konkurrence, patentudløb og regulatorisk prispres.

Samlet set forventes der negativ vækst i 2026 efterfulgt af moderat fremgang. CAPEX vil blive normaliseret, hvilket øger FCF, mens kapitalproduktiviteten ventes at forblive under tidligere niveauer. Disse forhold danner grundlag for budgetforudsætningerne, der anvendes i DCF-værdiansættelsen.

8. Værdiansættelse

8.1 DCF-modellens teoretiske grundlag

Discounted-Cash-Flow-modellen (DCF) (Gabriel Hawawini & Claude Viallet, 2025a) anvendes, som projektets primære værdiansættelsesmodel. Som grundsten i værdiansættelsesmodellen fastsættes budgetperioden til 2026-2030, den femårige budgetperiode vurderes til at være en passende i henhold til dybden af værdiansættelsen kontra den øgede usikkerhed ved en længere budgetperiode. Hvorfor kapitel 6 og 7 indeholder overvejelser angående denne budgetperiode. Usikkerheden ved at forlænge budgetperioden er forhøjet, når der er tale om en branche/virksomhed i høj vækst og præget af massive investeringer, hvorfor den definerede budgetperiode er passende.

8.2 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

WACC (Gabriel Hawawini & Claude Viallet, 2025a) er afkastkravet for virksomhedens kapital, og fungerer som diskonteringsfaktor i DCF-modellen, herved udgør en central parameter i værdiansættelsen af virksomheden. WACC er defineret således:

$$\text{WACC} = (E / D) * \text{Cost of Equity} + (D / E+D) * \text{Cost of Debt} * (1 - \text{tax})$$

$$\text{Cost of Equity} = \text{Risikofri rente} + \text{ERP} * \beta$$

(Gabriel Hawawini & Claude Viallet, 2025a)

WACC er således bestående af en række forskellige komponenter, som alle spiller sin rolle i beregning af afkastkravet for virksomheden. Særligt kræver følgende komponenter separate nøje overvejelser: Risikofri rente (8.2.1), markedsrisikopræmie (8.2.2) og beta (8.2.3). Hvor de øvrige komponenter kan udelukkende baseres på Novo Nordisk egne regnskabstal (8.2.4).

8.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie rente kan oftest defineres ved hjælp af statsobligationer. På baggrund af budgetperioden på 5 år, anvendes renten for den 10-årige statsobligation som værdiansættelsens benchmark for risikofrit afkast. Specifikt anvendes et gennemsnit mellem den europæiske og

amerikanske 10-årige statsobligation for, at give et mere retvisende estimat for en virksomhed med et international fodaftryk. 56% af salget går til USA (Novo Nordisk Årsrapport, 2025), hvorfor den amerikanske og europæiske rente vægtes 50/50. Den europæiske 10-årige rente lød på 2,847% pr. 31.12.25, hvor den amerikanske lød på 4,239% på samme tidspunkt (Tradingview, 2025a). Den anvendte risikofrie rente er derfor 3,543%.

I modsætning til øvrige parametre til værdiansættelsen projekteres den risikofrie rente ikke ud over budgetperioden, idet usikkerheden ved estimatet vil være for stort, hvorfor renten pr. 31.12.25 blot anvendes.

8.2.2 Markedsrisikopræmie (ERP)

Markedets risikopræmie er merafkastet som investorer forventer ud over den risikofrie rente for, at påtage sig markedsrisikoen. Hertil anvendes gennemsnittet af ERP for henholdsvis Danmark (EU) og USA for at repræsentere Novo Nordisks tilstedeværelse internationalt. Aswath Damodaran, som er kendt for sine offentliggørelser angående værdiansættelse, offentliggøre ligeledes ERP for samtlige lande, som anvendes til beregning af Cost of Equity. ERP for Danmark er estimeret til 4,23% og 4,46% for USA (Damodaran, 2026a), hvorfor en ERP på 4,35% anvendes. Herudfra er den forventede vækst i markedsporteføljen 7,89% (ERP + Risikofri rente).

Tallene som Damodaran producerer, tager blandt andet højde for FCF af udbytteudlodninger og tilbagekøb af aktier i indekset. Dog anvendes S&P500 som reference til det forventede markedsafkast, et indeks som er præget af høj koncentration af top 10 aktier, der udgør 40% af indekset i 2025 (RBC Wealth Management, 2026). Samt er det isoleret til amerikanske aktier, som dog er af international karakter.

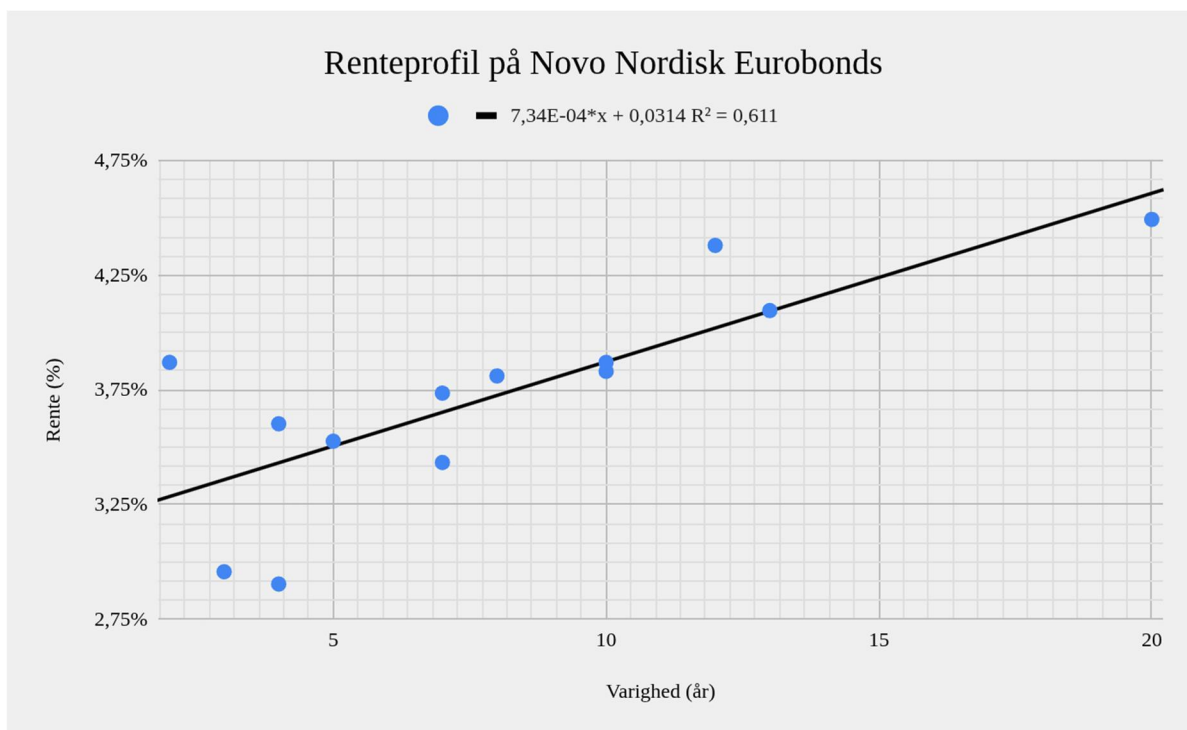
8.2.3 Beta (β)

Beta (β) repræsenterer aktivets følsomhed overfor et markedsindeks. Hvis $\beta > 1$ er det underliggende mere volatil end indekset, og modsat hvis $\beta < 1$. I særlige tilfælde kan $\beta < 0$, altså aktivet bevæger sig modsat til det overordnede markedsindeks. Netop negativ beta grundet virksomhedsspecifikke eller branchespecifikke forhold kan skabe udfordringer i henhold til vurdering af den faktiske risiko/ β af aktivet, derfor anvendes et gennemsnit af en branches beta. Ved at bruge denne fremgangsmåde burde outliers udjævnes således at den faktiske β af branchen opnås. Dette er naturligvis efter alt β er justeret for de enkelte virksomheders kapitalstrukturer, hvorfra 'unlevered-beta' opstår, som bliver 'levered' igen til Novo Nordisks kapitalstruktur som bliver gennemgået i kapitel 8.2.4.

Igen anvendes Damodaran's beregninger, grundet dets store datagrundlag og pålidelighed. Novo Nordisk falder under gruppen 'Pharmaceutical', hvor grundlaget for beta-beregningen er baseret på 228 forskellige medicinalvirksomheder. Unlevered β er opgjort til 1,00 i 2025, dog kun 0,97 såfremt gennemsnittet af perioden 2022-2025 anvendes (Damodaran, 2026b), gennemsnittet er understøttet af 1260 datapunkter kontra 228, hvorfor en unlevered β på 0,97 anvendes. Det skal bemærkes at Damodaran korrigerer den unlevered β for bankindeståender, idet bankindestående fundamentalt har en $\beta = 0$, hvilket hæver β og tilsvarende WACC.

8.2.4 Gældsomkostning, skat og kapitalstruktur

Gældsrenten/gældsomkostningen er estimeret på baggrund af Novo Nordisks egne udstedte virksomhedsobligationer. Særligt er fokus lagt på de udstedte obligationer i perioden 2024 og 2025, eftersom forretningsgrundlaget og det finansielle grundlag ikke er sammenligneligt for perioden før 2024, som er identificeret i kapitel 6 og 7. Typisk er renteniveauet højere jo længere varighed obligationen har, idet det er forbundet med øget usikkerhed/risiko. Forholdet mellem renteniveauet og varighed er særligt vigtigt i vurderingen af den korrekte gældsrente til værdiansættelsen. Det kan konstateres at dette forhold også er til stede for Novo Nordisks virksomhedsobligationer med en acceptabel R^2 på 0,611 - se figur 6. Underliggende beregninger fremgår i bilag C.



Figur 6: Novo Nordisk - 2025. Kilde: Novo Nordisk Årsrapport 2025 & egne beregninger. Se Bilag C.

Forholdet mellem renteniveau og varighed for deres eurobonds kan beskrives med det lineære forhold: $7,34E-04 * x + 0,0314$. Ligesom den risikofrie rente anvendes en periode på 10 år, som giver en gældsrente på 3,874%, hvilket vurderes rimeligt i henhold til deres AA-rating (S&P Global, 2025). Til estimering af forholdet er der foretaget en række justeringer til den nominelle rente, der er oplyst i Novo Nordisk årsrapport for 2025. Den nominelle rente er nemlig ikke den faktiske realiserede omkostning i forbindelse med optagelse af gælden, i stedet estimeres dette gennem 'Yield to Maturity' (YTM). YTM repræsenterer den faktiske omkostning ved at optage gælden. Derfor er YTM på et af deres eurobonds sammenholdt med den nominelle rente for at estimere meromkostningerne ud over den nominelle rente. YTM på et af deres eurobonds (ISIN:XS2820460751) er 3,63% mod den nominelle rente på 3,375%, hvilket er 0,255% mere (Euronext, 2026) (BondbloX, 2026). Derudover anerkendes det at virksomhedsobligationerne er udstedt på forskellige tidspunkter i 2024 og 2025, altså tidspunkter med forskellige renteniveauer, hvorfor de ikke er direkte sammenlignelige, og ikke fortæller noget om renten pr. 31.12.25, eller renten de kan optage ny gæld for. Derfor er disse nominelle renter justeret med ændringen i renten for den 10-årige europæiske statsobligation pr. udstedelsesdatoen i forhold til renten pr. 31.12.25 (Tradingview, 2025b), hvorefter YTM-korrektionen også ligger oveni. Dette betyder eksempelvis at det tidligere omtalte eurobond er justeret fra en nominel rente på 3,375% til 3,870%. Korrektionerne er foretaget på alle medtagne virksomhedsobligationer udstedt af Novo Nordisk. Herudfra anvendes en gældsrente på 3,874% ($7,34E-04 * 10 + 0,0314 = 0,03874$).

Skattesatsen er fastsat til 22%, tilsvarende den danske selskabsskat. På trods af Novo Nordisks generelt lavere skattesats med et gennemsnit i perioden 2021-2025 på 19,72%, anvendes fortsat 22% i forbindelse med beregning af WACC. Dette skyldes karakteren af WACC-beregningen og den underliggende årsag til Novo Nordisks overordnede lavere skattesats. Den underliggende årsag til den lavere skattesats er specifikt grundet lempelige skatteordninger i henhold til forskning og udvikling, hvilket er en central del af Novo Nordisks forretningsmodel. Derfor vil finansieringsomkostninger være omfattet af en selskabsskatteprocent på 22%, hvilket er hvad WACC-beregningen måler/estimerer på.

Ved beregning af egenkapitalandelen og gældsandelen anvendes Novo Nordisks balance, som oplyst i årsrapporten (ikke managerial balance sheet) se Bilag A. Samlet har de en egenkapital på DKK mio. 194.047, mod en samlet gæld på DKK mio. 348.855, der giver en debt/equity ratio på 1,798. Herfor har de en gældsandel på 64,26% og en egenkapitalandel på 35,74%.

8.2.5 Beregning af WACC

Parameter	Værdi	Grundlag
Risikofri rente (Rr)	3,54%	Gennemsnit af rente for 10-årige statsobligation for EU & USA. 8.2.1
Markedsrisikopræmie (ERP)	4,35%	Jf. Damodaran. 8.2.2
Levered Beta (β)	2,71 = (0,97 / 35,74%)	Jf. Damodaran. 8.2.3
Cost of Equity (CoE)	3,54% + 4,35% * 2,71 = <u>15,33%</u>	CoE = Rr + ERP * β
Gældsrente	3,87%	Jf. egen beregning. YTM rente-profil for Novo Nordisk Eurobonds. 10-årig periode valgt. 8.2.4
Skattesats	22,00%	Se kapitel 8.2.4. Gennemsnitlig effektiv skatteprocent er 19,72%, men 22% anvendes.
Egenkapitalsandel	35,74%	1 / (1 + Debt/Equity). 8.2.4
Gældsandel	64,26%	100% - Egenkapitalandel. 8.2.4
WACC	(35,74% * 15,33%) + (64,26% * 3,87% * (1 - 22,00%)) = <u>7,42%</u>	(EK andel * CoE) + (Gældsandel * Gældsrente * (1 - Skattesats))

Figur 7: WACC-beregning. Kilde: Egen udarbejdelse

WACC for Novo Nordisk er beregnet til 7,42%, som anvendes til diskonteringsfaktor i DCF-modellen. Følsomheden af de underliggende komponenter i WACC-beregningen vil blive påsat i kapitel 9.1.

8.3 Budgetforudsætninger og FCF-prognose

Med henblik på at etablere pålidelige budgetforudsætninger for Novo Nordisk, vil der i dette kapitel blive vurderet på resultaterne på de udførte analyser, samt hvorvidt de vil påvirke den fremtidige vækst for selskabet.

Den valgte budgethorisont løber fra 2026 til og med 2030, hvor 2031 fungerer som terminalår. Denne afgrænsning afspejler selskabets position som et modent selskab, samt at den korte horisont begrænser den usikkerhed, der naturligt følger med længere prognoser.

I det følgende gennemgås de forudsætninger der danner grundlag for de forudsætninger der taler for en omsætningsvækst, men samtidig også hvilke forhold der kan forventes at bremse den vækst, som samlet set ender ud i konkrete budgetforudsætninger, der vil bruges i beregningen af DCF-værdiansættelsen.

8.3.1 Omsætningsvækst i budgetperiode

Fastsættelsen af omsætningsvæksten for budgetperioden 2026-2030 tager udgangspunkt i den samlede strategiske og regnskabsmæssige analyse gennemgået i kapitel 6 og 7. Analysen viser et billede af en virksomhed der i perioden 2021-2024 har oplevet ekstraordinær vækst på mellem 11% og 31%, men som ved indgangen af 2026 er i en markant anderledes situation præget af prispres, tabte markedsandele og negativ guidance.

For 2026 har Novo Nordisk selv udstedt en negativ guidance på 5-13%. Denne guidance er funderet i en kombination af regulatorisk prispres på det amerikanske marked, tabte markedsandele til Eli Lilly og semaglutid-patentudløb på emerging markets, som Kina, jævnfør kapitel 7.3.3. Som identificeret i kapitel 6.4 forventer Eli Lilly omvendt en omsætningsstigning på 23-27% i 2026, hvilket understreger at det er virksomhedsspecifikke forhold og ikke et generelt billede på markedet, der driver Novo Nordisks udfordringer. På baggrund af denne guidance og en vurdering af midtpunktet i spændet fastsættes omsætningsvæksten for 2026 til -9%, svarende til en forventet omsætning på DKK mio. 281.248. Det skal bemærkes at Novo Nordisks faktiske resultat vil afhænge meget af lanceringen af oral Wegovy, som lanceres i USA i januar 2026, der forventes at have en begrænset effekt på regnskabet for 2026, da produktet stadig er i sin tidlige vækstfase.

Fra 2027 og frem forventes omsætningsvæksten gradvist at genoptage en positiv bane, drevet af en kombination af strukturelle vækst drivere og kortsigtet modvind, der aftager. Som beskrevet i kapitel 6.3 forventes det globale GLP-1-marked at vokste fra ca. USD mia. 65 i 2025 til USD mia. 117 i 2030, svarende til en samlet stigning på ca. 80%. Novo Nordisk har som global markedsleder, med en andel på 59,6% i 2025, en position til at høste en væsentlig del af denne vækst, dog med antagelse om et yderligere tab af markedsandele til Eli Lilly og øvrige konkurrenter, jævnfør kapitel 7.2.2.

Den største og mest kritiske driver for omsætningen i 2027-2028 er lanceringen og gradvis skalering af Wegovy i pilleform. Som analyseret i kapitel 7.3.2 blev produktet godkendt af

FDA i december 2025 og derefter lanceret i USA i januar 2026. Fordelen for Novo Nordisk er at det er det første orale GLP-1-lægemiddel til fedme og de åbner døren for flere patienter, som foretrækker pilleform frem for injektion. I uge 6 efter lanceringen var de ugentlige receptudstedelser allerede over 50.000 alene i USA. EMA-godkendelse for det europæiske marked forventes i løbet af 2026, hvilket åbner yderligere et stort marked. Under antagelse om, at produktet når kommerciel modning i 2027-2028, vurderes omsætningsbidrag herfra at være væsentligt højere end i 2026.

Det skal dog nævnes, at Eli Lilly har fået godkendt lægemidlet Foundayo i april 2026, som er deres orale GLP-1-middel. På trods af at Eli Lilly først har fået godkendelse fra FDA næsten et halvt år efter Novo Nordisk, så har Foundayo den fordel, at der ikke er krav om at pillen ikke må indtages på samme tid med mad. Til gengæld har Wegovy den fordel, at den kan forhindre andre sygdomme, som hjertekarsygdomme, og ikke kun hjælper med vægttab. Prisen på lægemidlet kommer til at være den samme på det amerikanske marked, ligesom at begge lægemidlers vægttabseffekt også er tæt, hvor Wegovy har en anelse højere effekt. Grundet disse fordele og ulemper ved begge lægemidler er det svært at forudsige hvilket præparat der vil opnå den største efterspørgsel på længere sigt.

Dernæst er der CagriSema, som er i introduktionsfasen og forventes at bidrage positivt til omsætningen fra 2027 og frem, efterhånden som den opnår regulatorisk godkendelse. Som beskrevet i kapitel 7.3.1 viste REDEFINE 2-studiet et vægttab på 23%, men produktet tabte i sammenligningsstudiet med Eli Lillys Zepbound, hvor testpersonerne opnåede et vægttab på 25,5% i studiets testperiode. Dette indebærer at CagriSemas potentiale formodenligt er lavere end det oprindelige estimat på USD mia. 15,2 i 2030, samt at Eli Lilly forventeligt vil fastholde deres position på næste generations lægemidler. Det vurderes derfor at CagriSema vil bidrage positivt, men mere mådehold, til væksten i den sidste del af budgetperioden.

På den negative side skal der fremhæves de fortsatte udfordringer med patentudløb på markeder, som fx Kina, samt den skærpede konkurrence på det amerikanske marked som beskrevet i kapitel 6.4 og 7.3.3. Desuden er der regulatoriske prispress i USA, både i form af IRA-lovgivninger og de direkte prisforhandlinger med forsikringsselskaber og PBM'er, et strukturelt vilkår for hele budgetperioden, der lægger en dæmper på omsætningsstigningen. Det europæiske refusionssystem udgør ligeledes en vedvarende barriere for fuld udnyttelse af markedspotentialet.

Med udgangspunkt i de ovennævnte forhold fastlægges omsætningsvæksten i budgetperioden som følger: En negativ vækst på 9% i 2026, svarende til midtpunktet i Novo Nordisks egen guidance. Herefter forventes der en genopretning med 15% i 2027 og 2028, drevet af den gradvise kommercielle skalering af oral Wegovy samt stabilisering af kerneprodukter og en yderligere markedspenetration på europæiske markeder. I 2029 og 2030 forventes væksten at falde til henholdsvis 12,5 og 7 procent, som skyldes en bevægelse fra høj vækst mod modning af GLP-1-markedet og patentudløb. Terminalvæksten er fastsat til 2%, svarende til ECB's langsigtede inflationsmål (ECB, 2026).

Samlet set vurderes omsætningsprofilen at være moderat anlagt og funderet i de analytiske konklusioner fra kapitel 6 og 7. Væksten viser et scenarie hvor bunden rammes i 2026, efterfulgt af gradvis genopretning af væksten, dog uden en forudsætning for at præstere samme ekstraordinære vækst fra 2021-2024. Hvis vi anvender antagelsen fra kapitel 7.2.2 om at gennemsnittet af estimerne af markedets værdi i 2030, vil være en stigning på 80%, sammenlignet med markedsværdien i 2025, samt at Novo Nordisk kun høster $\frac{3}{4}$ af væksten relativt til deres nuværende markedsandel, så vil Novo Nordisk ende med en estimeret omsætning på DKK mio. 449.764 i 2030. Denne antagelse vurderes at være rimelig, som også belyses i figur 8, hvor det ses at omsætningen i 2030 er forholdsvis tæt på den antagelse.

År	Omsætningsvækst	Omsætning (DKK mio.)	Primær driver
2026B	-9%	281.248	Negativ guidance, prispres USA
2027B	+15%	323.435	Skalering oral Wegovy, GLP-1 markedsvækst
2028B	+15%	371.951	EMA-godkendelse af Oral Wegovy, CagriSema
2029B	+12,5%	418.445	APAC-vækst, markedsmodning
2030B	+7%	447.736	Markedsmodning og patentudløb
Terminal	+2%		Langsigtet inflationsmål fra ECB

Figur 8: Omsætningsvækst i budgetperioden 2026-2030 samt terminalvækst. Kilde: Egen udarbejdelse på baggrund af kapitel 6-7.

8.3.2 EBIT-margin i budgetperiode

EBIT-marginen udgør en central forudsætning i DCF-modellen, idet den direkte bestemmer, hvor stor andel af omsætningen der konverteres til driftsindtjening og dermed til FCF. Fastsettelsen af marginforudsætningerne for budgetperioden 2026-30 tager udgangspunkt i den historiske marginanalyse i kapitel 7.2.1 og de strategiske og operationelle forhold, der identificeres i kapitel 6 og 7.

Historisk set har Novo Nordisks EBIT-margin udviklet sig fra 41,65% i 2021 til en top på 44,19% i 2024, for derefter at falde til 41,30% i 2025. Denne udvikling viser to modstående forhold. På den ene side er der en forbedring i omkostningsstrukturen og på den anden side en markant stigning i afskrivninger, som følge af det ekstreme CAPEX i 2024 og 2025.

I 2026-2028 forventes EBIT-marginen at være på samme niveau som 2025, som er fastsat til 41%. Det høje CAPEX i 2024 og 2025 har gjort, at afskrivningerne fortsat er på et højt niveau, som presser EBIT ned. Den primære årsag til at EBIT-marginen ikke falder yderligere er den positive udvikling i omsætningen, der forventes fra 2027, kombineret med en relativt fast omkostningsbase. Novo Nordisk har bevist sin evne til effektiv omkostningsstyring igennem 2021-2025. Samtidig forventes det dog, at Oral Wegovys skaleringsomkostninger, herunder markedsføringsomkostninger, holder en dæmper på en margenstigning fra 2027.

Frem mod slutningen af budgetperioden, 2029 og 2030, vil det forventes at EBIT-marginen vil falde. Dette skyldes at den skærpede konkurrence på markedet påvirker omsætningsvæksten og dermed også EBIT-marginen. Desuden har Novo Nordisk på dette tidspunkt mistet patentbeskyttelsen i Kina, hvilket bør påvirke salget på dette marked negativt. Derudover blev det i kapitel 7.3.1 oplyst at CagriSema har en mindre effekt end Eli Lillys Zepbound, som vil sætte en dæmper på EBIT-marginen. Det vurderes derfor at den skærpede konkurrence betyder at EBIT-marginen i 2029 og 2030 vil være på henholdsvis 40 og 39 procent. I terminalåret er EBIT-marginen sat helt ned til 36% da der i 2031 er patentudløb i Europa, hvilket alt andet lige vil øge konkurrencen.

8.3.3 Afskrivninger, CAPEX & WCR i budgetperiode

En normalisering af CAPEX forventes i den fremtidige periode, eftersom Novo Nordisk har været gennem en årrække med store investeringer. Dette forventes i sammenhæng med en modning af markedet, hvor Novo Nordisk har udbygget en kapacitet, som kan understøtte dets omsætningsniveau og volume. CAPEX falder derfor fra 12,5% til 9% i budgetperioden, og 8% anvendes i terminalperioden. Det fastsatte niveau er særligt rimeligt i forhold til et år som

2022, hvor de havde en omsætningsvækst på 25,68% med en CAPEX på 17,81% af omsætningen. Derfor er et aftagende niveau mellem 8-12,5% rimeligt i betragtning af den forventede omsætningsudvikling.

Afskrivningerne i budgetperioden og terminalperioden er sat til en fast andel af omsætningen på 7,5%. I kapitel 7.2.1 blev det identificeret at afskrivningsprocenten er steget fra ca. 4% til 7,1% (2021-2025), som følge af intensive investeringer. Disse investeringer er langsigtede, hvorfor afskrivningsperioderne også er lange. Selvom der forventes normalisering af CAPEX i den fremtidige periode, er Novo Nordisks AOH på et strukturelt lavere niveau som identificeret i kapitel 7.2.2. Det betyder at omsætningen vil være på et forholdsvis lavere niveau i henhold til den invested capital, hvilket understøtter den forhøjede afskrivningsprocent på 7,5% over hele af budgetperioden inklusiv terminalperioden.

WCR forventes i budgetperioden at fastholde dets niveau, og langsomt aftage imod terminalperioden i takt med den forventede vækst. Karakteristisk for Novo Nordisk er WCR negativt specielt i perioden 2023-2025, med et niveau omkring -10% af omsætningen. Forholdet forventes at fortsætte med et niveau omkring -10% af omsætningen med en aftagende tendens mod terminal på -8%. Negativ WCR er et tegn på korte kredittider for debitorer og lange kredittider overfor kreditorer, som altså vil sige at kreditorene anvendes som en bank for Novo Nordisk.

8.4 DCF-resultat

På baggrund af forudsætningerne defineret i kapitel 8.3 er det frie cash flow (FCF) beregnet for den femårige budgetperiode 2026-2030. Der henvises til bilag D for den underliggende sammenhæng.

Til reference for den faktiske kurs af Novo Nordisk aktien pr. 31.12.25, anvendes et gennemsnit af kursværdien 15 dage før og efter skæringen. Beslutningen er begrundet i en høj grad af volatilitet omkring 31.12.25 - lukkekursen pr. 15.12.25 og 15.01.26 var henholdsvis 316,40 og 365,20, hvilket er et spænd på 15,4%. Derfor anvendes en referencekurs på DKK 340,80 ($340,80 = (316,40 + 365,20) / 2$) (Tradingview, 2026).

DKK mio.	2026B	2027B	2028B	2029B	2030B	Terminal
FCF	73.997	102.590	117.979	132.743	136.395	130.509
Diskonteringsfaktor (7,42%)	0,9309	0,8666	0,8067	0,7510	0,6991	
NPV af FCF	68.885	88.905	95.176	99.688	95.354	
DKK mio.	Værdiansættelse		Beskrivelse			
NPV af FCF sum	448.009		Sum af NPV for budgetperioden.			
Terminalværdi	2.407.202		FCF _t / (WACC - terminalvækst) 130.509 / (7,42% - 2,00%)			
NPV af terminalværdi	1.682.883		Terminalværdi / (1 + WACC) ⁿ 2.407.202 / (1 + 7,42%) ⁵			
EV (DCF)	2.130.893		Terminalværdi NPV + FCF NPV 448.009 + 1.682.883			
Nettogæld	169.284		Rentebærende gæld - Likvider 195.748 - 26.464 Se kapitel 7.2.			
EK værdi (DCF)	1.961.609		EV - Nettogæld 2.130.893 - 169.284			
Udvandede aktier (mio.)	4.443		(Novo Nordisk, 2025)			
Kursværdi DCF	441,51		EK værdi / Antal aktier 1.961.609 / 4.443			
Faktisk kurs omkring 31.12.25	340,80		Anvendt gennemsnit af kurs 15 dage før og efter skæring.			

Figur 9: DCF-værdiansættelse. Kilde: Egen udarbejdelse. Se Bilag D

DCF-værdiansættelsen estimerer en kursværdi på DKK 441,51, hvilket er 25,59% (nom. 29,55%) over den anvendte referencekurs for pr. 31.12.25, såfremt den logaritmiske ændring anvendes. Givet Novo Nordisks aktiekurs har haft en historisk annualiseret volatilitet på cirka 30% (baseres på logaritmisk afkast) (Alphacubator, 2026), vurderes afvigelsen til værdiansættelsen ikke at udgøre en forskel, hvor det kan afvises at aktiekursen reflektere DCF-værdiansættelsen. Den annualiserede volatilitet er baseret på standardafvigelsen af historisk aktiekursadfærd, dette betyder den årlige volatilitet ligger med 68% sandsynlighed mellem 0-30% i et givet år (1 standardafvigelse). Dog ligger værdiansættelsen i den øvre ende af dette interval, hvorfor en marginal ændring i beregningsgrundlaget vil kunne ændre i afstanden til referencekursen og herunder konklusionen. Følsomheden af de underliggende komponenter i DCF-

værdiansættelsen vil blive efterprøvet i kapitel 9, samt bliver den specifikke anvendelse af logaritmisk afkast diskuteret.

8.5 Relativ værdiansættelse - P/E

P/E-multiplen (Price-to-Earnings) (Investopedia, 2026a) angiver forholdet mellem aktiekursen og resultatet pr. aktie (EPS) og er en af de mest anvendte relative værdiansættelsesmetoder. Ved at anvende den vægtede peer-gruppens gennemsnitlige P/E-multipel på Novo Nordisks EPS kan virksomhedens "rimelige" værdi i forhold til peers estimeres. Metoden har den fordel, at den er simpel at forstå og bygger på observerede markedspriser, men den har den væsentlige begrænsning, at den er følsom over for peer-gruppens sammensætning og vægtning.

Tallene anvendt i denne værdiansættelse hentes fra YahooFinance. De beregner to forskellige P/E-ratioer, nemlig en Trailing og en Forward.

Trailing P/E ratio anvender resultatet pr. aktie (EPS) over de sidste 12 måneder. Fordelen ved dette er at der ikke er forecasts involveret og at man derfor har med realiserede tal at gøre.

Ulempen ved at bruge trailing P/E er at selskabet får en meget høj P/E multipel, hvis der er en stor stigende vækst.

Forward P/E ratio anvender et estimeret EPS over de kommende 12 måneder. Fordelen her er at den giver en mere retvisende P/E ratio for virksomheder med høj vækst, eller hvis en virksomhed har haft en enkeltstående udfordring i året, kan den se ud over dette. Hvis man derimod ikke ønsker at give et forecast omkring fremtiden, så vil en forward P/E ratio ikke være så nyttig (Yahoo Finance, 2023). Der vil derfor anvendes en trailing P/E ratio i denne sammenhæng, da værdiansættelsen beregnes pr. 31.12.2025.

Novo Nordisks EPS for 2025 var DKK 23,02. Det vægtede gennemsnitlige P/E for peer-gruppen er beregnet til 26,49. Novo Nordisks observerede P/E er pr. 31.12.2025 13,94. Jf. Bilag E.

P/E-værdiansættelse: $26,49 * 23,02 = \text{DKK } 609,89$

Den markante forskel mellem Novo Nordisks observerede P/E og peer-gruppens vægtede gennemsnit indikerer, at markedet prissætter Novo Nordisk med en betydelig rabat i forhold til sammenlignelige virksomheder. Rabatten afspejler de bekymringer, der er identificeret i kapitel 6-7: negativ 2026-guidance, tab af markedsandele til Eli Lilly, prispres og semaglutid-patentudløb.

8.6 Relativ værdiansættelse - EV/EBITDA

EV/EBITDA-multiplen (Investopedia, 2026b) angiver forholdet mellem enterprise value (EV) og EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Metoden er særligt velegnet til sammenligning på tværs af virksomheder med forskellig kapitalstruktur og skattesituation, idet den er uafhængig af finansiering og afskrivningspolitik. EV/EBITDA er generelt mere robust end P/E ved sammenligning af internationale virksomheder, der er underlagt forskellige skatteregimer. Tallene er hentet fra YahooFinance ved anvendelse af børskoder defineret i kapitel 6.5.

Jf. Bilag F ses det at det vægtede gennemsnitlige EV/EBITDA-multipel for peergruppen er 21,54, mens den for Novo Nordisk er 10,03.

EV/EBITDA-værdiansættelse: $21,54 * \text{DKK } 149.640 = \text{DKK } 3.222 \text{ mia.}$ (estimeret EV).

Egenkapitalværdi: $\text{DKK } 3.222 \text{ mia} + 26 \text{ mia} - 195.748 = \text{3.053 mia.}$

Estimeret aktiekurs: $\text{DKK } 3.053.213 / 4.443 = \text{DKK } 687,2$

Også denne analyse viser ud fra estimererne, at Novo Nordisk pr. 31.12.2025 handles til en markant rabat. Den høje EV/EBITDA-multipel kommer i stor stil fra Eli Lilly, som har en multipel på 39,30, hvilket er længder foran de andre i gruppen. Dette kan henføres til at Eli Lilly forventer en stigning på mellem 23-27% i omsætningen i 2026, som er stik modsat Novo Nordisk, som forventer et fald. Det er derfor relevant at vurdere om Eli Lilly skal pilles ud af denne peer-gruppe, for at denne værdiansættelse giver et retvisende billede, da den estimerede aktiekurs alt andet lige vil falde.

Det er dog også vigtigt at påpege at Eli Lilly er den konkurrent i peer gruppen, som minder mest om Novo Nordisk ift. deres aktivitet på GLP-1-markedet, hvor de andre aktører ikke har haft en reel indtræden på det marked endnu. Det vurderes derfor som en nødvendighed at have Eli Lillys multipel med i beregningen, da de er den absolut største og vigtigste konkurrent.

8.7 Sammenligning af metoder og delkonklusion

Metode	Estimeret kurs (DKK)	Upside / Downside
DCF	441,51	+29,55%
P/E (Trailing)	609,89	+78,95%
EV/EBITDA	687,20	+101,64%
Aktuel kurs 31.12.2025	340,80	

Figur 10: Sammenligning af værdiansættelsesmetoder. Kilde: Egen udarbejdelse

Værdiansættelsesmetoderne viser et spænd fra DKK 441,51 til DKK 687,20. Alle værdiansættelsesmetoderne er optimistiske i relation til referencekursen på DKK 340,80, hvor alle metoderne estimerer en potentiel upside på 29,55-101,64%.

DCF-værdiansættelsen er den mest konservative og nuancerede tilgang af de tre metoder, idet den tager højde for specifikke forventninger til det fremtidige cash-flow af virksomheden, som er lagt grundlag for og beregnet i kapitel 8.3 og 8.4.

De relative værdiansættelser P/E og EV/EBITDA har derimod en meget anderledes tilgang, hvor Novo Nordisk spiller en markant mindre rolle i værdiansættelsen, eftersom metoderne prøver at værdiansætte virksomhedens 'fair-værdi' på baggrund af et branchegennemsnit af P/E og EV/EBITDA ratioerne. De fortæller i højere grad om Novo Nordisk handles til en rabat eller overpris i forhold til gennemsnittet i branchen. I den forstand står Novo Nordisk til en markant rabat, som delvist kan forklares gennem DCF-værdiansættelsen, der er meget fokuseret på de specifikke forhold gældende for virksomheden.

Samlet giver de tre værdiansættelser et nuanceret billede af Novo Nordisks placering i medicinalbranchen, hvor de handles til en markant rabat i forhold til konkurrenterne, en rabat som delvist kan forklares af en mere konservativ DCF-værdiansættelse.

9. Følsomhedsanalyse

9.1 Følsomhed: Sub-komponenter WACC (DCF)

Ved følsomhedsanalyse af sub-komponenterne for WACC-beregningen, vil visse parametre ikke blive testet, idet disse værdier er kendte eller ikke bærer stor usikkerhed. Disse værdier er eksempelvis skattesatsen, debt/equity ratio, risikofri rente og gældsrenten. Hvorimod beta og markedspræmien bærer en højere grad af usikkerhed og subjektivitet, som kan påvirke slutresultatet. Herunder har projektet også baseret sig på eksterne kilder i henhold til beta-beregningen og markedspræmien. Desuden er dette afsnit (9.1) til at definere test-intervallet for følsomhedstesten af DCF-modellen (specifikt WACC), og hvad det rimelige maks og minimum test-interval er i følsomhedsanalysen i afsnit 9.2.

Følsomhedsanalyse WACC-beregning					
	Markedspræmie (ERP)				
Unlev. Beta (β)	3,95%	4,15%	4,35%	4,55%	4,75%
1,17	7,82%	8,06%	8,29%	8,52%	8,76%
1,07	7,43%	7,64%	7,86%	8,07%	8,28%
0,97	7,03%	7,23%	7,42%	7,62%	7,81%
0,87	6,64%	6,81%	6,99%	7,16%	7,34%
0,77	6,24%	6,40%	6,55%	6,71%	6,86%

Figur 11: WACC-følsomhedsanalyse. Kilde: Egen udarbejdelse.

Følsomhedsanalysen for WACC viser et potentielt spænd mellem 6,24-8,76%. De valgte intervaller for følsomhedsanalysen vurderes rimelige, idet værdierne er baseret på store datasæt fra en velkendt akademiker indenfor værdiansættelse via DCF-metoden. Hvorfor der er valgt et interval for β på 0,77-1,17, og 3,95-4,75% for ERP. Intervallet vurderes at repræsentere usikkerheden ved anvendelse af de definerede niveauer. I kapitel 9.2 vil de diagonale WACC-værdier anvendes fra lav til høj i den udførte følsomhedsanalyse: 6,24%; 6,81%; 7,42%; 8,07% og 8,76%. Selvom følsomhedsanalysen af WACC er bestående af konstante intervaller er de valgte værdier for kapitel 9.2 ikke konstante i deres intervaller, hvilket er ideelt, eftersom det også repræsenterer følsomheden af de underliggende komponenter - β & ERP.

9.2 Følsomhed: WACC og terminalvækst (DCF)

I DCF-værdiansættelsesmodellen er WACC (diskonteringsfaktor) og terminalvæksten to centrale parametre, som kan have afgørende betydning for udfaldet af værdiansættelsen, hvorfor en følsomhedsanalyse er foretaget. Budgetantagelserne for budgetperioden er ikke en del af denne følsomhedsanalyse, eftersom disse er redegjort for i kapitel 8.3. Derfor er det kun parametre, som har en betydning for beregningen af NPV- og terminal-beregningen, som er WACC og terminalvæksten.

Det testede interval for WACC er beskrevet i kapitel 9.1. Intervallet for terminalvæksten er lagt tæt op af ECB's rentemål på 2% (ECB, 2026), hvor det anerkendes at dette niveau til tider kan blive udfordret, eftersom inflationen i perioder kan ligge under eller over dette mål. Denne risiko er reflekteret i det valgte interval af terminalvæksten mellem 1,5-2,5%.

Følsomhedsanalyse DCF-værdiansættelse					
	Terminalvækst				
WACC	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
8,76%	341,82	351,91	362,75	374,42	387,02
8,07%	373,41	385,77	399,15	413,69	429,52
7,42%	409,52	424,81	441,51	459,82	479,99
6,81%	451,06	470,14	491,21	514,59	540,67
6,24%	499,12	523,19	550,10	580,38	614,70

Figur 12: DCF-følsomhedsanalyse. Kilde: Egen udarbejdelse.

Matrixen viser et spænd af aktiekurser fra 341,82 til 614,70. Det nedre spænd af følsomhedsanalysen er defineret af en WACC på 8,76% og en terminalvækst på 1,5%, hvor det øvre spænd er defineret af en WACC på 6,24% og en terminalvækst på 2,5%. Sammenholdt med den anvendte referencekurs for 31.12.25 er referencekursen repræsenteret i det nedre spænd (med mindre afrunding), altså prissætter markedet Novo Nordisk i worst-case scenariet ud fra projektets antagelser. Men sammenlignes den logaritmiske afstand fra base-case (0%) til datapunkterne i følsomhedsanalysen, med den annualiserede historiske volatilitet giver det et mere nuanceret billede. Til denne følsomhedsanalyse spiller beregningen af det logaritmiske afkast (365 Financial Analyst, 2025) en særlig vigtig rolle, grundet det asymmetriske forhold mellem gevinst og tab. Derfor kan det procentuelle tab og gevinst ikke sammenlignes, hvilket er

et problem fordi volatiliteten er en bidirektional målestok, hvor det fortæller noget om den negative og positive variation. Herved er det logaritmiske afkast anvendt. Eksempelvis hvis en aktie stiger fra 50 til 100 og falder til 50 igen, vil det nominelle afkast være +100% og -50%, hvorimod hvis det logaritmiske afkast anvendes er afkastet således +69,31% og -69,31%. Herved kan afkastet sammenlignes, og afkastet er additivt. Formlerne er således:

$$\text{Afkast} = (\text{Slutværdi} / \text{Startværdi}) - 1$$

$$\text{Logaritmisk afkast} = \ln(\text{Slutværdi} / \text{Startværdi})$$

Følsomhedsanalyse DCF-værdiansættelse (log %-delta til base-case)					
	Terminalvækst				
WACC	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
8,76%	-25,59%	-22,68%	-19,65%	-16,48%	-13,17%
8,07%	-16,75%	-13,49%	-10,08%	-6,51%	-2,75%
7,42%	-7,52%	-3,85%	0,00%	4,06%	8,36%
6,81%	2,14%	6,28%	10,67%	15,32%	20,26%
6,24%	12,26%	16,98%	21,99%	27,35%	33,09%

Figur 13: DCF-følsomhedsanalyse med log %-delta til base-case. Kilde: Egen udarbejdelse.

Den annualiserede historiske volatilitet for Novo Nordisk er 30%, som identificeret i kapitel 8.3. Med udgangspunkt i dette befinder størstedelen af datapunkterne i følsomhedsanalysen sig indenfor de 30%, udover best-case datapunktet, der er marginalt over dette niveau (+3,09%). Det som overordnet kan konkluderes er, at DCF-værdiansættelsen ikke er præget af større usikkerhed end Novo Nordisks historiske volatilitet baseret på dets aktiekurs.

9.3 Best case- og worst case-scenarier

Ud fra følsomhedsanalysen af DCF-værdiansættelsen for Novo Nordisk kan tre separate scenarier opstilles - worst-case, base-case og best-case. Base-case er ud fra projektets forudsætninger og antagelser det mest sandsynlige scenarie, og viser et upside potentiale på +29,55% (ikke logaritmisk) i forhold til referencekursen. Worst-case estimerer en aktiekurs på DKK 341,82 og ligger sig op ad den anvendte referencekurs på 340,80, med et upside/downside på cirka +/-0%. I forhold til base-case er forskellen -22,58%. Best-case estimerer en aktiekurs på DKK 614,70, som viser en potentiel upside på +80,37% i forhold til referencekursen. Herunder er der en forskel på +39,23% i forhold til base-case.

Helt overordnet er DCF-værdiansættelsen mere optimistisk end hvad markedet er villig til at værdiansætte aktien til, derfor handles til en generel rabat med udgangspunkt i DCF-værdiansættelsen.

9.4 Samlet vurdering og delkonklusion

Følsomhedsanalysen udtrykker en særlig usikkerhed i henhold til β , ERP, WACC og terminalvæksten. Øvrige eventuelle følsomhedspunkter er afdækket i kapitel 8.3, hvorfor en konkret følsomhedsanalyse heraf ikke er udarbejdet. Overordnet set viser følsomhedsanalysen et spænd i aktiekursen mellem DKK 341,82 og DKK 614,70, mod base-case på DKK 441,51. Der er der et overlap mellem værdiansættelsen og referencekursen (identificeret i kapitel 8.3 & 9.2), såfremt der tages højde for den iboende usikkerhed i værdiansættelsen og den historiske volatilitet i aktien.

10. Konklusion

Karakteristikaene ved medicinalbranchen er kendetegnet ved høje adgangsbarrierer, store investeringer i forskning og udvikling, samt afgørende patentbeskyttelse, som muliggør høj indtjening, men som også medfører øget konkurrence ved patentudløb. Overordnet set er det en stærk profitabel, men risikofyldt branche med lange investeringshorisonter. GLP-1-markedet er centralt for Novo Nordisks vækst og forventes at vokse markant frem mod 2030. Markedet domineres af Novo Nordisk og Eli Lilly, men konkurrencen er stigende, både fra Eli Lilly, som aktuelt vokser hurtigere, og fra en bred pipeline af aktører.

Konkurrentanalysen viser at selvom Novo Nordisk fortsat er en stor aktør på GLP-1 markedet, har de mistet førertrøjen på det amerikanske marked til Eli Lilly, hvilket er det største marked for GLP-1 lægemidler. Herunder at ændringer i regulatoriske forhold og godkendelsesprocesser kan have afgørende betydning for de fremtidige forventninger. Dynamikken har direkte relevans for værdiansættelsens budgetforudsætninger, især antagelserne om omsætningsvækst, FCF og marginer. Særligt i henhold til peer-virksomhederne er en række børsnoterede medicinal-virksomheder udvalgt. Anvendelsen af peer-gruppen finder direkte relevans til de relative værdiansættelser, og tager udgangspunkt i en vægtet gennemsnitbetragtning for at minimere koncentrationsrisikoen i værdiestimerne.

Trendanalysen viser kraftig vækst i Novo Nordisk med mere end fordoblet omsætning og høje og forholdsvis stabile marginer. I 2025 ses dog en tydelig opbremsning i væksten, primært pga. regulatorisk prispres i USA, hvilket også afspejles i negativ guidance for 2026. Dog har den effektive omkostningsstyring holdt marginerne på et fornuftigt niveau.

Den strategiske analyse peger på, at væksten fremadrettet afhænger af nye produkter som Oral Wegovy og CagriSema, mens nuværende nøgleprodukter er i modningsfasen. Strategien er fokuseret på deres kerneområde, nemlig GLP-1 og diabetes/fedme, hvilket giver høj indtjening men også en koncentreret risiko. Styrken for Novo Nordisk er høj rentabilitet og kapacitet, mens svagheder inkluderer faldende kapitalproduktivitet og øget gæld. Mulighederne for den fremtidige vækst ligger i den store globale markedsvækst på GLP-1-markedet, samt geografisk ekspansion til blandt andet APAC-landene, mens de samtidig bliver truet af skærpet konkurrence, patentudløb og regulatorisk prispres.

Samlet set forventes der negativ vækst i 2026 efterfulgt af moderat fremgang, herefter afmatning mod terminalvækst, en periode præget af væsentlige patentudløb og et modent marked.

CAPEX vil blive normaliseret, hvilket øger FCF, mens kapitalproduktiviteten ventes at forblive under tidligere niveauer som følge af at omsætningen ikke kan indhente forskydningen forårsaget af den historisk høje CAPEX. Disse forhold danner grundlag for budgetforudsættelserne, der anvendes i DCF-værdiansættelsen.

Værdiansættelsesmetoderne viser et spænd fra DKK 441,51 til DKK 687,20. Alle værdiansættelsesmetoderne er optimistiske i relation til referencekursen på DKK 340,80, hvor alle metoderne estimerer en potentiel upside på 29,55-101,64%.

DCF-værdiansættelsen er den mest konservative og nuancerede tilgang af de tre metoder, idet den tager højde for specifikke forventninger til det fremtidige cash-flow af virksomheden.

De relative værdiansættelser P/E og EV/EBITDA har derimod en meget anderledes tilgang, hvor Novo Nordisk spiller en markant mindre rolle i værdiansættelsen, eftersom metoderne prøver at værdiansætte virksomhedens 'fair-værdi' på baggrund af et branchegennemsnit af P/E og EV/EBITDA ratioerne. De fortæller i højere grad om Novo Nordisk handles til en rabat eller overpris i forhold til gennemsnittet i branchen. I den forstand står Novo Nordisk til en markant rabat, som delvist kan forklares gennem DCF-værdiansættelsen, der er meget fokuseret på de specifikke forhold gældende for virksomheden.

Samlet giver de tre værdiansættelser et nuanceret billede af Novo Nordisks placering i medicinalbranchen, hvor de handles til en markant rabat i forhold til konkurrenterne, en rabat som delvist kan forklares af en mere konservativ DCF-værdiansættelse.

Følsomhedsanalysen udtrykker en særlig usikkerhed i henhold til β , ERP, WACC og terminalvæksten. Øvrige eventuelle følsomhedspunkter er afdækket kvalitativt, hvorfor en konkret følsomhedsanalyse heraf ikke er udarbejdet. Overordnet set viser følsomhedsanalysen et spænd i aktiekursen mellem DKK 341,82 og DKK 614,70, mod base-case på DKK 441,51. Der er et overlap mellem værdiansættelsen og referencekursen (identificeret i kapitel 8.3 & 9.2), såfremt der tages højde for den iboende usikkerhed i værdiansættelsen og den historiske volatilitet i aktien. Hvorfor det kan konstateres, at DCF-værdiansættelsen delvist afspejler referencekursen.

11. Kilder

Bøger:

Gabriel Hawawini & Claude Viallet (2025). *Finance for Executives: Managing for Value Creation* (8. udg.), Part II [10-04-2026]

Gabriel Hawawini & Claude Viallet (2025a). *Finance for Executives: Managing for Value Creation* (8. udg.), Part III-IV [10-04-2026]

Hjemmesider:

365 Financial Analyst, <https://365financialanalyst.com/knowledge-hub/corporate-finance/log-return/>, 2025 [02-05-2026]

Alphacubator, <https://www.alphacubator.com/analysis/NVO>, 2026 [09-04-2026]

AL Sydbank <https://www.sydbank.dk/aktuelt/novo-nordisk-faar-godkendt-wegovypillen-i-usa>, 2025 [08-04-2026]

Alzheimersforeningen <https://www.alzheimer.dk/temaer-om-demens/forskning-og-viden-om-demens/hvad-har-diabetes-og-demens-med-hinanden-at-goere/>, 2020 [10-04-2026]

American Action Forum <https://www.americanactionforum.org/insight/assessing-the-fdas-commissioners-national-priority-voucher-program/>, 2025 [08-04-2026]

Berlingske, <https://www.berlingske.dk/virksomheder/novo-koerber-selskab-for-svimlende-milliardbeloeb> 2024 [10-04-2026]

BondBloX, <https://bondblox.com/bond-market/Novo-Nordisk-Finance-Netherlands-Bv-XS2820460751>, 2026 [10-04-2026]

CNBC, <https://www.cnbc.com/2025/12/23/wegovy-maker-novo-nordisk-shares-surge-after-glp-1-pill-approval.html> 2025 [09-04-2026]

CNBC <https://www.cnbc.com/2026/01/16/novo-nordisk-shares-wegovy-obesity-pill-launch.html>, 2026 [10-04-2026]

Congressional Research Service https://www.congress.gov/crs_external_products/LSB/PDF/LSB11319/LSB11319.1.pdf, 2025 [07-04-2026]

Congress.gov <https://www.congress.gov/crs-product/R46679>, 2024 [07-04-2026]

Damodaran, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html, 2026a [11-04-2026]

Damodaran, https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html, 2026b [11-04-2026]

Danske Bank <https://danskebank.dk/privat/investering/artikler/novo-nordisk-skuffer-i-alzheimer-studie>, 2025 [12-04-2026]

DR <https://www.dr.dk/nyheder/penge/kineserne-bliver-stoerre-og-stoerre-kan-kina-blive-novos-nye-fedme-guldmine>, 2024 [13-04-2026]

DR, <https://www.dr.dk/nyheder/penge/novo-koerber-amerikansk-selskab-30-milliarder-kroner> 2025 [12-04-2026]

DrugPatentWatch <https://www.drugpatentwatch.com/blog/patent-expirations-seizing-opportunities-in-the-generic-drug-market/>, 2026 [08-04-2026]

ECB <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/price-stab/html/index.en.html#:~:text=The%20ECB's%20Governing%20Council%20considers%20that%20price,the%20achievement%20of%20the%20price%20stability%20objective.>, 2026 [14-04-2026]

Euroinvestor https://www.euroinvestor.dk/nyheder/trods-kaempe-udsving-rekordmange-danskere-ejer-novo-nordisk-aktier?gaa_at=eafs&gaa_n=AWetsqfK3l9-TWjISkbRvwClq3t7z5-etiOw-6EB05KuIJw67LyKYDxb1KjnSaq7uc%3D&gaa_ts=69fa2e37&gaa_sig=LASZ6SWELF3_GJakFLlnJlrzjV-n1b76CqtQtCcLpe2L5oA5wG2jnt5y9LHBa-0QYpGcuAJHY6hZ29dj9G9Vw%3D%3D, 2026 [04-05-2026]

Europa-Kommissionen <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52012SC0030>, 2012 [08-04-2026]

EFPIA <https://www.efpia.eu/media/uj0popel/the-pharmaceutical-industry-in-figures-2025.pdf>, 2025 [07-04-2026]

Eli Lilly <https://investor.lilly.com/news-releases/news-release-details/lilly-reports-fourth-quarter-2025-financial-results-and-provides#:~:text=2026%20guidance%20is-sued%20with%20revenue%20in%20the,the%20fourth%2Dquarter%20of%202025%20and%20provided%202026>, 2026 [08-04-2026]

Euronext <https://live.euronext.com/en/product/bonds-detail/27243/overview>, 2026 [13-04-2026]

European Pharmaceutical Review, <https://www.europeanpharmaceuticalreview.com/us-oral-glp-1-first-as-novo-nordisk-launches-wegovy-pill/269956.article>, 2026 [14-04-2026]

Evaluate Pharma, <https://www.fiercepharma.com/pharma/2030-eli-lilly-will-generate-113b-drug-sales-including-62b-mounjaro-zepbound-evaluate>, 2025 [16-04-2026]

Fortune Business Insights <https://www.fortunebusinessinsights.com/glp-1-receptor-agonist-market-112827#:~:text=The%20global%20GLP-1%20receptor%20agonist%20market%20size,a%20market%20share%20of%2055.51%25%20in%202025.> 2026 [07-04-2026]

Goldman Sachs <https://www.goldmansachs.com/insights/articles/the-anti-obesity-drug-market-may-prove-smaller-than-expected>, 2025 [08-04-2026]

Grand View Research <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/glp-1-receptor-agonist-market>, 2025 [17-04-2026]

Grand View Research, <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/glp-1-receptor-agonist-market/dashboard>, 2026 [17-04-2026]

Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/s/swot.asp>, 2025 [02-05-2026]

Investopedia, <https://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>, 2026a [02-05-2026]

Investopedia <https://www.investopedia.com/terms/e/ev-ebitda.asp>, 2026b [02-05-2026]

ISPOR <https://www.ispor.org/docs/default-source/euro2024/worth-their-weight---an-over-view-of-the-initial-reimbursement-decisions-for-glp-1-agonists-in-the-eu5hta62146731-pdf.pdf>, 2024 [08-04-2026]

J.P. Morgan <https://www.jpmorgan.com/insights/global-research/current-events/obesity-drugs>, 2026 [08-04-2026]

Medicals Professionals Reference <https://www.empr.com/news/comparison-of-oral-semaglutide-wegovy-and-orforglipron-foundayo-for-the-treatment-of-obesity-and-overweight/>, 2026 [17-04-2026]

Medicintidsskrift <https://medicinsktidsskrift.dk/behandling/diabetes/5669-novo-nordisk-mister-patent-pa-semaglutid-i-canada.html#:~:text=Novo%20Nordisk%20har%20mistet%20patentbeskyttelse%20for%20semaglutid,betal%20vedligeholdelsesgebyr%2C%20hvilket%20%C3%A5bner%20op%20for%20generisk>, 2025 [17-04-2026]

Novo Nordisk <https://www.novonordisk.com/about/who-we-are.html>, 2026 [07-04-2026]

Novo Nordisk, <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/5fa26f83-a579-42fc-a3bf-242fe76a5f3e> 2025a [18-04-2026]

Novo Nordisk, <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/6488ffd5-a95d-44ac-894a-8c7c1c5b8f7e>, 2025b [10-04-2026]

Novo Nordisk, https://www.novonordisk.com/content/dam/nncorp/global/en/investors/irmaterial/investor_presentations/Akero-conf-call-slides.pdf, 2025c [10-04-2026]

PharmaVoice <https://www.pharmavoices.com/news/glp-1-market-changes-eli-lilly-novo-nordisk-earnings/757312/>, 2025 [07-04-2026]

PK Medier, <https://pkmedier.dk/plc-kurven-product-life-cycle/>, 2023 [02-05-2026]

PK Medier <https://pkmedier.dk/ansoffs-vaekstmatrice/>, 2023a [02-05-2026]

RBC Wealth Management, <https://www.rbcwealthmanagement.com/en-us/insights/the-great-narrowing-sp-500-concentration>, 2026 [16-04-2026]

Redbock <https://redbock.com/news/glp-1-medications-a-market-on-the-rise/>, 2025 [08-04-2026]

Sydinvest, <https://www.sydinvest.dk/nyheder/novos-naeste-vaegttafmiddel-bliver-det-lille-i-sammenligningsstudie-med-rivals-middel-ny2>, 2025 [13-04-2026]

Sydinvest <https://www.sydinvest.dk/nyheder/novo-nordisks-wegovy-pille-gaar-lidt-ned-i-gaar-maalt-paa-recepttal-i-usa>, 2026 [14-04-2026]

S&P Global <https://www.spglobal.com/ratings/pt/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3371802>, 2025 [13-04-2026]

TD Securities <https://www.tdsecurities.com/ca/en/glp1-market-the-pipeline-expands>, 2025 [08-04-2026]

Tradingview <https://www.tradingview.com/chart/?symbol=TVC%3AUS10Y>, 2025a [16-04-2026]

Tradingview, <https://www.tradingview.com/chart/?symbol=TVC%3AEU10Y>, 2025b [16-04-2026]

Tradingview, https://www.tradingview.com/chart/?symbol=OMXCOP%3ANOVO_B, 2026 [13-04-2026]

TV2 <https://nyheder.tv2.dk/live/business/2025-08-20-turbulente-tider-i-novo-nordisk/baade-fordele-og-ulemper-ved-wegovy-og-foundayo?entry=a7f2a455-4ffc-4bce-bba8-a8481b3d9f6b>, 2026[14-04-2026]

Wegovy <https://www.wegovy.com/obesity/starting-wegovy/starting-wegovy-pill.html>, 2026 [16-04-2026]

WHO <https://www.who.int/news/item/01-03-2024-one-in-eight-people-are-now-living-with-obesity#:~:text=A%20study%20released%20by%20the%20Lancet%20in,in%20the%20Middle%20East%20and%20North%20Africa>, 2024 [14-04-2026]

Yahoo Finance <https://finance.yahoo.com/news/p-e-ratio-used-224625969.html>, 2023 [13-04-2026]

Regnskabsmateriale:

Novo Nordisk A/S årsrapport 2021

Novo Nordisk A/S årsrapport 2022

Novo Nordisk A/S årsrapport 2023

Novo Nordisk A/S årsrapport 2024

Novo Nordisk A/S årsrapport 2025

12. Bilag

12.1 Bilag A

Resultatopgørelse (mDKK):	2021	2022	2023	2024	2025
Omsætning	140.800,00	176.954,00	232.261,00	290.403,00	309.064,00
Vareforbrug (COGS)	-23.654,40	-28.489,59	-35.768,19	-44.431,66	-58.722,16
Dækningsbidrag	117.145,60	148.464,41	196.492,81	245.971,34	250.341,84
Administrationsomkostninger	-52.476,60	-66.293,41	-84.505,81	-98.525,34	-100.701,84
EBITDA	64.669,00	82.171,00	111.987,00	147.446,00	149.640,00
Afskrivninger	-6.025,00	-7.362,00	-9.413,00	-19.107,00	-21.982,00
EBIT	58.644,00	74.809,00	102.574,00	128.339,00	127.658,00
Renter	436	-5.747,00	2.100,00	-1.148,00	2.882,00
EBT	59.080,00	69.062,00	104.674,00	127.191,00	130.540,00
Årets skat	-9.934,00	-13.537,00	-20.991,00	-26.203,00	-28.106,00
EAT	49.146,00	55.525,00	83.683,00	100.988,00	102.434,00
Skatte%	16,81%	19,60%	20,05%	20,60%	21,53%
Resultatdisponering:					
Payout ratio (udbytteprocent)	48,25 %	50,34 %	50,17 %	50,19 %	50,74 %
Udbytte	23.711,00	27.950,00	41.987,00	50.683,00	51.975,00
Overført resultat	25.435,00	27.575,00	41.696,00	50.305,00	50.459,00

Balance:	2021	2022	2023	2024	2025
Bygninger og driftsmidler	55.362,00	66.671,00	90.961,00	161.680,00	208.378,00
Immaterielle anlægsaktiver	43.171,00	50.939,00	60.406,00	110.821,00	130.053,00
Øvrige anlægsaktiver	10.380,00	15.453,00	23.473,00	31.341,00	32.018,00
Anlægsaktiver i alt	108.913,00	133.063,00	174.840,00	303.842,00	370.449,00
Likvider	10.720,00	12.653,00	14.392,00	15.655,00	26.464,00
Debitorer	40.643,00	50.560,00	64.770,00	71.949,00	70.856,00
Varebeholdninger	19.621,00	24.388,00	31.811,00	40.849,00	49.623,00
Øvrige tilgodehavender (medgår i WCR)	-	-	-	-	-
Øvrige tilgodehavender	14.611,00	20.593,00	28.673,00	33.335,00	25.510,00

Omsætningsaktiver i alt		85.595,00	108.194,00	139.646,00	161.788,00	172.453,00
Aktiver i alt		194.508,00	241.257,00	314.486,00	465.630,00	542.902,00
Egenkapital		70.746,00	83.486,00	106.561,00	143.486,00	194.047,00
Bankgæld langfristet		12.961,00	24.318,00	20.528,00	89.674,00	118.941,00
Øvrig langfristet gæld		11.285,00	12.513,00	17.742,00	14.856,00	14.253,00
Langfristet gæld		24.246,00	36.831,00	38.270,00	104.530,00	133.194,00
Bankgæld kortfristet		13.684,00	1.466,00	6.478,00	13.113,00	12.017,00
Varekreditorer		8.870,00	15.587,00	25.606,00	17.140,00	19.758,00
Øvrige gældsposter (medgår i WCR)		51.520,00	70.287,00	100.478,00	134.453,00	133.349,00
Øvrige gældsposter		25.442,00	33.600,00	37.093,00	52.908,00	50.537,00
Kortfristet gæld		99.516,00	120.940,00	169.655,00	217.614,00	215.661,00
Passiver i alt		194.508,00	241.257,00	314.486,00	465.630,00	542.902,00
		100	122,77	199,43	577,02	345,13
Årets investeringer (Net Capex):		-25.668,00	-31.512,00	-51.190,00	-148.109,00	-88.589,00

12.2 Bilag B

Profitabilitetsnøgletal:	2021	2022	2023	2024	2025
ROE (Return On Equity)	69,47 %	66,51 %	78,53 %	70,38 %	52,79 %
ROCE (Return On Capital Employed)	43,73 %	48,14 %	54,44 %	40,87 %	32,75 %
-EBIT%	41,65 %	42,28 %	44,16 %	44,19 %	41,30 %
-Capital Turnover (AOH)	1,05	1,14	1,23	0,92	0,79
Financial Leverage Multiplier	1,91	1,72	1,8	2,17	2,05
-Financial cost ratio	1,01	0,92	1,02	0,99	1,02
-Financial structure ratio	1,9	1,86	1,77	2,19	2,01
Tax Effect Ratio	0,83	0,8	0,8	0,79	0,78
ROE (Return On Equity)	69,47 %	66,51 %	78,53 %	70,38 %	52,79 %
ROIC (Return on invested capital)	43,73 %	48,14 %	54,44 %	40,87 %	32,75 %
Overskudsgrad (EBIT anvendes)	41,65 %	42,28 %	44,16 %	44,19 %	41,30 %

Finansiering:		2021	2022	2023	2024	2025
NLF		-13.921,00	-12.746,00	-30.009,00	-55.826,00	-43.208,00
NSF		28.406,00	22.413,00	29.179,00	50.366,00	36.090,00
Liquidity Ratio		110,48	1,17	1,02	1,44	1,32
SGR (Self-sustainable Growth Rate)			38,98 %	49,94 %	47,21 %	35,17 %
Vækst i omsætning			25,68 %	31,26 %	25,03 %	6,43 %

Resultatopgørelse til analyse:		2021	2022	2023	2024	2025
Udvikling i omsætning:		-	25,68 %	31,26 %	25,03 %	6,43 %
COGS i % af omsætning		16,80 %	16,10 %	15,40 %	15,30 %	19,00 %
Salg & adm i % af omsætning		37,27 %	37,46 %	36,38 %	33,93 %	32,58 %
Omsætning		140.800,00	176.954,00	232.261,00	290.403,00	309.064,00
DB		117.145,60	148.464,41	196.492,81	245.971,34	250.341,84
EBITDA		64.669,00	82.171,00	111.987,00	147.446,00	149.640,00
EBIT		58.644,00	74.809,00	102.574,00	128.339,00	127.658,00
EBT		59.080,00	69.062,00	104.674,00	127.191,00	130.540,00
EAT		49.146,00	55.525,00	83.683,00	100.988,00	102.434,00

Andet omsætning	74.564
GLP-1 salg 2025	234.500
Samlet oms. i 2025	309.064
Forventet GLP-1 stigning:	60%
Forventet GLP-1 salg i 2030:	375.200
Samlet 2030 omsætning:	449.764
Stigning 2025 --> 2030	45,52%
Invested Capital 2025	389.795
Forventet IC 2030 (årlig stigning 35.000)	564.795
Forventet AOH i 2030:	0,7963

Omsætning hvis AOH = 1,20	677.754
Stigning 2025 --> 2030 hvis AOH = 1,20	119,29%

12.3 Bilag C

					31.12.25 EU10Y					
Udstedte virksomhedsobligationer:					2,847%					
Rente	Startår	Slutår	Varighed (år)	Måned udstedt	EU bonds 10Y	Justeret rente	ISIN	Yield YTM	Delta basis	Justeret rente v2
3,375%	2024	2026	2	Maj	2,658%	3,61%	XS282044 9945	3,63%	0,255%	3,870%
2,375%	2025	2028	3	Maj	2,502%	2,70%	XS300255 2993	2,63%	0,255%	2,957%
3,125%	2024	2028	4	Maj	2,658%	3,35%	XS282045 4606	3,38%	0,255%	3,602%
2,500%	2025	2029	4	November	2,687%	2,65%	XS323292 1240	2,76%	0,255%	2,904%
2,875%	2025	2030	5	Maj	2,502%	3,27%	XS300255 3298	3,13%	0,255%	3,526%
3,250%	2024	2031	7	Maj	2,658%	3,48%	XS282045 5678	3,51%	0,255%	3,736%
3,000%	2025	2032	7	November	2,687%	3,18%	XS323293 7162	3,26%	0,255%	3,434%
3,125%	2025	2033	8	Maj	2,502%	3,56%	XS300255 3538	3,38%	0,255%	3,811%
3,375%	2024	2034	10	Maj	2,658%	3,61%	XS282046 0751	3,63%	0,255%	3,870%
3,375%	2025	2035	10	November	2,687%	3,58%	XS323294 4531	3,63%	0,255%	3,831%
3,625%	2025	2037	12	Maj	2,502%	4,12%	XS300255 5822	3,88%	0,255%	4,380%
3,625%	2025	2038	13	November	2,687%	3,84%	XS323295 5909	3,88%	0,255%	4,096%
4,000%	2025	2045	20	November	2,687%	4,24%	XS323295 9729	4,26%	0,255%	4,493%

12.4 Bilag D

WACC	7,42%						
Skattesats	19,72%	1	2	3	4	5	6
			2027B	2028B	2029B	2030B	Terminal
Omsætning	309.064,00	281.248,24	323.435,48	371.950,80	418.444,65	447.735,77	456.690,49
Omsætningsvækst (%)		-9,00%	15,00%	15,00%	12,50%	7,00%	2,00%
EBIT	127.658,00	115.311,78	132.608,55	152.499,83	167.377,86	174.616,95	164.408,58
EBIT-margin (%)	41,30%	41,00%	41,00%	41,00%	40,00%	39,00%	36,00%
Skat af EBIT	-27.485,49	-22.739,78	-26.150,74	-30.073,35	-33.007,34	-34.434,91	-32.421,79
NOPAT	100.172,51	92.572,00	106.457,80	122.426,47	134.370,52	140.182,04	131.986,79
Afskrivninger (% af oms.)	7,11%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
CAPEX (% af oms.)	-28,66%	-12,50%	-10,00%	-10,00%	-9,00%	-8,00%	-7,00%
WCR (% af oms.)	-10,56%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-9,00%	-8,00%
Afskrivninger	21.982,00	21.093,62	24.257,66	27.896,31	31.383,35	33.580,18	34.251,79
CAPEX	-88.589,00	-35.156,03	-32.343,55	-37.195,08	-37.660,02	-35.818,86	-31.968,33
WCR	-32.637,16	-28.124,82	-32.343,55	-37.195,08	-41.844,46	-40.296,22	-36.535,24
Delta WCR	-6.167,00	-4.512,33	4.218,72	4.851,53	4.649,38	-1.548,25	-3.760,98
FCF	27.398,51	73.997,26	102.590,64	117.979,24	132.743,23	136.395,12	130.509,26
	NPV af FCF	68.884,88	88.904,63	95.176,67	99.688,64	95.354,33	
	Terminal						2.407.201,96
	Terminal NPV					1.682.883,73	
		0,9309	0,8666	0,8067	0,7510	0,6991	

EV (DCF) DKK mio.:	2.130.892,88
Nettogæld:	169.284,00
EK værdi (DCF) DKK mio.:	1.961.608,88
Antal udvandede aktier (mio.):	4.443,00
Estimeret kursværdi pr. 31.12.25:	441,51

12.5 Bilag E

Peers	Vægt	P/E		Bidrag	
		Trailing	Forward	Trailing	Forward
Eli Lilly	35%	40,77	27,47	14,27	9,61
AstraZeneca	15%	29,15	17,04	4,37	2,56
Merck & Co.	15%	13,92	11,2	2,09	1,68
Sanofi	10%	15,79	9,83	1,58	0,98
Pfizer	10%	14,48	8,41	1,45	0,84
Amgen	5%	25,31	14,86	1,27	0,74
Lundbeck	5%	9,43	8,73	0,47	0,44
Johnson & Johnson	5%	20	17,99	1,00	0,90
I alt	100%			26,49	17,75
Novo Nordisk					
P/E	13,94	14,16			
EPS	23,02				
Vægtet gennemsnit	26,49	17,75			
P/E værdiansættelse	609,89	408,69			

12.6 Bilag F

Peers	EV/EBITDA	Vægt	Bidrag
Eli Lilly	39,30	35%	13,755
AstraZeneca	17,40	15%	2,61
Merck & Co.	10,25	15%	1,5375
Sanofi	8,45	10%	0,845
Pfizer	10,11	10%	1,011
Amgen	13,40	5%	0,67
Lundbeck	8,92	5%	0,446
Johnson & Johnson	13,21	5%	0,6605
I alt			21,54

Novo Nordisk	
EV/EBITDA	10,03
EBITDA (mio)	149.640
Værdiansættelse (mio)	
Estimeret EV	3.222.497,40
Likvider	26.464,00
Rentebærende gæld	195.748,00
Estimeret værdi (mio)	3.053.213,40
Antal aktier (mio)	4.443,00
Estimeret aktiekurs	687,20