

Strategisk analyse og værdiansættelse af Rockwool International A/S



HD(R)

Afgangsprojekt nr. 104

December 2011

Opgaveløsere:

Jacob Christian Nielsen

Mikkel Bigum Hansen

Uddannelsessted: Copenhagen Business School

Vejleder: Jens O. Elling

Afleveringsdato: 7. december 2011

Executive summary

The purpose of this thesis is to complete an analysis and valuation of Danish insulation company Rockwool International A/S and to reach a conclusion on whether the official closing stock price on August 24th 2011 is over- or underestimated in comparison to the estimated fair value calculated in this thesis.

Rockwool is the largest stone wool manufacturer in the world with a turnover of 11.732 MDKK in 2010.

The valuation is made through analysis of Rockwool's external environment, internal situation and financial reports.

The external environment analysis was performed with the use of the PEST(EL)-model and Porter's five forces, and through these we got a good view to how the market situation is in the insulation business. We could conclude that the market is attractive and has a lot of potential, politicians are eager to reduce CO₂ emission, by renovation of buildings, and simultaneously kick start the economy and create new jobs. Even though the building business still isn't recovered completely from the economic crisis, it is getting better, and our analysis show that climate treaties and legislation will help it.

The competitive intensity of the insulation industry has been identified as intense, since there are many providers and some are large, and the market has experienced decline.

Rockwool's internal strengths and weaknesses revealed to be a strong advantage in their innovations and especially in their expert advisory department "BuildDesk". BuildDesk provides guidance to customers which most of the competitors do not offer. Rockwool's biggest problem showed to be capacity adjustment; they either could not keep up with demand or have had excess capacity.

The financial analysis showed that Rockwool had great turnover until 2007 and a large decline in 2008, since has the result increased but not nearly to the result from 2007. In addition, we could see that Rockwool's earnings are driven by their core activity.

The findings from the strategic analysis and financial analysis form the basis of our assumptions in budgeting. The future budgeting serves as the basis for our valuation, in estimating the value of future free cash flows and the weighted cost of capital which is used in calculating the closing stock prices.

Our estimated market value of Rockwool is 14,315 MDKK, equivalent to 651.40 DKK for each stock. The overall conclusion of this thesis is that Rockwool's official share price August 24th 2011 was underestimated by 148.54 DKK or approx. 30%.

Indhold

1. Indledning.....	1
2. Problemformulering.....	2
3. Afgrænsning	2
4 Model- og metodevalg	3
4.1 Strategisk analyse.....	5
4.1.1 Analyse af eksterne forhold	6
4.1.1.1 Analyse på samfundsniveau	6
4.1.1.2 Analyse på brancheniveau.....	7
4.1.2 Analyse af interne forhold	8
4.1.2.1 Analyse af ressourcer og kompetencer.....	9
4.1.2.2 Værdikædeanalyse	9
4.1.3 SWOT-analyse	10
4.2 Regnskabsanalyse	11
4.2.1 Reformulering.....	11
4.2.2 Rentabilitetsanalyse	12
4.2.4 Analyse af vækst og permanente overskud.....	12
4.3 Værdiansættelse	13
4.3.1 Budgettering	13
4.3.1.1 Budgetperiode	13
4.3.2 Værdiansættelse	14
4.4 Konklusion.....	15
5 Præsentation af Rockwool International A/S.....	15
5.1 Historie	15
5.2 Rockwool i dag	16
5.2.1 Ejerstruktur	16
5.2.2 Ledelse og organisation	16
5.2.3 Vision, mission, mål og værdier	17
5.2.4 Forretningsområder.....	17
5.2.4.1 Isoleringssegmentet inkl. BuildDesk	17
5.2.4.2 Systems Division	18
6. Strategisk analyse	18
6.1 Ekstern analyse.....	18
6.1.1 PEST(EL) analyse	18
6.1.1.1 Politiske forhold.....	18
6.1.1.2 Økonomiske forhold	19
6.1.1.2.1 Råvarepriser.....	20

6.1.1.2.2 Byggebranchen	21
6.1.1.2.3 Valutakurs	22
6.1.1.2.4 Renteniveau	23
6.1.1.3 Socio-kulturelle forhold	23
6.1.1.4 Teknologiske forhold	24
6.1.1.5 Miljømæssige forhold	25
6.1.1.6 Lovmæssige forhold	26
6.1.1.7 Delkonklusion	27
6.1.2 Brancheanalyse (Porters Five Forces)	28
6.1.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke	28
6.1.2.2 Substituerende produkter	29
6.1.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke	30
6.1.2.4 Potentielle nye konkurrenter	31
6.1.2.5 Konkurrenceintensitet i branchen	31
6.1.2.6 Delkonklusion	32
6.2 Intern analyse	32
6.2.1 Ressourcer og kompetencer	32
6.2.1.1 Tærskelressourcer	33
6.2.1.2 Tærskelkompetencer	34
6.2.1.3 Unikke ressourcer	34
6.2.1.4 Kernekompetencer	34
6.2.1.5 Delkonklusion	35
6.2.2 Værdikædeanalyse	35
6.2.2.1 Primære aktiviteter	35
6.2.2.1.1 Indgående logistik	35
6.2.2.1.2 Produktion	35
6.2.2.1.3 Udgående logistik	36
6.2.2.1.4 Salg og marketing	37
6.2.2.1.5 Service	38
6.2.2.2 Support aktiviteter	38
6.2.2.2.1 Virksomhedens administrative opbygning	38
6.2.2.2.2 Human ressource management	38
6.2.2.2.3 Teknologisk udvikling	39
6.2.2.2.4 Indkøb	39
6.2.2.3 Delkonklusion	39
6.3 SWOT-analyse	40
6.3.1 Delkonklusion	41
7. Regnskabsanalyse	42

7.1 Analyse af revisionspåtegning og anvendt regnskabspraksis	43
7.2 Reformulering	43
7.2.1 Reformulering af egenkapitalen	43
7.2.2 Reformulering af balancen	44
7.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	44
7.2.4 Delkonklusion	44
7.3 Rentabilitetsanalyse	46
7.3.1 Udvikling i ROE.....	46
7.3.2 Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiell gearing	47
7.3.3 Niveau 2: Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet.....	48
7.3.4 Niveau 3: Analyse af underliggende drivere	49
7.3.4.1 Analyse af underliggende drivere for OG	50
7.3.4.2 Analyse af underliggende drivere for AOH	51
7.3.5 Delkonklusion	52
7.4 Analyse af vækst og permanente overskud	53
7.4.1 Delkonklusion	54
7.5 Delkonklusion regnskabsanalyse.....	55
8. Værdiansættelse	56
8.1 Budgettering	57
8.1.1 Budgetperiode	57
8.1.2 Budgettering	58
8.1.2.1 Salgets vækstrate	58
8.1.2.2 Omsætningshastigheden for kerne netto driftsaktiver.....	60
8.1.2.3 Overskudsgraden fra salg før skat.....	61
8.1.2.4 Effektiv skatteprocent	63
8.1.2.5 Andet driftsoverskud efter skat	63
8.1.3 Delkonklusion	64
8.2 Kapitalomkostninger.....	64
8.2.1 Afkastkrav på netto finansielle forpligtelser	64
8.2.2 Afkastkrav på egenkapitalen	65
8.2.2.1 Estimering af Beta	65
8.2.2.1.1 Betaværdi benchmark-analyse.....	65
8.2.2.1.2 Betaværdi Bloomberg	66
8.2.2.1.3 Samlet vurdering af Beta	66
8.2.2.2 Estimering af markedets risikopræmie.....	66
8.2.2.3 Beregning af afkastkravet på egenkapitalen.....	66
8.2.3 Afkastkrav på andre finansieringsformer.....	67
8.2.3.1 Afkastkrav på minoritetsinteresser	67

8.2.3.2 Afkastkrav på aktier i associerede virksomheder	67
8.2.4 Vægtede kapitalomkostninger	67
8.2.4.1 Markedsværdi af egenkapital	67
8.2.4.2 Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	68
8.2.4.3 Markedsværdi af minoritetsinteresser	68
8.2.4.4 Markedsværdi af aktier i associerede virksomheder	68
8.2.4.5 Beregning af vægtede kapitalomkostninger	68
8.3 Værdiansættelse	68
8.4 Følsomhedsanalyse	71
8.5 Delkonklusion	72
9. Hovedkonklusion	73
10. Litteraturliste	77
11. Fordeling af områder	79
Bilag	83

1. Indledning

Den globale finanskrisen, som ramte verden i slutningen af år 2007, har medført en voldsom opbremsning i verdensøkonomien. Denne opbremsning har haft stor betydning både for virksomheders og landes økonomi. Dette har medført et generelt lavere aktivitetsniveau, da forbruget er faldet pga. usikkerhed om fremtiden. Dette medfører at ledigheden er steget, hvilket har medvirket til at usikkerheden er blevet større. Som resultat heraf er krisen blevet værre og den har med tiden afsløret andre problemer, som f.eks. det overforbrug for lånte penge, der har fundet sted i mange lande under højkonjunktoren og som nu har medført en gældskrise i USA og Sydeuropa, som kun forværrer krisen endnu mere.

Det diskuteres løbende, hvordan man skal vende udviklingen og komme ud af krisen, inden den bider sig for hårdt fast. Meningerne er delte om den rette medicin er stimulering af det private forbrug eller offentlige investeringer, som kan føre arbejdspladser med sig.

Samtidig med dette, er miljøet fortsat et emne der diskuteres livligt verden over. De fleste er efterhånden enige om, at der skal gøres noget drastisk for at nedbringe udledningen af CO₂ og andre drivhusgasser inden det er for sent. Der afholdes i den forbindelse årlige COP-møder, hvor verdens ledere diskuterer, hvordan man kan lave miljøaftaler, der tilgodeser forskellige landes forskellige ønsker og situation.

Derfor er der mange der mener, at krisen er en enestående mulighed for at sætte langsigtet på miljørigtige tiltag, som samtidig kan gøre sit for at sætte verdensøkonomien i gang igen.

Derfor ser vi over hele verden en tendens til at der tages initiativer til støttepakker, som skal give incitamenter for at sætte gang i miljørigtigt byggeri. I den forbindelse er der både tale om nybyggeri og miljørenovering af eksisterende byggeri.

”Undersøgelser foretaget af McKinsey og Vattenfall påviser, at isolering af bygninger er en af de samfundsmæssigt mest profitable måder at spare energi og reducere CO₂ udslip. Således giver isolering mere ”value for money” end f.eks. biobrændsel, vindkraft og solenergi.”¹

Rockwool International A/S, der producer stenuldisolering og dermed har produkter der kan være en del af løsningen på målsætningen om investeringer i miljørigtige løsninger, som skal være med at sætte gang i økonomien.

De seneste år har været en turbulent tid for Rockwool. De har nydt ekstrem fremgang under højkonjunktoren og bygge-boomet, ligesom de har lidt under krisen og de kraftige opbremsninger i byggesektoren efter krisens indtog.

¹ <http://www.rockwool.dk/b%3a6redygtighed/global+ansvarlighed/byggeri+i+et+b%3a6redygtigt+perspektiv>

Vi mener derfor det kunne være interessant at se, hvordan en virksomhed som Rockwool bliver påvirket af den nuværende situation, hvor næsten alt og alle er økonomisk trængte, samtidig med at der laves ambitiøse planer og lovgivet for fremtidens miljø og klimamæssige forhold.

2. Problemformulering

Med udgangspunkt i indledningen, vil vi besvare følgende spørgsmål, hvilket udgør afgangsprøjetets problemstilling.

"Hvad er værdien af Rockwool International A/S pr. 24. august 2011, tidspunktet for offentliggørelse af halvårsrapport for 1. halvår 2011?"

Denne problemformulering vil forsøges besvaret ud fra følgende underspørgsmål:

Strategisk analyse:

- *Hvilke omverdensfaktorer har især haft indflydelse på Rockwool International A/S?*
- *Hvordan er den konkurrencemæssige situation i isoleringsindustrien?*
- *Hvilke styrker og svagheder eksisterer internt i Rockwool International A/S?*

Regnskabsanalyse:

- *Hvordan har Rockwool International A/S' økonomiske udvikling været de seneste 5 år?*

Budgettering:

- *Hvordan vil den økonomiske situation udvikle sig i Rockwool International A/S fremover?*

Værdiansættelse:

- *Hvad er, med de givne forudsætninger, værdien af Rockwool International A/S pr. 24. august 2011?*
- *Hvordan vil ændringer i de væsentligste forudsætninger påvirke den estimerede værdi pr. 24. august 2011?*

3. Afgrænsning

For at komme frem til et retvisende resultat af værdiansættelsen, er det vigtigt at fastlægge en skæringsdato, hvor den fundne værdi vil være den teoretiske værdi på denne dato.

Opgaven vil, som en konsekvens af denne tidsmæssige afgrænsning, kun være baseret på data fremkommet op til eller på denne dato.

Værdiansættelsen i denne opgave vil være baseret på de informationer, der var offentligt tilgængelige den 24. august 2011, tidspunktet for offentliggørelse af halvårsregnskab for 1. halvår 2011.

Da halvårsregnskabet kun indeholder begrænsede informationer om andre forhold end den finansielle stilling pr. 24. august 2011, vil opgaven også tage udgangspunkt i årsrapporten for 2010, som blev offentliggjort den 10. marts 2011. Det vil dog være interessant også at medtage de informationer, der er tilgængelige vedrørende den mellemliggende periode, både fordi værdiansættelsen vil være mere aktuel,

men også på baggrund af den udvikling den globale og ikke mindst den danske økonomi har været inde i, i den mellemliggende periode.

Da der ønskes en analyse af værdien af Rockwool International A/S til brug for en mindre eller mellemstor investor, vil analysen udelukkende være baseret på offentligt tilgængelig information, da det netop er hvad man vil have til rådighed i denne situation. Analysen vil derfor tage udgangspunkt i informationer hentet fra offentliggjorte regnskaber, fondsbørsmeddelelser, Rockwools danske hjemmeside mv.

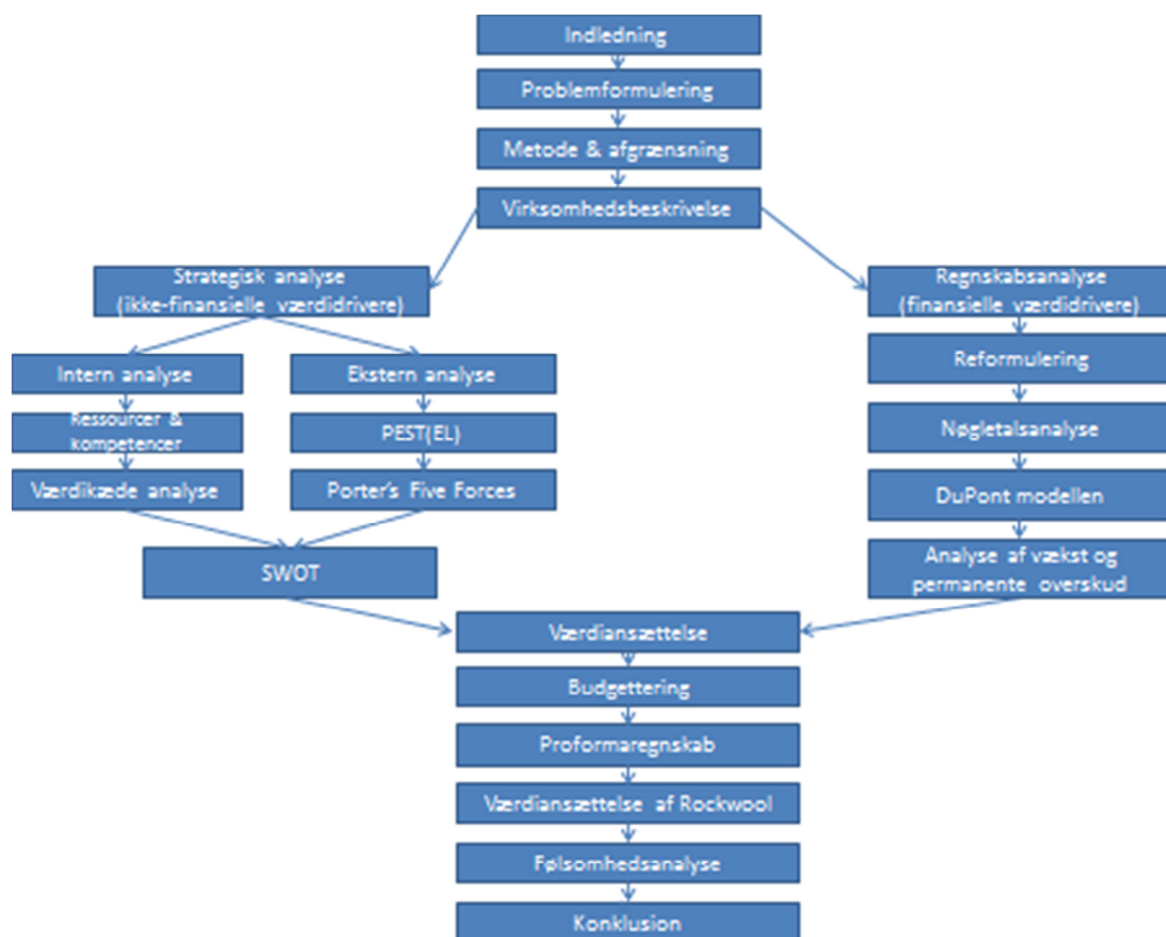
Aktiekapitalen i Rockwool International A/S er opdelt i A- og B-aktier, der begge er registreret på Københavns Fondsbørs. A-aktien adskiller sig fra B-aktien ved at have 10 gange så mange stemmer. Ved bestemmelse af fair værdi af virksomheden og dermed fair værdi af aktien tages der udgangspunkt i den samlede kursværdi af Rockwools aktier, og altså en gennemsnitlig værdi af alle Rockwools aktier. På den måde findes et mål for, om virksomheden, efter vores mening, overordnet set er undervurderet eller overvurderet.

I værdiansættelsen tillægges det altså ikke ekstra værdi, at A-aktierne har flere stemmer på generalforsamlingen, da det ikke er af særlig interesse for den lille eller mellemstore investor.

4 Model- og metodevalg

Den valgte fremgangsmåde til værdiansættelsen følger primært Ole Sørensens bog "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", samt "Strategi i vindervirksomheder" af Jørgen Lægaard og Mikael Vest.

Den overordnede disposition for opgaven er skitseret i diagramform nedenfor.



Figur 1 - kilde: Egen tilvirkning

Da formålet er at udarbejde en prognose - et budget - for den fremtidige udvikling af Rockwool til brug for værdiansættelse af den fremtidige indtjening og cash-flows, er det nødvendigt at foretage en analyse af de historiske trends i de finansielle værdidrivere, som måler, hvordan værdiskabelsen realiseres i kroner fra periode til periode.² De finansielle værdidrivere måler dog ikke hvordan værdien skabes, hvorfor det vil være nødvendigt at foretage en strategisk analyse af de ikke-finansielle værdidrivere, som er defineret som de bagvedliggende faktorer, som har indflydelse på de finansielle værdidrivere.

De finansielle værdidrivere måler således virksomhedens præstationer for en bestemt periode, mens de ikke-finansielle værdidrivere ofte er indikatorer for den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere og derfor særligt vigtige i prognose-sammenhæng.³

Af de grunde som er beskrevet ovenfor indledes den analyse, der skal fungere som grundlaget for budgetteringen af udviklingen i de finansielle værdidrivere og dermed værdiansættelsen, med en strategisk analyse af både de eksterne og de interne ikke-finansielle værdidrivere, som hovedsageligt har indflydelse på Rockwools nuværende situation og position og som vil have indflydelse på udviklingen fremover i disse. Derefter fortsættes med en analyse af de historiske data i Rockwools årsrapporter og

² Jf. Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 77.

³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 80.

kvartals- og halvårsrapporter for perioden 2005 til 2010, samt den sidste nye halvårsrapport for 1. halvår 2011.

Disse to analyser danner til sidst grundlaget for en vurdering af den formodede fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere, som værdiansættes ud fra de givne forudsætninger og derefter sammenlignes den fundne fair value med børsværdien pr. skæringsdatoen.

Opgaven og de analyser, der skal føre frem til vores forventninger til den fremtidige udvikling og dermed til det budget og proformaregnskab, der benyttes ved værdiansættelsen, vil primært tage udgangspunkt i sekundære data i form af offentligt tilgængelig litteratur. Der benyttes i den sammenhæng både informationer offentliggjort af Rockwool selv på deres hjemmeside og i årsrapporter, kvartalsrapporter mv., samt informationer hentet i bøger, artikler, tidsskrifter o. lign.

Da målgruppen for analysen og værdiansættelsen, som nævnt tidligere, er den mindre eller mellemstore investor eller analytiker med interesse i om den aktuelle børsværdi på dagen for offentliggørelse af Rockwools halvårsrapport for 1. halvår 2011 faktisk afspejler fair value af selskabet og dermed om en evt. investering vil være rentabel eller ej, vurderes det at det er tilstrækkeligt at benytte offentligt tilgængeligt materiale osv., jf. ovenfor, da det netop vil være denne type information, der vil være tilgængelig for denne målgruppe.

4.1 Strategisk analyse

I en statisk verden vil en analyse af historiske trends i de finansielle værdidrivere kunne overføres til en forventet udvikling i disse i de kommende perioder, men da verden i praksis er foranderlig, kræves det ligeledes at man analyserer på de forhold, som ligger til grund for udviklingen i de finansielle værdidrivere i fremtiden, for at kunne danne en realistisk forventning til denne udvikling. Et realistisk bud på den fremtidige vækstrate vil derfor kræve et indgående kendskab til disse bagvedliggende forhold.

De bagvedliggende forhold kan inddeles i omverdensfaktorer på samfundsniveau og brancheniveau samt interne faktorer.

Som nævnt tidligere vil disse ikke-finansielle værdidrivere ofte være indikatorer for den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere⁴.

Målet med den strategiske analyse er, som illustreret og beskrevet ovenfor, at lokalisere de ikke-finansielle værdidrivere, der især har haft og vil have indflydelse på Rockwools værdiskabelse. Disse værdidrivere er en central del af arbejdet med at udarbejde en budgettering af de forventede fremtidige værdier i Rockwool.

Den strategiske analyse foretages efter et udefra og ind perspektiv. Det vil sige, at analysen først koncentrerer sig om de eksterne forhold, som har ydet og vil yde størst indflydelse på Rockwools industri

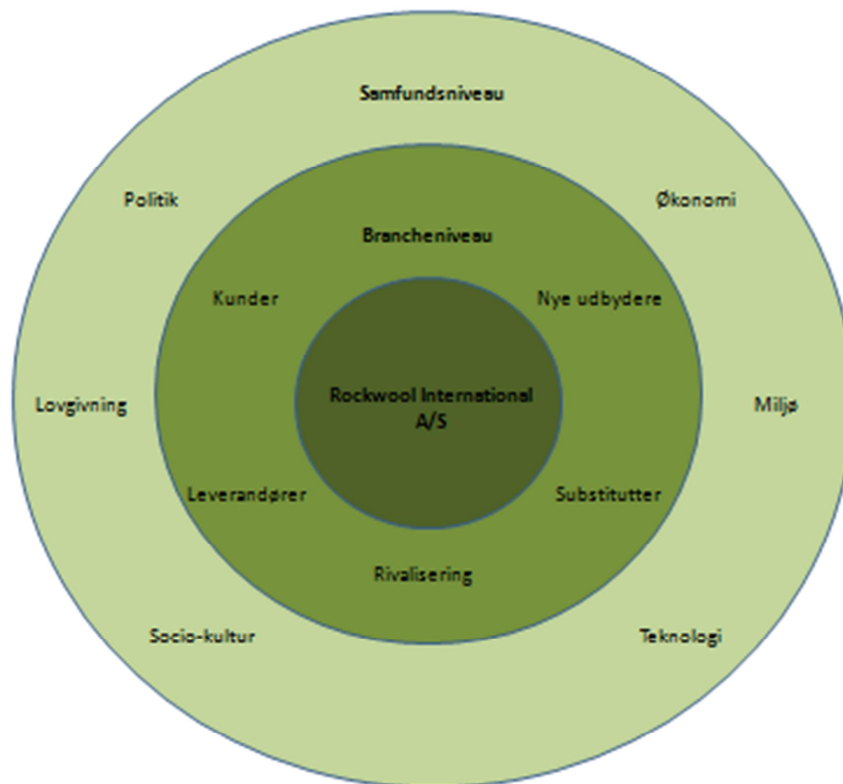
⁴ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 80

og dernæst om de interne forhold i virksomheden, som skaber værdi og kan give Rockwool konkurrencemæssige fordele i fremtiden.

4.1.1 Analyse af eksterne forhold

Den første del af den strategiske analyse er analysen af de eksterne forhold, der især øver indflydelse på Rockwools industri og på Rockwool, eller omverdensanalysen.

Analysen er inddelt i en analyse af Rockwools fjerne omverden, altså på samfundsniveau og en analyse af Rockwools nære omverden, altså på brancheniveau.



Figur 2 - kilde: Egen tilvirkning

4.1.1.1 Analyse på samfundsniveau

De samfundsmæssige forhold omfatter alle de faktorer i samfundet, som kan tænkes at have indflydelse på Rockwools værdiskabelse.

Samfundsforhold kan normalt indeles i fire delelementer, hvis forbogstaver fra de engelske betegnelser danner forkortelsen PEST:

- Political (Politiske forhold).
- Economic (Økonomiske forhold).
- Social (Socio-kulturelle forhold).
- Technological (Teknologiske forhold).

I denne opgave vil samfundsforholdene dog blive inddelt i to yderligere delelementer, som vi mener er vigtige for netop Rockwools værdiskabelse, grundet deres interesse i miljørigtige løsninger o. lign.:

- Environmental (Miljømæssige forhold).
- Legal (Lovmæssige forhold).

Dermed får vi en PEST(EL)-model, som i denne opgave bruges til at belyse de samfundsforhold, som i særlig grad har indflydelse på og i fremtiden vil have indflydelse på Rockwools værdiskabelse.

PEST(EL)-analysen kan bruges til at give en indikation af, hvilke muligheder og trusler, i de samfundsmæssige forhold, fremtiden kan byde på for Rockwool og dermed give en indikation af, i hvilken retning udviklingen går i fremtiden for Rockwool.

PEST(EL)-analyse kan dog meget nemt blive for generel og det er derfor meget vigtigt, for at få nogle retvisende indikatorer for udviklingen, at analysen gøres så virksomhedsspecifik som muligt, for at få de samfundsmæssige forhold med, der i særlig grad vil have indflydelse på Rockwools udvikling. Det er altså vigtigt at få kortlagt de kræfter, der forårsager forandringer og hvilke konsekvenser udviklingen kan få for virksomhedens fremtid.

4.1.1.2 Analyse på brancheniveau

De branchemæssige forhold omfatter de forhold indenfor Rockwools nære omverden, altså isoleringsindustrien, der i særlig grad kan forventes at øve indflydelse på industriens attraktivitet og dermed også på Rockwools evne til at skabe aktionærværdi. Det er helt centralt for alle virksomheder at være bevidste om bl.a. konkurrencesituationen på de markeder, hvor de afsætter deres produkter, samt at kende deres egen position på markedet, så ledelsen kan handle herefter.

Derudover er det ligeledes centralt for investorer eller analytikere at have indgående kendskab til både konkurrencesituationen i virksomhedens industri og andre faktorer, som har indflydelse på attraktiviteten af virksomhedens industri samt virksomhedens position i industrien, for at have et bedre grundlag for at budgettere virksomhedens økonomiske udvikling i fremtiden.

Analysen af disse særligt vigtige branchemæssige forhold, kan med fordel systematiseres vha. Michael Porters "Five Forces", formuleret i bogen "Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors." fra 1980.



Figur 3 - kilde: Egen tilvirkning efter "Exploring Corporate Strategy", side 60

Modellen har til formål at vurdere konkurrenceintensiteten i branchen, og hvilken påvirkning, der kommer fra leverandører, kunder, mulige nye konkurrenter og substituerende produkter.

De fem kræfter skal forstås på følgende måde:

1. Hvordan er konkurrencen blandt eksisterende aktører i branchen?
2. Hvilke trusler eksisterer fra mulige nye konkurrenter i branchen?
3. Hvilke trusler er der fra substituerende produkter?
4. Hvordan er kundernes forhandlingskraft?
5. Hvordan er leverandørernes forhandlingskraft?

Jo svagere påvirkningen er fra de fem markeds kræfter, desto mere værdiskabende er branchen og dermed potentialet for den enkelte virksomhed i branchen. Når påvirkningen fra de fem markeds kræfter tiltager i styrke, falder indtjeningspotentialet i branchen og kun de virksomheder der har den stærkeste konkurrenceevne vil realisere overnormal profit.

Da de fem markeds kræfters relative styrke er forskellig fra branche til branche, er det vigtigt at analysere sig frem til de faktorer under hver af de fem kategorier, der har så stor indflydelse på virksomhedens finansielle udvikling, at de bør medtages som ikke-finansielle værdidrivere i analysen.

Porters Five Forces fungerer altså som et godt udgangspunkt for brancheanalysen og af den enkelte virksomheds placering i forhold til omgivelserne, men der er dog visse svagheder i modellen, som skal tages med i overvejelserne, når de fundne værdidrivere skal bruges til at foretage et estimat på den fremtidige udvikling.

Modellen lægger op til, at de fem markeds kræfter har nogenlunde ensartet betydning. Det vil dog næsten aldrig være tilfældet, da f.eks. kundernes forhandlingsstyrke ofte vil være væsentligt vigtigere end de øvrige elementer i forbindelse med den strategiske udvikling. Det er vigtigt at tage hensyn til, at de fem kræfter ikke nødvendigvis har lige stor betydning og derfor tilpasse anvendelsen af modellen til virksomhedens konkrete situation.

Derudover behandler modellen ikke forhold omkring udvikling af organisation og de menneskelige ressourcer. Der tages altså ikke direkte hensyn til, hvordan medarbejdere i en virksomhed reagerer sammen med medarbejdere hos kunder eller leverandører.

Det er altså vigtigt at tilpasse modellen til Rockwools konkrete situation.

4.1.2 Analyse af interne forhold

Den enkelte virksomhed har sjældent direkte indflydelse på de omverdensbestemte ikke-finansielle værdidrivere på samfunds- og brancheniveau. Derimod har virksomheden stor indflydelse på de interne værdidrivere, som er forbundet med virksomhedens interne ressourcer og kompetencer.

Til analysen af de interne forhold i virksomheden, vil denne opgave tage udgangspunkt i en analyse af Rockwools ressourcer og kompetencer, samt en analyse af Rockwools værdikæde for at kunne komme

frem til hvilke unikke ressourcer og kernekompetencer, der findes internt i Rockwool og som på den måde især er med til at skabe værdi for kunderne. På den måde vil opgave komme frem til, hvordan Rockwool benytter disse unikke ressourcer og kernekompetencer til at opnå konkurrencemæssige fordele og dermed aktionærværdi.

4.1.2.1 Analyse af ressourcer og kompetencer

Analysen af de interne forhold i Rockwool, der kan være med til at give Rockwool konkurrencemæssige fordele og som dermed er ikke-finansielle værdidrivere, vil tage udgangspunkt i nedenstående model.

	Ressourcer	Kompetencer
Tærskelkapabiliteter	<u>Tærskelressourcer</u> • <i>Materielle</i> • <i>Immaterielle</i>	Tærskelkompetencer
Kapabiliteter der giver konkurrencemæssige fordele	<u>Unikke ressourcer</u> • <i>Materielle</i> • <i>Immaterielle</i>	Kernekompetencer

Figur 4 - kilde: Egen tilvirkning efter "Exploring Corporate Strategy", side 95

Tærskelressourcer og -kompetencer er de ressourcer og kompetencer, som er nødvendige for at drive virksomhed på dette marked. Det vil sige de ressourcer og kompetencer, der er nødvendige for at møde kundernes minimumskrav og for at sikre den fortsatte eksistens.

Unikke ressourcer er de ressourcer, der giver konkurrencemæssige fordele og som er svære for konkurrenterne at efterligne eller opnå.⁵

Kernekompetencer er de kompetencer i virksomheden der gør, at man kan udnytte de unikke ressourcer, der findes internt i virksomheden til at give konkurrencemæssige fordele og som ligeledes er svære for konkurrenterne at efterligne eller opnå.⁶

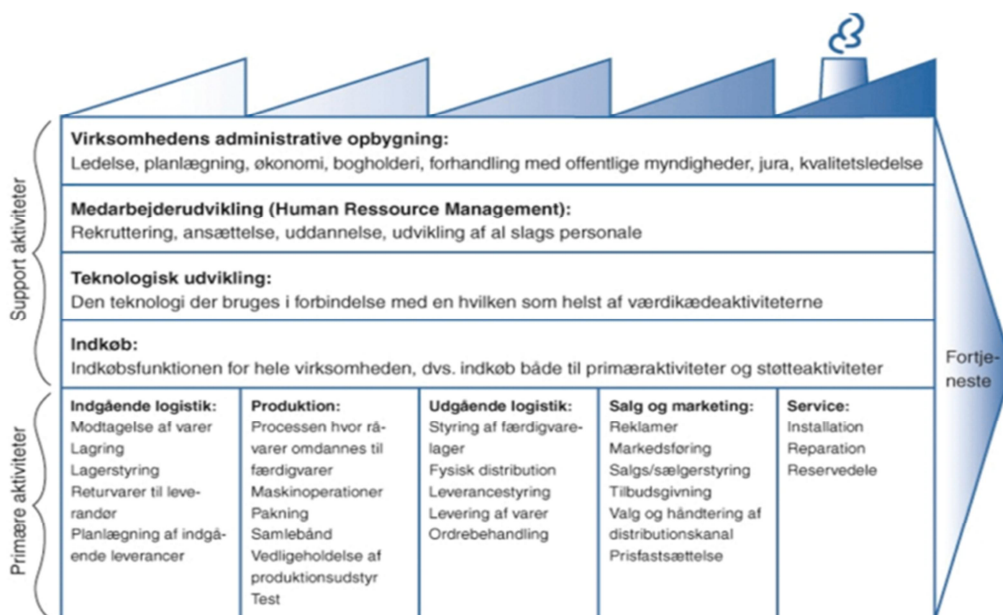
4.1.2.2 Værdikædeanalyse

Analysen af de interne forhold i virksomheden, som skaber konkurrencemæssige fordele og dermed aktionærværdi, udvides herefter med en analyse af Rockwools værdikæde,⁷ for at få en indikation af, præcis hvor i kæden af primære aktiviteter, der skabes værdi. Værdi i denne sammenhæng skabes ligesom afsnittet ovenfor ved at der kan være forhold i Rockwools værdikæde, der er med til at give konkurrencemæssige fordele, ved at Rockwool er bedre til dette end deres konkurrenter og som derved fungerer som kernekompetencer, som kan skabe aktionærværdi.

⁵ "Exploring Corporate Strategy", side 97

⁶ "Exploring Corporate Strategy", side 97

⁷ Michael E. Porter: "Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance.", 1985



Figur 5 - kilde: <http://toolbox.systeme.dk/index.php?id=576>

En virksomheds kompetencer vedrører ifølge Porters værdikædeanalyse såvel aktiviteterne i de enkelte led i kæden som evnen til at sammenkoble dem. Da opgaven tager udgangspunkt i at være en analyse foretaget som ekstern analytiker, anvendes værdikædeanalysen til at afdække, hvordan ressourcer og funktioner skaber konkurrencemæssige fordele og aktionærværdi.

Porters værdikæde kan være en nyttig model i arbejdet med at kortlægge de interne forhold, der i særlig grad vil have indflydelse på Rockwools værdiskabelse fremover. Ofte vil det dog være vanskeligt for den eksterne analytiker at gennemføre analysen fyldestgørende, da det kan være svært at få adgang til interne data. Vi vil udelukkende gennemføre analysen ved brug af offentligt tilgængelig information fra bl.a. årsrapporter og Rockwools egen hjemmeside, jf. afsnittet ovenfor om målgruppe for opgaven.

4.1.3 SWOT-analyse

For at sammenfatte de ikke-finansielle værdidrivere vi har fundet frem til ved hjælp af de forskellige analyser af henholdsvis de eksterne forhold og de interne forhold, vil vi i denne opgave benytte SWOT-modellen. Dette sker med henblik på at kunne komme med en samlet vurdering af Rockwools helbredstilstand og derigennem komme med en begrundet antagelse om den forventede udvikling i de finansielle værdidrivere.

Interne forhold	
Stærke sider (Strengths)	Svage sider (Weaknesses)
Eksterne forhold	
Muligheder (Opportunities)	Trusler (Threats)

Figur 6 - kilde: <http://toolbox.systeme.dk/index.php?id=588>

I SWOT-analysen inddeles de ikke-finansielle værdidrivere fra analyserne af Rockwools omverden i muligheder og trusler og de ikke-finansielle værdidrivere fra analyserne af interne ressourcer og kompetencer i stærke og svage sider.

Sammenfatningen i SWOT-modellen benyttes derefter til at konkludere samlet på den strategiske analyse og finde frem til de ikke-finansielle værdidrivere, der især forventes at påvirke Rockwools fremtidige værdiskabelse.

Resultatet af den strategiske analyse indarbejdes derefter i budgetteringsfasen i forbindelse med udarbejdelse af proforma-regnskaber for de kommende år til brug for værdiansættelsen.

4.2 Regnskabsanalyse

Som beskrevet tidligere fortsætter den analyse, som skal føre frem til det budget og proformaregnskab, vi skal bruge i forbindelse med værdiansættelsen af Rockwool, herefter med en analyse af de finansielle værdidrivere, der har haft betydning for den historiske værdiskabelse. Sammen med den strategiske analyse vil denne regnskabsanalyse danne grundlag for budgetteringen af de fremtidige indtjeningsmuligheder for Rockwool.

På baggrund af de historiske data i Rockwools års-, kvartals- og halvårsrapporter for perioden 2005 til 2010, samt halvårsrapporten for 1. halvår 2011, beregnes udvalgte nøgletal for rentabilitet, for at finde frem til de finansielle værdidrivere for den historiske udvikling i Rockwool.

Det er her vigtigt at have fokus på, om regnskabstallene kan bruges til sammenligning og vurdering af udviklingen. Derfor vil vi gennemgå revisionspåtegninger for de valgte år, for at se om der her skulle være nogen indikation af, at enkelte år ikke skulle være sammenlignelige pga. f.eks. forbehold eller andet. Derudover vil vi gennemgå anvendt regnskabspraksis i de valgte regnskabsår, for at være sikre på at der ikke er ændret i denne, da dette ville gøre det svært at konkludere noget på udviklingen, da tallene så ikke nødvendigvis kan sammenlignes.

4.2.1 Reformulering

En virksomheds værdiskabelse stammer fra enten drifts- eller finansieringsaktiviteten, men ingen af disse er at finde direkte i årsregnskabet. Det er derfor nødvendigt at reformulere regnskabet, mht. egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse, i en driftsaktivitet og en finansieringsaktivitet, for derved at få et brugbart grundlag for analysen af Rockwools rentabilitet og risiko, som skal danne grundlag for nogle af de finansielle værdidrivere, som vi senere vil basere budgetteringen og værdiansættelsen på. Pengestrømsopgørelsen reformuleres ikke i opgaven, da de frie cash flows til brug for værdiansættelsen findes ved at trække ændring i nettodriftsaktiver fra driftsoverskuddet.⁸ Disse findes ved hjælp af de tidligere omtalte reformuleringer.

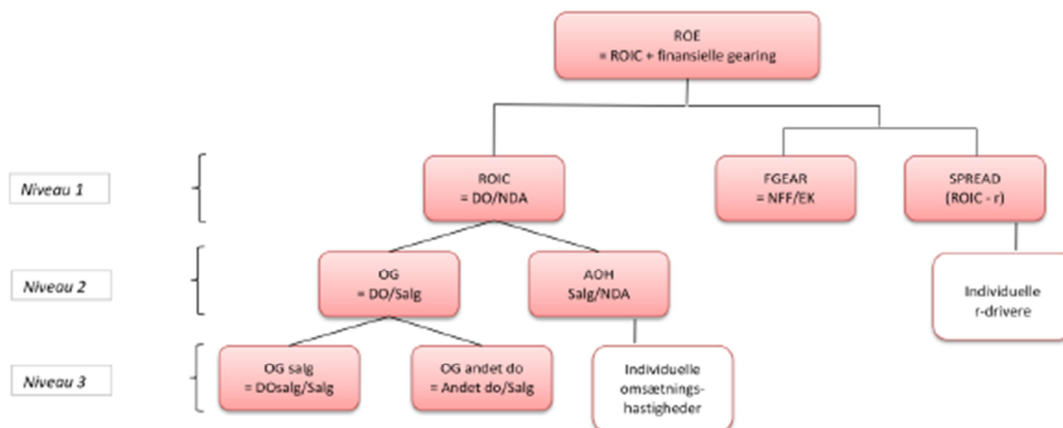
Reformuleringen foretages efter metoderne beskrevet i Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, kapitel 5 og 6.

⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 228

Reformulering sikrer os altså sammenlignelighed samt det datagrundlag, vi har brug for til de videre analyser.

4.2.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som fremgår af figuren nedenfor, på baggrund af de reformulerede opgørelser beskrevet ovenfor.



Figur 7 - DuPont-modellen, kilde: Egen tilvirkning efter Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 255

Rentabilitetsanalysen foretages med udgangspunkt i Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, kapitel 8.

Den venstre side af modellen analyserer Rockwools driftsmæssige aktivitet og udvikling, mens højre side analyserer den finansielle aktivitet.

4.2.4 Analyse af vækst og permanente overskud

For at kunne komme med et realistisk bud på den fremtidige udvikling for Rockwools fremtidige indtjeningsmuligheder, vil vi herefter forsøge at få udskilt de overskudskomponenter, der ikke har relevans for budgetteringen af fremtiden. Vi ønsker altså at analysere, hvor de historiske overskud stammer fra, for at kunne udskille de usædvanlige poster, som i denne forbindelse kan være både ikke-tilbagevendende poster og tilbagevendende poster, som kan være tæt på umulige at forudsige, f.eks. gevinst og tab på valuta og afledte finansielle instrumenter.

Derfor opdeles i følgende typer af overskud:

- Permanente driftsoverskud fra salg (CORE DO_{salg})
- Permanente driftsoverskud fra andet (CORE DO_{andet})
- Usædvanlige Poster (UP)

Derefter har vi et bedre grundlag for at budgettere den fremtidige vækst.

4.3 Værdiansættelse

Når vi har gennemført de analyser, der skal fungere som grundlaget for budgetteringen af den forventede fremtidige udvikling, kan vi herefter begynde på den egentlige værdiansættelse.

Arbejdet med værdiansættelsen opdeles herefter i en budgetteringsfase og en endelig værdiansættelsesfase.

Der findes i den forbindelse flere forskellige modeller til værdiansættelse, herunder både relative og absolutte værdiansættelsesmodeller. I denne forbindelse vælges en af de absolutte modeller, da disse beskæftiger sig med budgettering af den fremtidige udvikling, som der herefter findes en nutidsværdi af.

4.3.1 Budgettering

Budgetteringsdelen har til formål at vurdere fremtidigt niveau og retning for de finansielle værdidrivere. Dette sker med udgangspunkt i de ikke-finansielle værdidrivere fundet i den strategiske analyse og den historiske udvikling i de finansielle værdidrivere fundet i regnskabsanalysen og de forventninger til fremtiden disse giver anledning til.

I stedet for at budgettere de enkelte regnskabsposter hver for sig, budgetteres de finansielle værdidrivere, der findes i regnskabsanalysen, da disse værdidrivere beskriver forventningerne til Rockwools evne til at skabe værdi i fremtiden.

Budgetteringen udmønter sig til sidst i et eksplicit proformaregnskab for fremtiden.

4.3.1.1 Budgetperiode

Teoretisk set baseres de forskellige værdiansættelsesmodeller på tilbagediskontering af en uendelig pengestrøm. Dette er dog ikke muligt i praksis, hvorfor det er nødvendigt at fastsætte en periode, hvor man med rimelighed kan forudsige, hvordan de forskellige værdidrivere kommer til at udvikle sig. Derefter forudsættes det, at de enkelte poster i proformaregnskaberne vokser med en konstant vækstrate. På den måde kan vi beskrive en uendelig serie af fremtidige pengestrømme uden at skulle lave et uendeligt antal proformaregnskaber. Denne periode kaldes derfor terminalperioden.

Budgetperiodens længde afhænger typisk af flere forhold, som f.eks. hvilken type virksomhed der er tale om, fremtidige vækstudsigter for branchen som helhed, længden af den periode, hvor der kan forventes overnormal salgsvækst (kaldet konkurrencefordelsperioden), samt andre forhold.

Da de seneste år har været præget af usikkerhed i forbindelse med finanskrisen osv. og der dermed stadig er usikkerhed om den fremtidige udvikling af økonomien, vælger vi ud fra de givne forudsætninger samt anbefalinger fra litteraturen⁹ umiddelbart en budgetperiode på 10 år. Periodens længde vil dog blive genbesøgt ved begyndelsen af afsnittet om budgettering, da de fundne forhold i både den strategiske analyse og regnskabsanalysen kan have indflydelse på længden af konkurrencefordelsperioden.

⁹ Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 318

4.3.2 Værdiansættelse

Når vi har udarbejdet proformaregnskaber for både budgetperioden og terminalperioden, kan vi fortsætte med den egentlige værdiansættelse.

Vi har som beskrevet ovenfor valgt at benytte en absolut værdiansættelsesmodel.

Herefter går overvejsen på om der skal vælges en direkte værdiansættelsesmetode, som værdiansætter egenkapitalen direkte ved at budgettere de pengestrømme, som tilfalder ejerne, eller en indirekte model, som værdiansætter hele virksomheden og derefter fratrækker værdien af långivernes fordringer, for at komme frem til værdien af egenkapitalen.

Vi vælger i denne opgave en indirekte model, da de fokuserer på driftsaktiviteten som eneste værdidriver og ser bort fra finansieringsaktiviteten som potentiel værdidriver. Dette er også ofte den foretrukne model af analytikere.¹⁰

Af de indirekte modeller vælges cash-flow modellen FCFF, da denne i modsætning til RIDO-modellen ikke udelukkende tager udgangspunkt i årsregnskabets målinger og derfor gør brug af alle tilgængelige informationer i årsrapporten. Ved at benytte FCFF-modellen i stedet for RIDO-modellen, tillægges det også mindre betydning om balanceposterne er målt til dagsværdi eller til historiske kostpriser og derved elimineres de ulemper, der ligger i at RIDO-modellen kan blive påvirket af forskel i målingsmetoder samt af evt. regnskabsmanipulation fra ledelsen.

Dog er FCFF-modellen ofte kritiseret for at tillægge terminalperioden en for stor betydning, ved at denne udgør en for væsentlig del af værdien.

I FCFF tilbagediskonteres de fremtidige pengestrømme fra driftsaktiviteten ved hjælp af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, WACC. Formlen for FCFF-værdiansættelsen er vist herunder:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF_0 \quad 11$$

Af formlen ses det at værdien af egenkapitalen (aktionærværdien) er en funktion af nutidsværdien af cash-flows fra budgetperioden og nutidsværdien af cash-flow i terminalperioden, som til sammen giver virksomhedsværdien og herfra trækkes værdien af de finansielle forpligtelser, så vi kommer frem til værdien af egenkapitalen.

Herefter sammenholdes den fundne fair value med den gennemsnitlige kurs for Rockwools A- og B-aktie og dermed den samlede kursværdi, for at finde frem til vores vurdering af om den samlede kursværdi er undervurderet eller fair på tidspunktet for offentliggørelsen af halvårsregnskabet for 1. halvår 2011.

¹⁰ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 37-38

¹¹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 36

4.4 Konklusion

Når alle ovenstående afsnit og analyser er gennemført, sammenfattes de fundne resultater i en samlet konklusion, som opsamler på delkonklusioner fra de enkelte analyseafsnit.

Endvidere vil der i den samlede konklusion blive svaret på de spørgsmål og problemer, der blev stillet i forbindelse med indledningen og problemformuleringen, samt underspørgsmål til denne.

5 Præsentation af Rockwool International A/S

5.1 Historie¹²

Rockwool blev grundlagt i 1909 af murermester H.J. Henriksen og teglværksejer V. Kähler i kompagniskab. Dengang hed virksomheden Korsør Stenforretning.

I 1927 køber de en skærvefabrik i Hedehusene, der hvor Rockwools hovedkontor ligger i dag.

I 1935 tager Henriksens søn til USA og køber rettigheder og viden til at producere stenuld. Efterfølgende starter virksomheden med at producere stenuld på amerikansk licens. Udover stenuld begynder virksomheden også at producere gasbeton.

I 1937 og 38 begynder tingene at tage fart. Man udvider med produktion i de omkringliggende lande Sverige og Norge, men 2. verdenskrig nærmer sig og under denne oplever man tilbagegang.

Efter 2. verdenskrig kommer der atter gang i forretningen og i 1951 begynder man at producere udenfor Skandinavien med en fabrik i Tyskland.

I 1962 bliver de to familier enige om at dele forretningen og Henriksen overtager alt der vedrører produktion og salg af gasbeton og Kähler overtager stenuldsforretningen, som i dag er kendt som Rockwool.

Op gennem 60'erne og 70'erne åbnes fabrikker i resten af Europa. Især i 70'erne har Rockwool stor fremgang hjulpet af oliekrisen og der kommer mere fokus på at spare på energien. Rockwools omsætning stiger fra 360 mio. kr. i 1970 til 1.600 mio. kr. i 1979.

I løbet af 1980'erne finder Rockwool ud af, at stenuld kan være nyttigt til mange andre formål end isolering. Efter lang tids fokus på udvikling og investering, indføres der en ny række produkter. Rockment der producerer skille vægge til vægge, gulve og lofter. Rockfon producerer akustiske produkter, Rockpanel der laver facadeplader og Rockdelta der laver lyd- og støj isolering. Gordania producerer et vandabsorberende mineraluld, et produkt der kan erstatte jord eller spagnum i væksthuse. Alle disse produkter er samlet under systems division og står for 20% af nettoomsætningen for Rockwool.¹³

I 1990'erne ekspanderer Rockwool geografisk. Det starter med en fabrik i Canada og efter kommunismens fald i Sovjet, er der åbnet for Rusland og Østeuropa. I år 2000 kommer Fjernøsten med på kortet hos Rockwool med en fabrik i Malaysia. I dag er Rockwool repræsenteret i 35 lande over hele verden.

¹² <http://www.rockwool.com/about+the+group/the+group+in+brief/history>

¹³ Årsrapport 2010 side 14

I 1995 blev Rockwool introduceret på Københavns Fondsbørs. Her overgik Rockwool koncernen fra et traditionelt, familie baseret selskab til en moderne, effektiv virksomhed med stor fokus på shareholder value.

5.2 Rockwool i dag

5.2.1 Ejerstruktur

Rockwools aktiekapital udgør 220 mio. kr., fordelt på 59,5% A-aktier og 40,5% A-aktier. A-aktierne har hver 10 stemmer og B-aktierne har hver én stemme.

”Den 14. januar 2011 blev det på en ekstraordinær generalforsamling vedtaget at gennemføre en delvis sammenlægning af selskabets A- og B-aktier ved omregistrering af 1.841.173 klasse A-aktier til B-aktier i forholdet 1/1”.¹⁴

Herunder ses alle der ejer mere end 5% af stemmerne i Rockwool.

DKK mio.	2010	
	Aktiekapital	Stemmer
Rockwool Fonden, 1306 København K	23 %	31 %
15. juni Fonden, 1553 København V	6 %	12 %
Gustav Kähler, 2942 Skodsborg	7 %	8 %
Dorrit Eegholm Kähler, 2830 Virum	4 %	6 %

Figur 8 - kilde: Rockwool årsrapport 2010, side 41

Rockwool Fonden der besidder hele 31% af stemmerne og er den største aktionær, blev startet af Claus Kähler i 1981, med det formål at sikre selskabet. I fundatsen fremgår det at fonden skal bruge sin stemmeret til at tage hensyn til selskabets interesser. I dag er Tom Kähler bestyrelsesformand for fonden, ligesom han er det for selskabet.

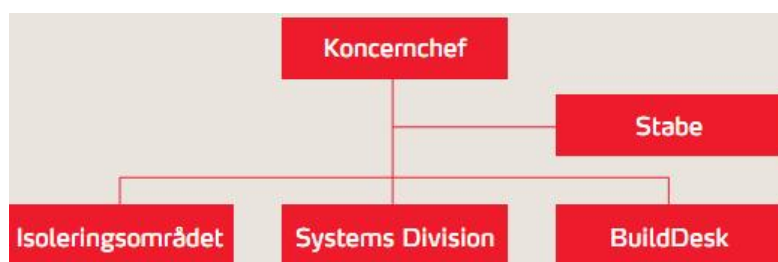
Fonden er almennyttig og benytter sine midler til bl.a. forskning i integration, projekter i 3. verdens lande og andre samfundsrelevante sager.

5.2.2 Ledelse og organisation

Kähler har været synonym med Rockwool de seneste 100 år. Tom Kähler, som var 4. generations koncerndirektør, overlod efter 15 år på posten styringen til Eelco Van Heel i 2004. Tom Kählers søn Thomas er med i bestyrelsen og direktør for Rockwool Skandinavien, så Kähler har bestemt ikke givet slip på foretagendet. Tom Kähler er selv fortsat bestyrelsesformand for Rockwool.

I 2006 som en del af en strategi om generationsskifte, blev strukturen som ses nedenfor til. Tidligere havde der været seks divisioner i stedet for de nuværende tre. Samtidig er organisationen blevet mere topstyret og man har samlet flere områder under ét.

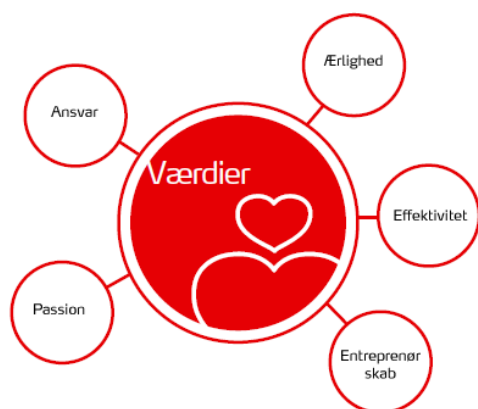
¹⁴ Årsrapport 2010 side 41



Figur 9 - kilde: Årsrapport 2006, side 6

5.2.3 Vision, mission, mål og værdier

Rockwool koncernen vil være den foretrukne partner i byggebranchen. Deres forretningsadfærd er styret af de helt grundlæggende værdier om ærlighed, ansvarlighed, effektivitet, passion og entreprenørskab.



Figur 10 - kilde: Rockwool.dk

De vil bevare deres globale førerposition inden for innovative produkter, systemer, partnerskaber og services understøttet af en unik ekspertise inden for energieffektivitet, sikkerhed, bæredygtighed og komfort i bygninger.¹⁵

5.2.4 Forretningsområder

Rockwool består, som illustreret i organisationsdiagrammet, af tre forretningsområder, som kan inddeles i kun to segmenter; isoleringssegmentet inkl. BuildDesk og Systems Division.

5.2.4.1 Isoleringssegmentet inkl. BuildDesk

Isoleringssegmentet inkl. BuildDesk stod i 2010 for 80% af Rockwools omsætning.¹⁶ Afsætningen i den traditionelle isoleringsdel er primært til byggesektoren, men isolering af skibe, offshoreanlæg og industrielle anlæg er ligeledes vigtige omsætningskilder.

BuildDesk er Rockwools konsulentafdeling, der leverer rådgivning, uddannelse mv. til byggebranchen om energioptimering af såvel nybyggeri som renoveringsprojekter.

¹⁵ <http://www.rockwool.com/about+the+group/mission+and+values>

¹⁶ Årsrapport 2010, side 14

5.2.4.2 Systems Division

Systems Division stod i 2010 for 20% af omsætningen.¹⁷ Systems Division er segmentet for alt udenfor isolering i den traditionelle forstand. De forretningsområder der ligger under Systems Division er:

Rockfon: Loftløsninger, der bidrager til forbedret akustik, indeklima og isolering.

Grodan: Bæredygtige løsninger til dyrkning af afgrøder i drivhusgartneri.

Rockpanel: Isolationseffektive og brandhæmmende facadeløsninger til bygninger.

Lapinus fibres: Stenuldsfibre til armering af friktionsmaterialer, pakninger, plast mv.

RockDelta: Udendørs støj- og vibrationshæmmende løsninger til vej- og jernbanetrafik.

6. Strategisk analyse

Den første del af analysen er, som beskrevet i afsnit 4 om metode- og modelvalg, en analyse af de ikke-finansielle værdidrivere i både Rockwools omverden og internt i Rockwool, som ifølge vores opfattelse i særlig grad, vil have indflydelse på Rockwools værdiskabelse i fremtiden og dermed have indflydelse på udviklingen i de finansielle værdidrivere.

Analysen starter med en analyse af de eksterne forhold i samfundet og i Rockwools branche og derefter forsøger vi at analysere på de interne forhold i virksomheden.

6.1 Ekstern analyse

I henhold til metodeafsnittet, vil vi foretage den strategiske analyse efter et udefra og ind perspektiv. Vi starter med at lave en PEST(EL) analyse, for at belyse de makroøkonomiske forhold der påvirker Rockwool. Til analysen på brancheniveau, anvender vi Porter's Five Forces, da vi herigennem får belyst den konkurrencemæssige situation på markedet, det fremtidige indtjeningspotentiale og hvor høj konkurrenceintensitet der er på isoleringsmarkedet.

6.1.1 PEST(EL) analyse

PEST(EL)-analysen bruges til at give en indikation af, hvilke muligheder og trusler, der er i de samfundsmæssige forhold. Vi får herigennem en indikation af udviklingen for Rockwool i fremtiden. Modellen er beskrevet mere specifikt i afsnit 4.1.1.1.

6.1.1.1 Politiske forhold

Rockwool er meget påvirket af det politiske parameter. Heldigvis i en positiv retning. Tendensen, både nationalt og internationalt, går mod energirenovering af eksisterende bygninger og skrappe energi-krav til nyopførelser.

Alene i Europa skal renoveringsraten fordobles eller tredobles hvis man skal nå EU's mål om at reducere CO₂ udledningerne med 80-95%, i forhold til niveauet i 1990, inden år 2050.

¹⁷ Årsrapport 2010, side 14

Tyskland har blandt andet fået sat gang i renoveringsprocessen, ved at lave et offentligt støtteprogram, der giver støtte og lavt forrentede lån til at forbedre bygningers energieffektivitet, jo mere energibesparelse - jo mere støtte.

Ligeledes er Rusland i gang med at isolere tusindvis af bygninger, som led i en plan om at øge landets energieffektivitet med 40% før år 2020. Det er med til at forbedre betingelserne for mange russere samt skabe mulighed for at eksportere energi, der tidligere er gået til spilde på grund af manglende isolering.¹⁸

I Kyoto i 1997 indgik man den første aftale omkring reducere af CO₂ udslip. Det globale CO₂ udslip skulle reduceres med 5,2% frem til 2008. Efterfølgende har der været holdt årlige møder, de såkaldte COP møder og senest COP 16 i Cancun i Mexico. Desværre har det været vanskeligt at få en aftale i hus, og dette er endnu ikke lykkedes. Det skyldes især fordelingen af kvoter, hvor rige og fattige lande er meget uenige. Lande som Kina og Brasilien der er i en rivende udvikling er bange for at blive begrænset, hvis de lader sig binde af svære energi mål.

Det Rockwool selv slår på er, at bedre isolering af bygninger er en stor del af løsningen på at reducere udledningen af CO₂.

50% af verdens befolkning lever i dag i byer. Man forventer at dette tal vokser til 70% i år 2030, hvilket vil betyde en tredobling af energiforbruget til aircondition. Det medfører, at CO₂ udledningen fra bygninger vil vokse med 50% frem til år 2030 i Nordamerika og Østasien.¹⁹

Det som flere undersøgelser har vist er, at bygninger er der hvor den helt store reduktion kan opnås. Bygninger står for omkring 40% af energiforbruget, transport står for omkring 35%, og industrien omkring 25%.²⁰

I EU har man fastlagt, at ved udgangen af 2018 skal alle nye offentlige bygninger være så tæt på nulenergi bygninger som overhovedet muligt og ved udgangen af 2020 skal private bygninger bygges efter samme forskrift.²¹

6.1.1.2 Økonomiske forhold

Rockwool er som mange andre stærkt påvirket af omverdenens økonomiske forhold. Finanskrisen der har ramt verden, har sat sit tydelige aftryk på Rockwools resultat de seneste år. Resultatet faldt fra 1.966 mio. kr. i 2007 til 1.004 mio. kr. i 2008, for at ramme bunden i 2009 med et resultat på 322 mio. kr. Det lader dog til at lysne lidt, de værste konkurser er forhåbentlig overstået og der er kommet mere optimisme. Rockwools resultat steg i 2010 til 512 mio. kr.²²

Det er især det østeuropæiske marked og Rusland der har bidraget til at Rockwool har haft en fremgang i 2010. I Nordamerika og Asien har de også haft pæn fremgang. Rockwools ekspansion i vækstlandene har

¹⁸ Årsrapport 2010 side 4

¹⁹ SRI Roadshow Paris 10 june 2011

²⁰ SRI Roadshow Paris 10 june 2011

²¹ SRI Roadshow Paris 10 june 2011

²² Årsrapport 2010

båret frugt.²³ Hvis udviklingen fortsætter, vil det betyde at en langt større andel af Rockwools omsætning vil stamme fra markeder uden for det europæiske marked.

Byggebranchen har haft meget stor nedgang under krisen og det har været vanskeligt for mange bygherrer at skaffe finansiering til at starte og fuldføre projekter. Dette har naturligvis bevirket at Rockwool har tabt omsætning.

6.1.1.2.1 Råvarepriser

Rockwools produktion af stenuld er meget energikrævende, og de benytter mange oliebaserede produkter. I følge eksperter bliver olien væsentligt dyrere og dette kan være medvirkende til at forlænge krisen.

"Oliepriserne er på vej ind i en farlig zone for den globale økonomi. Regningerne for olieimport er blevet en trussel mod den internationale økonomiske genrejning. Dette er et wake-up call til både de olieforbrugende lande og til de olieproducerende lande," siger cheføkonom i IEA Fatih Birol til Financial Times.²⁴

Olieprisen kan dykke hvis USA og andre olieproducerende lande vælger at frigive flere oliereserver, som vi oplevede det i juni 2011. Dette er dog ikke sandsynligt, medmindre vi oplever flere krige/forstyrrelser i Mellemøsten.²⁵

Rockwool aftager 25% af Europas produktion af koks. Dermed har prisudviklingen på koks stor indflydelse på Rockwools produktionsomkostninger.²⁶

I 2008 steg eksportafgiften på kinesisk koks til 40%. Der er ikke umiddelbart udsigter til at denne afgift ændres, og i kraft af at Kina står for 50% af den koks der er i verdenshandlen, vil den kinesiske regerings fortsatte kontrol med eksport få langsigtede konsekvenser for verdensmarkedet.

Som følge af den økonomiske krise er der i de seneste to år lukket næsten 14 mio. tons produktion af koks uden for Kina, hvilket svarer til omkring 5% af ikke-kinesisk koks produktion. "Coke Market Survey" forventer store prisstigninger på koks i fremtiden, når verdensøkonomien er kommet sig. Dels pga. den kinesiske eksportbegrænsning og dels er flere koksværker uden for Kina lukket.²⁷

Rockwool derimod forventer at priserne på råvarer falder lidt i de kommende kvartaler, hvilket ikke er usandsynligt, da der formentligt går en rum tid inden økonomien kommer helt på fode igen.

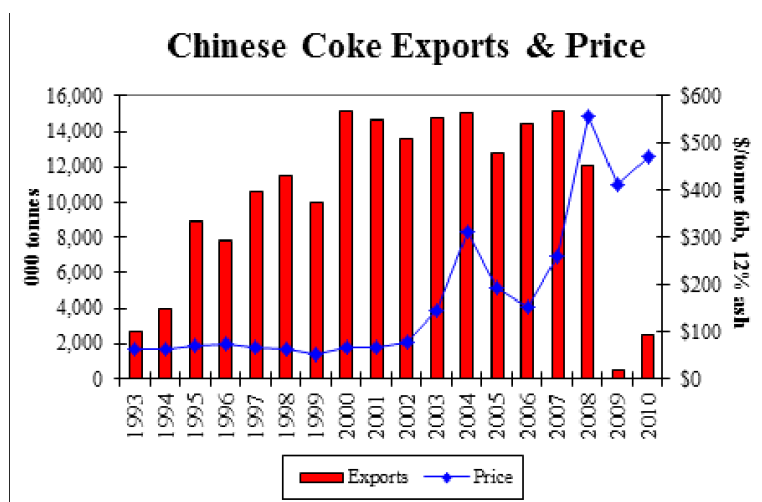
²³ Årsrapport 2010

²⁴ <http://www.b.dk/globalt/oliepriser-styrtdykker>

²⁵ <http://www.b.dk/globalt/oliepriser-styrtdykker>

²⁶ <http://finans-dyn.tv2.dk/nyheder/article.php/id-19043242:rockwooldir-positiv-effekt-af-faldende-kokspriser.html#>

²⁷ http://www.resource-net.com/files/Sample_Pages.pdf



Figur 11 - kilde: Resource-Net november 2010

Grafen viser verdensprisen på koks og mængden af koks Kina har eksporteret. Det er meget tydeligt at se, at efter afgiftsstigningen i 2008 er eksporten faldet ekstremt meget. Selvom Rockwool køber koks på det europæiske marked, kan det ikke undgås at situationen i Kina vil få indflydelse på prisen.

6.1.1.2.2 Byggebranchen

Ca. 90% af Rockwools omsætning stammer fra byggebranchen, derfor er fremtiden for denne meget vigtig for Rockwool.

Værdien af bygningsrenovering i Europa er i øjeblikket halvanden gang større end opførelsen af nye boliger. I de rige lande vil byggeriet fortsat være stigende med fokus på renovering af eksisterende bygninger. Der er et stort ønske om at forbedre energieffektiviteten af alle de nuværende bygninger, hvilket støttes af offentlige midler i mange lande.²⁸

Som et resultat af den finansielle krise, faldt byggeriet i Europa med mere end 15 procent over en fireårig periode, tilbage til 1998-niveauet.²⁹ Byggeri i Vesteuropa forventes at vokse med mindre end to procent om året indtil 2020. Udsigterne er bedst i de nye EU-lande i det centrale Østeuropa, hvor behovet for nybyggeri er enormt. I takt med at østeuropæerne får flere penge, ønsker de at få samme levestandard som Vesteuropa. Byggeriet forventes at vokse med 4,5 til 5 procent om året.³⁰

I Kina hvor velstanden også er stigende, har Rockwool haft så stor fremgang, at de har måttet importere fra deres andre fabrikker for at efterkomme efterspørgslen. Dette skyldes hovedsagligt nye brandregulativer for boligbyggeri.³¹ I Asien har man traditionelt benyttet det letantændelige skum som isolering.

²⁸ 17 jun, 2011 Euroconstruct-konferencen i Helsinki, Finland

²⁹ 17 jun, 2011 Euroconstruct-konferencen i Helsinki, Finland

³⁰ 17 jun, 2011 Euroconstruct-konferencen i Helsinki, Finland

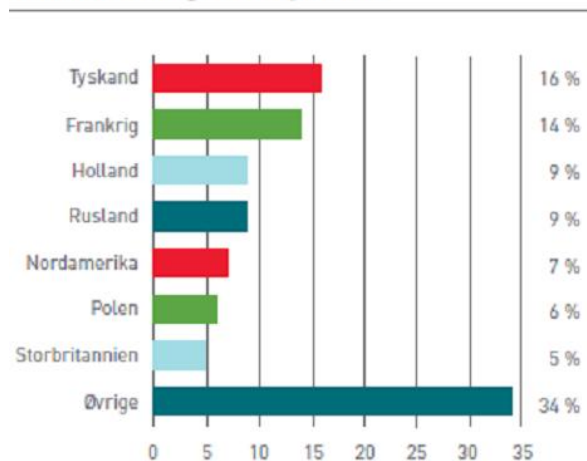
³¹ Rockwool Halvårsrapport 2011

6.1.1.2.3 Valutakurs

Rockwool opererer over hele verden og handler derfor også i forskellig valuta, valutakursudsving er derfor også en betydningsfuld faktor.

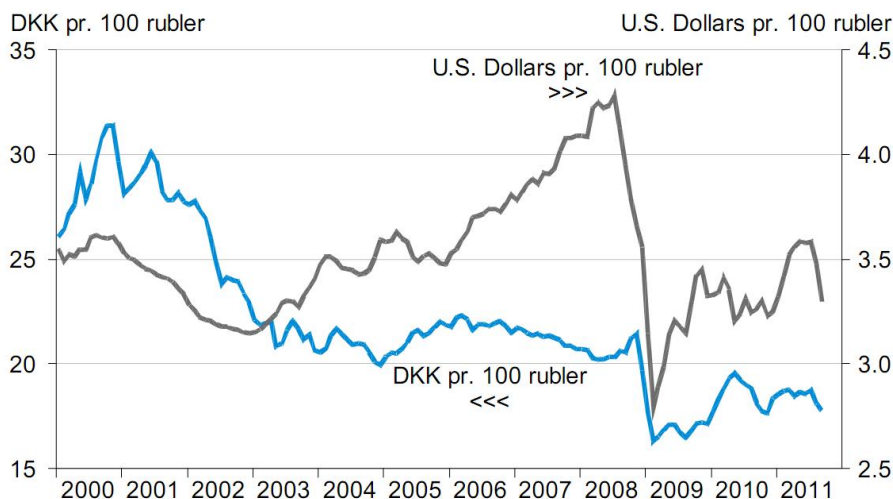
Det største marked er Vesteuropa som står for ca. 70% af omsætningen.³² Udsving på Euroen vil derfor kunne få betydning for Rockwool, men eftersom Danmark er med i EMR-2 aftalen der binder den danske krone op på Euroen, med mulighed for et lille udsving på +/- 2,25%, vil dette ikke have den store effekt for Rockwool.

Nettoomsætning fordelt på lande



Figur 12 - kilde: Rockwool årsrapport, side 12

Rusland står alene for 9% af omsætningen svarende til 1.055 mio. kr.³³ Derfor er det interessant at se hvilken udvikling kursen på rubler har haft.



Kilde: Macrobond, sidste obs. sep. 2011

Figur 13

³² Årsrapport 2010, side 11+12

³³ Årsrapport 2010, side 11+12

Som det ses på grafen er rublen faldet meget og er fortsat på et lavt niveau, hvilket har en negativ indvirkning på Rockwools resultat. Rockwool har foreløbig i 2011 opnået en tocifret vækst i Rusland, som fortsat er et marked de har meget høje forventninger til.³⁴ Som nævnt tidligere står Rusland overfor en stor isoleringsrenovation. Den store vækst i Rusland har i lighed med situationen i Kina, medført at man har været nødt til at importere til Rusland fra Rockwools fabrikker i andre lande.

6.1.1.2.4 Renteniveau

De sidste par års meget lave rente, som for øjeblikket er historisk lav, har haft og vil fortsat have en positiv indflydelse på Rockwools salg. Folk kan, for en lav rente, låne penge til at renovere deres boliger med henblik på at spare på de fortsat stigende energipriser.

Rockwool får ligefrem hjælp af forskellige låneudbydere, der reklamerer med at man kan låne penge til at isolere sin bolig. Totalkredit har introduceret miljøberegneren, hvor man kan indtaste sin adresse og herefter regner den ud hvor meget man kan spare ved forskellige tiltag, som f.eks. isolering.

6.1.1.3 Socio-kulturelle forhold

Gennem de sidste årtier er befolkningen blevet mere oplyst og meget mere opmærksomme på, at vi skal passe på miljøet og vores verden hvis vi ønsker den skal bestå.

Det er kommet på mode at være grøn og sund, nu praler folk ikke længere med hvor hurtigt deres bil kan køre, men snarere hvor langt den kører på literen.

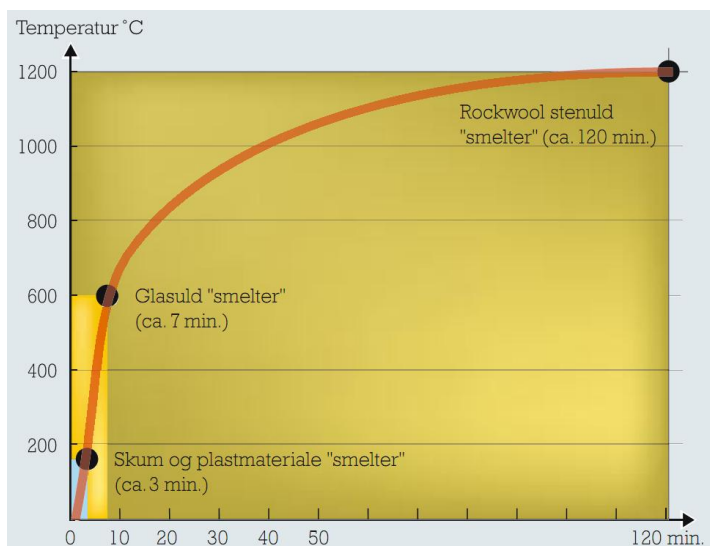
Det bliver også afspejlet når folk skal købe bolig eller renovere deres bolig. I dag er alle boliger energimærket, ligesom køleskabe, så det er et kvalitetsstempel hvis huset ligger i energiklasse A.

Det er absolut en fordel for Rockwool, da deres produkt kan hjælpe med at opnå dette. Der er mange gamle huse i Danmark der uden tvivl kunne efterisoleres med en gevinst inden for en rimelig årrække.

Ligesom med energiforbrug er der også fokus på sikkerhed. Rockwools stenuldsisolering er meget brandsikker.

I forhold til brandsikkerhed er der en væsentlig forskel på, om man vælger at bruge stenuld i forhold til andre materialer. Som det ses på figuren herunder, beskytter stenuld over 17 gange så godt som glasuld.

³⁴ Rockwool halvårsrapport 2011



Figur 14 - kilde: Reklamefolder fra Rockwool: "Forskelle der tæller."

Brandsikkerheden kombineret med den store isolerende effekt gør Rockwools stenuld til et attraktivt produkt for alle familier.

I de senere år er det blevet populært blandt virksomheder at udarbejde socialt ansvars rapporter og tilmelder sig lister, hvor det fremgår, hvor lidt CO₂ de udleder i forbindelse med deres produktion. Det er et konkurrenceparameter og virksomhederne er opmærksomme på, at få deres produkter og deres produktion til at være så miljørigtige som muligt.

Rockwool er ingen undtagelse. De går meget op i deres grønne profil og ansvaret for deres produkter. De har CSR (Corporate social responsibility) aftaler med alle deres leverandører for at sikre at produktet er fremkommet på en rimelig måde både overfor mennesker og natur.

6.1.1.4 Teknologiske forhold

Udviklingen i olie- og råvarepriser går kun i en retning, opad. De øgede udgifter sammen med den øgede bekymring for miljøet betyder, at der satses massivt på udvikling og forskning i alternative energikilder og energibesparende processer.

Rockwool bruger mange ressourcer på produktudvikling. De søger gennemsnitlig 144 patenter³⁵ årligt.

Rockwool bevæger sig også udenfor stenuld når det gælder isoleringsprodukter. Rockwool har i samarbejde med Outrup Vinduer lavet en helt ny generation super-lavenergi-vinduer, der på en række områder byder på helt ny og banebrydende teknologi.

Vinduerne i bygninger er et svagt led, hvor meget varme går tabt. Hidtil har man primært forbedret glasset, men nu har Rockwool lavet karmene og rammerne bedre for at kunne leve op til fremtidens krav. Man har lavet en avanceret kompositløsning, hvor man kombinerer træ og stenuld for at nedbringe varmespildet.

³⁵ Se figur i afsnit 6.2.1.1

Den nye satsning handler ikke om, at Rockwool er på vej ind i vinduesmarkedet.

”For os drejer det sig først og fremmest om innovation og udvikling af nye teknologier der på den længere bane kan vokse sig store. Netop komposit-teknologien har vi vurderet som særlig interessant.

Vindueskarmene var et oplagt sted at starte, men teknologien kan finde anvendelse mange andre steder i bygningen. Så vi ser dette som det første spæde skridt”, forklarer Kristian Skovgaard Jørgensen.³⁶

6.1.1.5 Miljømæssige forhold

Som nævnt i tidligere afsnit er miljø et emne der er på dagsordenen for mange virksomheder. Hele verden har i løbet af de seneste år fået øjnene op for den miljøproblematik man står i. Både i fællesskab med andre lande, og som foregangsland forsøger Danmark at reducere forurening.

EU har med vedtagelsen af sin klima- og energipakke i december 2008 allerede nu indgået aftaler der skal gælde ved Kyotoaftalens udløb i 2012.³⁷

Klima- og energipakken sætter bindende mål for bekæmpelse af klimaændringer og fremmelse af vedvarende energikilder.³⁸

Målet er en samlet reduktion af drivhusgasudledningen i EU på mindst 20% under 1990-niveau og en øget andel af vedvarende energikilder i energiforbruget på 20% inden 2020 samt 10% vedvarende energiformer i transportsektoren inden 2020. Danmarks andel af vedvarende energikilder i energiforbruget skal være oppe på 30% inden 2020.³⁹

Hos Rockwool fylder miljøspørgsmålet meget. De har opnået en lang række godkendelser og priser og de arbejder løbende på at reducere deres forbrug.

Rockwool har reduceret energiforbruget i koncernens produktionsfaciliteter med hvad der svarer til en besparelse på EUR 3,4 mio. om året i forhold til det gennemsnitlige forbrug i de sidste fem år.

Finanskrisen og dens medførelse af manglende ordrer har bevirket, at der er overkapacitet og Rockwools energieffektivitet er på vej i den forkerte retning.⁴⁰

På grafen herunder kan vi se, at Rockwool i Danmark har reduceret deres energi forbrug med 8% på 3 år.

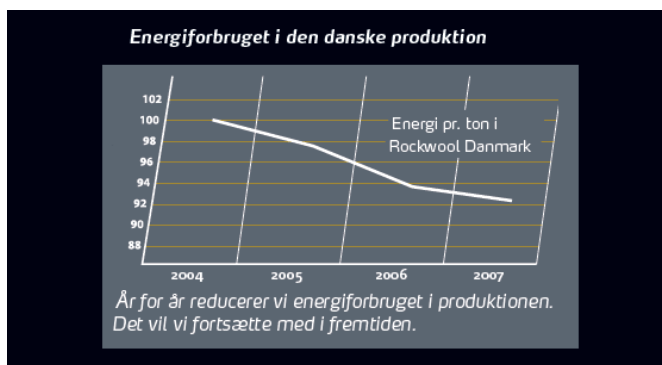
³⁶ <http://www.rockwool.dk/nyheder+og+presse/pressemeddelelser+og+nyheder?presse=6254>

³⁷ <http://www.ens.dk/DA-DK/KLIMAOGCO2/ALLOKERINGSPLANER/Sider/Forside.aspx>

³⁸ <http://www.ens.dk/DA-DK/KLIMAOGCO2/ALLOKERINGSPLANER/Sider/Forside.aspx>

³⁹ <http://www.ens.dk/DA-DK/KLIMAOGCO2/ALLOKERINGSPLANER/Sider/Forside.aspx>

⁴⁰ Rockwools årsrapport 2009 s.9



Figur 15 - kilde: rockwool.dk

Et citat som Rockwool benytter på deres hjemmeside omhandler deres mål og deres syn på miljøet. "En bæredygtig udvikling er en udvikling som opfylder de nuværende behov uden at bringe de fremtidige generationers muligheder for at få opfyldt deres behov i fare".⁴¹

Isolering er en kendt og billig løsning til at mindske udledningen af CO₂. Der er fortsat et stort uudnyttet potentiale for at nedbringe energiforbruget, og dermed udledningen af CO₂, ved at isolere nye og eksisterende bygninger. Velisolerede bygninger bør spille en afgørende rolle i bestræbelserne på at nå målene om en mindre udledning.

Analyser har vist, at EU kunne nedbringe CO₂ udledningen med 460 mio. tons ved en målrettet indsats for efterisolering af bygningerne. Dermed kunne EU opfylde sin Kyoto-forpligtelse om mindskelse af CO₂ udledningen.⁴²

Generelt er der et stort ukendskab til opvarmnings vægt i husholdningers energiregnskab. Undersøgelser har vist, at der generelt er en fejlagtig opfattelse af størrelsen af de forskellige poster i en families energiregnskab. Mange tror, at elforbrug er den største energisluger (39%), efterfulgt af opvarmning (26%) og varmt vand (18%). Det faktiske forhold er opvarmning (53%), efterfulgt af transport (31%) og varmt vand (8%).⁴³

6.1.1.6 Lovmæssige forhold

Den 22. juni 2011 vedtog EU et direktiv om renovering af eksisterende bygninger, i et forsøg på at sikre at målet omkring reducere af CO₂ udledning kan nås og dermed mindske afhængigheden af energiimport. De offentlige bygninger i medlemslandene skal vise vejen. Det er et meget ambitiøst direktiv, der skal medføre årlige energiforbedringer gennem renovering af 3% af offentlige bygninger til det niveau, som gælder for nybyggeri.

EU direktivet har også fået fremlagt forskellige finansieringsmuligheder, så finansieringen kan ske gennem energiservicevirksomheder, der investerer i forbedringerne på vegne af det offentlige og får investeringen hjem ved at få andel i besparelsen. Det offentlige skal altså ikke selv fremskaffe den fornødne kapital.

⁴¹ Brundtland 1987

⁴² <http://www.rockwool.dk/b%3a6redygtighed/klima+og+milj%c3%b8/rockwool+og+det+globale+klima>

⁴³ <http://www.rockwool.dk/b%3a6redygtighed/klima+og+milj%c3%b8/rockwool+og+det+globale+klima>

Dansk Byggeri vurderer, at der i de kommende år, når direktivet er gjort til dansk lov ved udgangen af 2013, vil være en beskæftigelseseffekt på 4.500 bygningshåndværkere årligt, som direkte følge af indsatsen overfor offentlige bygninger.⁴⁴

Erhvervs- og Byggestyrelsens seneste bygningsreglement bygger på en politisk indgået energiaftale og indeholder krav om, at energiforbruget i nybyggeriet skal reduceres med 25 pct. i 2010, 25 pct. i 2015 og 25 pct. i 2020, i alt en reduktion på 75 pct.

Med den nye "bygningsklasse 2020" tilstræbes målet om reduktion af energiforbruget i nybyggeriet på 75 pct. Klassen forventes at blive standardkrav for alt byggeri i 2020. Bygningsklasse 2020 er udarbejdet i fællesskab med en arbejdsgruppe bestående af repræsentanter fra byggeriets parter, der har bidraget til de faglige løsninger i klassen.

Frem mod 2020 vil bygningsklassen være frivillig og fungere som en udviklingsklasse der skal sikre, at byggebranchen kan opnå konkrete erfaringer med opførelse af fremtidens lavenergibyggeri. Disse erfaringer vil både vise klassens styrker og udpege områder, hvor eventuelle revisioner vil være hensigtsmæssige.

Ændringerne trådte i kraft den 24. august 2011.⁴⁵

6.1.1.7 Delkonklusion

Det vi kan udlede af den foretagne PEST(EL) analyse er, hvilken situation Rockwool står i i forhold til omverden.

Vi mener Rockwool går en lys fremtid i møde. Deres produkter kan meget vel være en del af løsningen på de fremtidige mål som politikerne har opstillet. Målet om mere klimarigtighed er ens over hele verden, så Rockwool bør få fremgang, eller i hvert fald kunne opretholde sit niveau på samtlige af deres markeder. Rockwool tilpasser sig hele tiden med udvikling af produkter og udvidelse af deres sortiment, hvilket er medvirkende til eller måske afgørende for at Rockwool formentlig kommer til at blive en endnu større del af samfundets løsning på energirigtige bygninger.

Derimod bliver det interessant at se, hvordan råvarepriserne udvikler sig. Ifølge vores analyse ser Rockwool ud til at få nogle store produktionsomkostninger, som følge af prisstigninger på råvarer.

Økonomien bliver en af de største udfordringer. Målene er der. Viljen er der også for de fleste landes vedkommende, men finansieringen er mere vanskelig og uden den er der ingen løsning. Flere lande har iværksat forskellige støtteordninger for at afhjælpe dette problem, så vi forventer at der vil komme gang i både renovering og nybyggerier.

⁴⁴ <http://www.danskbyggeri.dk/presse+-c12-+politik/presse+-c12-+politik/temaer/v%c3%a6kst+og+velf%c3%a6rd/klima+-c12-+energi/eu-direktiv+lover+godt+for+byggeriet>

⁴⁵ <http://www.ebst.dk/bygningsreglementet.dk>

Den fortsat lave rente hjælper også den almindelige private boligejer og som nævnt i analysen har realkreditinstitutter udviklet beregningsprogrammer til at synliggøre gevinst ved renovering for deres potentielle kunder.

Alt i alt er vores vurdering, at trods den svære økonomiske situation, er samfundssituationen lovende for Rockwool koncernen.

6.1.2 Brancheanalyse (Porters Five Forces)

Porters Five Forces er en brancheanalysemodel, som giver et billede af strukturen og konkurrencesituationen på isoleringsmarkedet. Hvor attraktivt er markedet for de nuværende aktører og potentielle indtrængere.

Analysen bliver kun foretaget på isoleringsmarkedet, da denne del af Rockwools produkter klart står for den overvejende del af omsætningen (80 % af nettoomsætningen i 2010).

6.1.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

De primære råmaterialer som er nødvendige for at producere stenuldsisolering er: Sten, koks, elektricitet, gas og olie.

Hovedingrediensen i produktionen af stenuld er sten og der findes mange leverandører af sten, som ikke er en knap ressource. Da der er tale om helt almindelige kalksten, der kun skal bruge til at smeltes, er efterspørgslen heller ikke et problem. Vi mener ikke at stenleverandørernes forhandlingsstyrke er høj.

Koks, som Rockwool aftager rigtig meget af, er en knap ressource og prisen kan svinge meget. Derfor skal Rockwool sikre sig flerårige kontrakter både for at sikre sig stabil adgang og leverance af koks og for at udjævne usikkerheden på prisen. Rockwool køber sit koks fra europæiske producenter og de betaler en lavere pris end spotprisen fordi de aftager så store mængder. Rockwool aftager hele 25 pct. af det europæiske marked for koks.⁴⁶ Koksproducenternes forhandlingsstyrke kan være stor, men da Rockwool er så stor en aftager er producenterne lige så afhængige af Rockwool, som Rockwool er af dem. Situationen i Kina, jf. afsnit 6.1.1.2.1, medvirker dog til en øget knaphed og derfor en øget styrke hos leverandørerne. Vi mener dog ikke, at koksproducenterne kan presse Rockwool ret meget.

Rockwools produktionsapparat er energitungt, situationen er lidt forskellig afhængig af hvor i verden den enkelte fabrik ligger. I Vesten er der fri konkurrence og et rimeligt antal udbydere, hvorfor vi ikke mener at deres forhandlingsstyrke er høj. Men i store dele af Østen er der oftest meget få udbydere, og her kan styrken være meget høj.

Olie er som bekendt en knap ressource, men konkurrencen er stor og der er mange udbydere. At lave langvarige gode aftaler er nok vanskeligt da prisen svinger meget. Men i takt med at vækstlandene

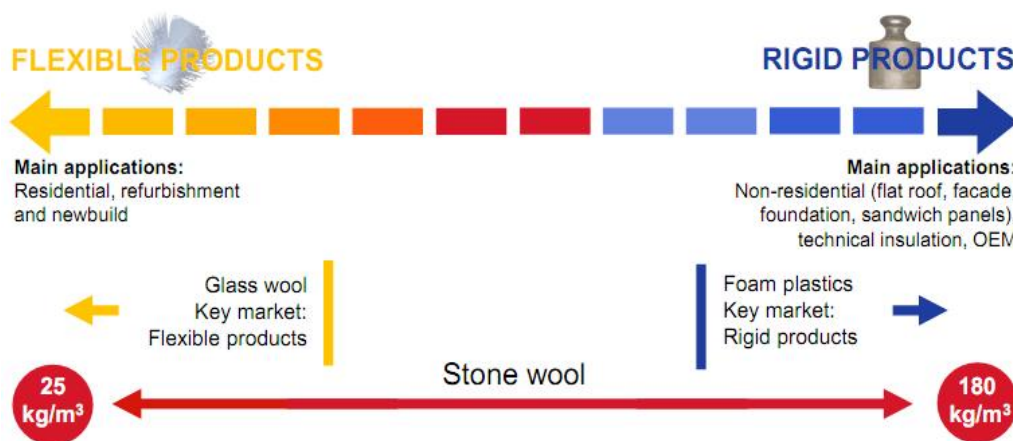
⁴⁶ <http://finans-dyn.tv2.dk/nyheder/article.php/id-19043242:rockwooldir-positiv-effekt-af-faldende-kokspriser.html>

efterspørger mere olie og der kun bliver frigivet en vis mængde, kan selskaber der sidder på store portioner have høj forhandlingsstyrke i fremtiden.

Samlet vurderer vi, at styrkeforholdet til Rockwools leverandører er godt. Rockwool er en rigtig stor virksomhed der har mulighed for at presse priserne da de aftager store mængder. Til gengæld er der nogle af deres komponenter, der er stor efterspørgsel på og enkelte regioner hvor konkurrencen er lille blandt leverandørerne. Men samlet vurderer vi trods alt at Rockwool har fat i den lange ende.

6.1.2.2 Substituerende produkter

De 3 eneste egentligt substituerende produkter er: stenuld, glasuld og skumplast. Der findes andre typer isolering, men i praksis bruges de sjældent.



Figur 16 - kilde: Rockwool SRI Roadshow Paris 10. juni 2011

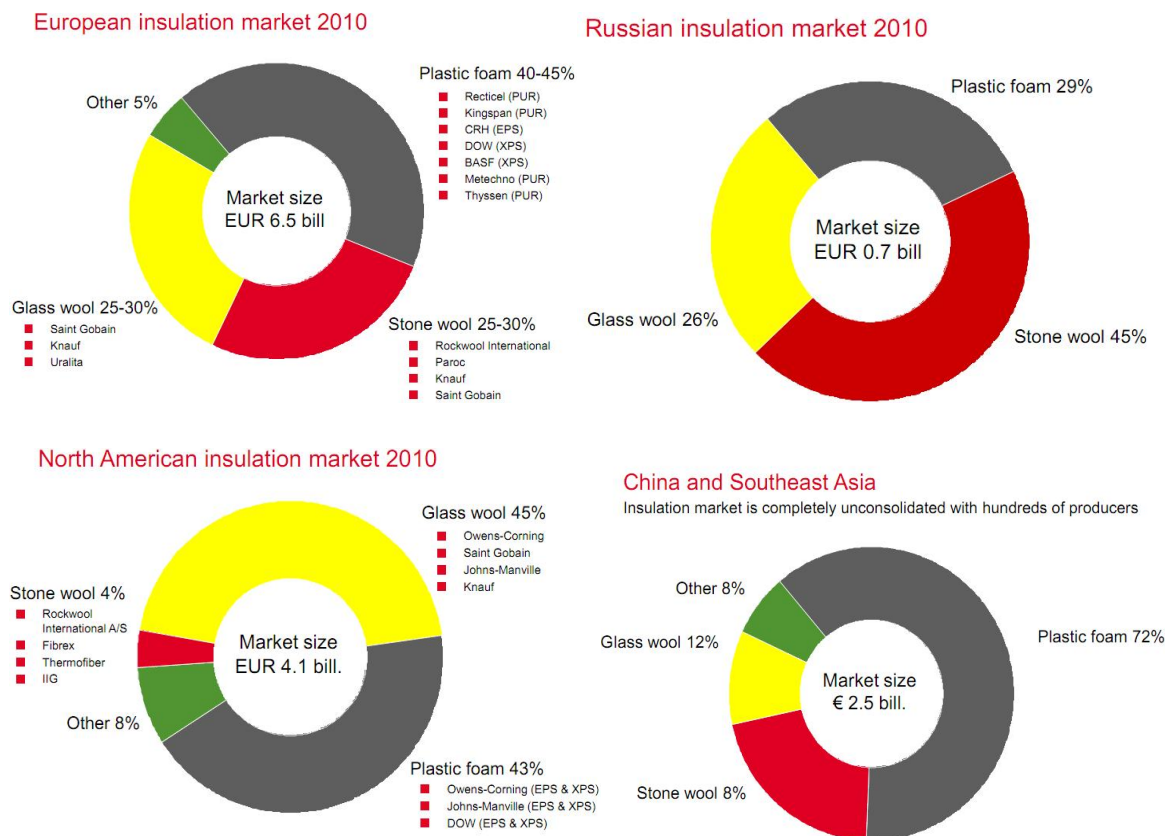
Figuren herover viser, hvor de 3 typer produkter typisk anvendes. Glasuld er blødt og fleksibelt og isolerer bedre end skum. Skum kan til gengæld sprøjtes ind og man kan altså "let" isolere ufremkommelige steder i bygninger. Rockwool mener at stenuld har det bedste fra begge verdener. Det er ikke så stift som skum og ikke så blødt som glasuld. Til gengæld isolerer stenuld bedst og er det mest brandsikre produkt. Modsat er stenuld det tungeste af produkterne og kan ikke komprimeres så meget som de andre. Transport og opbevaring er altså mere krævende, hvilket også er en af årsagerne til, at Rockwool er nødt til at være repræsenteret lokalt på de forskellige markeder.

Figuren herunder opridser helt tydeligt de væsentligste forskelle på de enkelte produkter.

	Stone wool	Glass wool	Foam
Melting point	1000°C	600°C	Burns
Load bearing capacity	+	-	+
Compression ability during transport and storage	(+)	+	-
Sound absorption	+	+	-
Moisture repellence	+	(+)	+

Figur 17 - kilde: Rockwool SRI Roadshow Paris 10 june 2011

Generelt kan man sige, at hvilken type isolering, man anvender, afhænger af hvilken verdensdel man er i, hvilke traditioner der er, hvordan klimaet er og naturligvis prisen på produkterne.



Figur 18 - kilde: Rockwool SRI Roadshow Paris 10 june 2011

Ovenstående figurer viser de markeder hvor Rockwool er repræsenteret og viser fordelinger af isoleringsmarkedet. Det er tydeligt at se, at afhængig af hvor i verden man er, er præferencerne forskellige. Med undtagelse af Rusland, så ligger stenuldisolering i den lave ende. Der er altså gode muligheder for at erobre markedsandele på alle markeder.

Konkurrencen må siges at være hård på markedet, da der er mange udbydere. Rockwool har umiddelbart det bedste produkt i forhold til glasuld og skum, men det er også et spørgsmål om at overbevise de forskellige regioner om at det er det bedste. Som vi har set det i Kina, kan det være at Rockwool bliver hjulpet af lovgivningen.

Vores vurdering er, at Rockwool står stærkt overfor de substituerende produkter.

6.1.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Som vi kunne se i afsnit 6.1.2.2, er der mange udbydere af isoleringsprodukter, dette gælder både indenfor stenuld men også de substituerende produkter. Dette taler for at kunder har en stor forhandlingsstyrke.

Rockwool har dog differentieret sig ved hele tiden at udvikle deres produkt ligesom de tilbyder eksperthjælp gennem deres "BuildDesk" service. Den typiske bruger af Rockwool er entreprenører og byggemarkeder, så indsatsen over for disse er vigtig.

Disse to kundetyper aftager typisk store mængder af gangen, og står derfor stærkt til at forhandle rabataftaler. Rockwool er naturligvis ikke interesseret i at ordrerne havner hos konkurrenterne. Lidt modsat reagerede Rockwool da højkonjunkturen og byggeriet var på deres højeste, Rockwool kom i klemme, da de indførte kvoter og fjernede mængderabatter og samtidig lavede en generel prisstigning på sine produkter.

Rockwools store konkurrent på det danske marked, Isover, har reageret på en anden måde, idet de har været til at tale med, modsat Rockwool der har været ufleksible.

"Hvis jeg står tilbage med noget, så er det at Rockwool har været skurken. Isover har også haft problemer med at levere, men hele vejen igennem har Isover været lettere at tale med end Rockwool. Rockwool har været stive og ikke til at have med at gøre," siger Jørgen Simonsen, adm. direktør for Nordtag. Det virker uklogt at reagere sådan. Især når konkurrenterne fortsat er til at handle med og samtidig med at markedet har været nedadgående.⁴⁷

Det er i hvert fald en stil som Rockwool er nødsaget til at lægge om hvis de ønsker at vinde og ikke tabe markedsandele.

Vi mener køberne har en rimelig stor forhandlingsstyrke, da der er mange udbydere og markedet fortsat er presset, trods lovforslag og stigende energipriser.

6.1.2.4 Potentielle nye konkurrenter

Vi vil mene, at isoleringsmarkedet er vanskeligt at komme ind på. Først og fremmest er konkurrencen hård, idet der er mange udbydere. Herudover er adgangsbarriererne meget høje, da det kræver et stort kapitalberedskab og man står overfor meget store investeringer i forbindelse med at skulle starte en produktion op. Det er f.eks. forbundet med store udgifter at erhverve den nødvendige know-how.

Sidst men ikke mindst er der også udfordringen med at differentiere sig og brande sit produkt.

At være på isoleringsmarkedet er kapitaltungt. Man binder mange penge i produktionsanlæg og i kraft af, at det er dyrt at transportere isolering er man nødt til at have fabrikker lokalt på de enkelte markeder, hvis man skal kunne konkurrere med de lokale udbydere.

Der skal også bruges mange penge på at udvikle og forske, både for at kunne differentiere sig og for at leve op til kundernes stigende krav. Alene i år 2010 har Rockwool brugt 210 mio. kr. på at forske og udvikle.⁴⁸

Nye indtrængere skal kæmpe om købernes gunst med meget stærke og meget veletablerede brands som Isover, Knauf og Rockwool. Flere byggemarkeder fører kun et eller to af de nævnte brands.

Vi mener ikke der er nogen reel risiko ved nye indtrængere på markedet, da adgangsbarriererne er meget høje. Herudover er der høj konkurrenceintensitet.

6.1.2.5 Konkurrenceintensitet i branchen

De fire punkter vi har været igennem viser noget om, hvilket marked Rockwool er på. Det er et meget krævende marked, hvor man hele tiden skal udvikle sig for at bevare sin konkurrenceevne. Som følge af

⁴⁷ http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/130326/kunder_anklager_rockwool_for_arrogance.html

⁴⁸ Årsrapport 2010

kravet fra regeringer om nye byggestandarder og renoveringer, er det et marked der vil vokse i meget nær fremtid.

Det er naturligvis med til at gøre markedet mere attraktivt, men på den anden side er adgangsbarriererne meget høje og konkurrenceintensiteten er allerede høj.

Konkurrencen er hård og går meget på at være innovativ og brande sig selv, så man kan komme mere igennem på de markeder hvor byggetraditionen er en anden.

6.1.2.6 Delkonklusion

Det vi kan udlede af brancheanalysen er, at konkurrencen mellem eksisterende udbydere er hård. Der er forskellige byggetraditioner på markederne, hvilket umiddelbart virker til at være til Rockwools fordel. Som vi kan se på figuren i afsnit 6.1.2.2 har stenuld flere fordele end de andre produkter, så hvis flere lande følger Kinas eksempel kan Rockwool erobre store markedsandele. Spørgsmålet er om Rockwool kan etablere sig hurtigt og godt nok. I Kina måtte de importere fra andre lande for at kunne følge med efterspørgslen.

Købernes forhandlingsstyrke er rimelig stor, i kraft af at der er mange udbydere. Rockwool skal derfor gøre meget ud af at brande sig og fortsætte det store arbejde med at være innovative.

Rockwool begrænser leverandørernes styrke ved at lave længerevarende kontrakter, som er mulige fordi man aftager store mængder. Koks kan blive et problem, da Kina sender meget mindre koks på markedet end tidligere. Dermed bliver den koks Rockwool køber i Europa mere efterspurgt, så efterhånden som der kommer gang i økonomien bliver denne vigtige råvare dyr og leverandørernes styrke vil stige.

Branchen er attraktiv for eksisterende spillere, da der er en umiddelbar forventning om overnormal profit.

6.2 Intern analyse

Efter analysen af de eksterne forhold, fortsætter vi med en analyse af de interne forhold, og ser på hvad der i særlig grad har indflydelse på Rockwools værdiskabelse, jf. afsnit 4 om metode og modelvalg.

6.2.1 Ressourcer og kompetencer

	Ressourcer	Kompetencer
Tærskelkapabiliteter	<u>Tærskelressourcer</u> • <i>Materielle</i> • <i>Immaterielle</i>	Tærskelkompetencer
Kapabiliteter der giver konkurrencemæssige fordele	<u>Unikke ressourcer</u> • <i>Materielle</i> • <i>Immaterielle</i>	Kernekompetencer

Figur 19 - kilde: Egen tilvirkning efter "Exploring Corporate Strategy", side 95

Tærskelressourcer og -kompetencer er de ressourcer og kompetencer, som er nødvendige for at drive virksomhed på dette marked. Det vil sige de ressourcer og kompetencer, der er nødvendige for at møde kundernes minimumskrav og for at sikre den fortsatte eksistens.

Unikke ressourcer er de ressourcer der giver konkurrencemæssige fordele og som er svære for konkurrenterne at efterligne eller opnå.⁴⁹

Kernekompetencer er de kompetencer i virksomheden, der gør at man kan udnytte de unikke ressourcer der findes internt i virksomheden til at give konkurrencemæssige fordele og som ligeledes er svære for konkurrenterne at efterligne eller opnå.⁵⁰

6.2.1.1 Tærskelressourcer

Der er et stort krav til ressourcer for at drive en virksomhed som Rockwool. Der er brug for materielle ressourcer som bygninger, produktionsanlæg, driftsmateriel m.m. De materielle ressourcer udgjorde pr. 31.12.2010 8.027 mio. kr., og er bredt fordelt over hele verden, senest er der især investeret i Nordamerika og Asien ved akquisitioner og nyopførelser. Navnlig markedet i Asien forventer man sig meget af, da det er verdens hurtigst voksende marked for byggeri. I 2010 har Rockwool haft sin største fremgang i Rusland. Her har tidligere års mange akquisitioner samt nyopførelser af fabrikker givet udslag med stor hjælp fra Ruslands storstilede offentlige programmer til energirenovering af den utilstrækkeligt isolerede boligmasse.⁵¹

Der er også behov for kompetent arbejdskraft til at udføre produktion, administration og salg m.m. Rockwool har 8.800 medarbejdere på verdensplan.⁵² I Rockwool er de ansatte en utrolig vigtig ressource og man arbejder på at strømline HR globalt. Man strømliner procedurer og systemer, så det er nemmere at flytte medarbejdere internationalt. Derved får man en mere fleksibel koncern. Man er meget opmærksom på kulturelle forskelle og at den daglige forretning derfor skal drives forskelligt i de enkelte lande.

I forbindelse med at skabe et godt arbejdsmiljø og høj medarbejdertilfredshed laver Rockwool hvert eller hvert andet år en medarbejderundersøgelse. Denne omfatter forespørgsel af over 2.800 af koncernens medarbejdere, hvor de giver koncernen karakterer på en skala fra 1-5. Resultatet i 2009 (den senest undersøgelse er lavet i 2009), blev 3,9. Det viser at virksomheden fungerer godt, men som med alt andet kan det blive endnu bedre.

Nedenstående skema viser sygefravær for og uddannelse af medarbejdere.⁵³

Man kan se, at til trods for at Rockwool bruger formuer på udvikling og forskning, har det ikke givet udslag hos produktionsmedarbejderne og funktionærerne i virksomheden. Uddannelsesdagene for funktionærer er halveret fra 4,5 til 2,2 og produktionsmedarbejderne er gået en halv dag ned, fra 3,1 til 2,6. Det kan man godt undre sig over, da det er medarbejderne der får hjulene til at køre rundt i virksomheden.

⁴⁹ "Exploring Corporate Strategy", side 97

⁵⁰ "Exploring Corporate Strategy", side 97

⁵¹ Rockwool årsrapport 2010 side 13+26

⁵² <http://www.rockwool.dk/om+rockwool/rockwool+koncernen>

⁵³ Årsrapport 2009 side 22

NØGLETAL	2009	2008	2007	2006	2005
Fravær, funktionærer	2,6 %	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %
Fravær, produktionsmedarbejdere	4,2 %	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,4 %
Uddannelsesdage pr. funktionær	2,2	4,5	4,5	3,2	3,1
Uddannelsesdage pr. produktionsmedarbejder	2,6	3,1	2,2	1,8	1,7
Medarbejderomsætning, funktionærer	3,5 %	7,2 %	6,4 %	6,6 %	5,5 %
Ulykkesfrekvens, produktionsmedarbejdere ¹	10,8	11,4	14,9	11,8	16,2
Forskning og udvikling (DKK mio.)	260	210	252	188	169
Patenter bevilget i året	133	106	195	143	144 ²

Figur 20 - kilde: Årsrapport 2009 side 22

Rockwool har et generelt godt omdømme, men deres egentlige immaterielle force er deres "know how". De satser massivt på videreudvikling af deres produkter, i forsøg på hele tiden at optimere omkostningseffektivitet og miljøhensyn.

Den vigtigste ressource er den finansielle. For at køre et kæmpe apparat som Rockwool, skal der rigtig meget kapital til. Derudover er kapital essentiel for hele tiden at kunne udvikle sig, opkøbe og opføre nye afdelinger rundt om i verden. Rockwool har især fokus på deres soliditetsgrad, der som minimum skal ligge på 50%.⁵⁴ I 2010 lå den på 72% og dermed har koncernen finansiell styrke og kapitalberedskab til at udføre kapitaltunge investeringer og strategier. Det høje soliditetskrav kan dog også medføre begrænsninger og underkapacitet, fordi de kun vil låne indtil deres soliditetsgrænse.

6.2.1.2 Tærskelkompetencer

De kompetencer, der må siges at være nødvendige for Rockwool for at møde kundernes minimumskrav er deres store produktions- og markedsføringsapparat. De har et apparat der kan udnytte de tærskelressourcer som de har til rådighed.

Deres store erfaring i at agere på markedet og viden om hvad der rører sig inden for branchen er ligeledes at betragte som en tærskelkompetence.

6.2.1.3 Unikke ressourcer

De unikke ressourcer er især deres velkendte og renommerede brand, som sættes i forbindelse med udvikling, bæredygtighed og miljørigtige produkter. Når man siger isolering, vil langt de fleste tænke på Rockwool.

Derudover kan man diskutere om ikke også deres stærke kapitalberedskab er en unik ressource. I kraft af, at de har en soliditetsgrad på over 70%, er de meget modstandsdygtige, hvis der skulle komme endnu en krise.

6.2.1.4 Kernekompetencer

Rockwools absolutte kernekompetence må siges at være deres evne til at udvikle og forbedre deres produkter. De har utrolig meget fokus på miljø og bæredygtighed, som er meget oppe i tiden. De har søsat

⁵⁴ Årsrapporten 2010 side 17

flere kampagner bl.a. "Stop local warming", for at få øget fokus på besparelsesmuligheder via deres produkter, mindre forbrug af CO2 og flere penge til andet forbrug.

6.2.1.5 Delkonklusion

Rockwool er en virksomhed, der udnytter sine ressourcer og kompetencer. De udvider deres sortiment med ekspertrådgivning og produkter beslægtet med isolering. Med sit stærke kapitalberedskab kan Rockwool vedligeholde og udvikle sin forretning og med en soliditetsgrad på over 70% er selskabet meget modstandsdygtigt. Modsat har de haft problemer med underkapacitet i Kina, hvor de ikke har været hurtigt nok ude med produktionsanlæg.

6.2.2 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen tages, jf. afsnittet om model- og metodevalg, med i analysen med det formål at beskrive Rockwools primære aktiviteter samt støtteaktiviteter til de primære aktiviteter og beskrive hvordan deres ressourcer og kompetencer anvendes til at skabe de kernekompetencer, som kan give Rockwool konkurrencemæssige fordele og på den måde skabe aktionærværdi.

6.2.2.1 Primære aktiviteter

De primære aktiviteter i Rockwool omhandler, jf. afsnit 4.1.2.2 om metode- og modelvalg, aktiviteter i direkte forbindelse med den fysiske varestrøm igennem Rockwool.

6.2.2.1.1 Indgående logistik

En af de vigtigste råvarer, der benyttes i forbindelse med produktionen af stenuld, er koks. Der indgås derfor løbende aftaler om prissikring af koksprisen. På den måde sikrer man at man undgår store prischok, men prisen følger ligeledes heller ikke med ned, hvis prisen falder.

Når Rockwool, som tidligere nævnt, aftager så stor en del af den europæisk producerede koks, kan man lave gode aftaler, men er også meget afhængig af leverandører. Derfor kunne man muligvis med fordel forsøge integration med leverandører af bl.a. koks. Dette fænomen ses allerede foretaget af flere konkurrenter, som opkøber leverandører, for at opnå synergieffekter af dette.

6.2.2.1.2 Produktion

Man satser i Rockwool meget stort på forskning og udvikling. Dette er ikke blot gældende på produktniveau, men også i meget høj grad på produktionsområdet. Man ønsker derfor at udvikle produktionen, for at opnå mere moderne og effektive produktionslinjer.

Derudover satses, helt i tråd med Rockwools meget miljørigtige profil, på miljørigtigt og energibesparende byggeri og produktionskapacitet, når man udvider kapaciteten. Dette sker i høj grad for at spare på energi, som sammen med koks er den vigtigste råvare, der indgår i produktionen af stenuld. Denne store kompetence indenfor miljørigtig og energibesparende produktion understreges af, at Rockwools eksperter,

typisk er i stand til at halvere energi og CO₂-forbruget i produktionen, når man køber og moderniserer produktionslinjer - bl.a. i Østeuropa.⁵⁵

Rockwool har endvidere gennemført en række omkostningsreducerende tiltag⁵⁶ igennem 2009 og 2010, som led i bestræbelserne på at komme ud af krisen uden for svære skrammer. Som led i effektiviseringen efter krisen ramte, har man lukket de fabrikker, som ikke har kunnet udnytte kapaciteten og derfor ikke har været rentable. I stedet har man investeret i nye og mere effektive fabrikker i de områder, hvor man vurderer, der er bedst grundlag for vækst.

Denne effektivisering har også været nødvendig pga. den høje inflationstendens, som påvirker priserne på råmaterialer og serviceydelser (transport mv.).⁵⁷ Man har dog været i stand til at hæve salgspriserne, men stigningen har indtil videre kun dækket ca. 40% af inflationen.⁵⁸

Herudover bruger man meget energi på, fra centralt hold, at planlægge produktion og varestrømme mellem fabrikker for kommende perioder ud fra forventninger om afsætning osv.⁵⁹

Det er endvidere vigtigt for Rockwool at placere fabrikker og produktionslinjer strategisk klogt i forhold til de markeder, hvorpå man forventer stor efterspørgsel. Dette hænger både sammen med de forhøjede transportomkostninger, som beskrives nedenfor, samt med at det er vigtigt for Rockwool hurtigt at kunne levere til kunder, da mange kundetyper, som f.eks. entreprenører og andet, ofte efterspørger hurtig levering.

6.2.2.1.3 Udgående logistik

Rockwool benytter sig af outsourcing af transport til professionelle transportfirmaer.

Man har, jf. ovenfor, mange fabrikker placeret strategisk i forhold til vigtigste markeder, for at mindske transportomkostninger. Dog har der tidligere, specielt i perioder med meget stor efterspørgsel været behov for at fragte færdigvarer over længere distancer, pga. maksimalt udnyttet kapacitet på de nærmeste fabrikker.

Dette understreges endvidere af Rockwools egen beskrivelse af udviklingen i 1. halvår 2011, hvor det fremgår at man har været nødt til at importere til både Kina og Rusland fra fabrikker i andre lande, for at kunne følge med efterspørgslen.

Derudover har man, simpelthen grundet stenulds specifikationer, en stor udfordring i forhold til de konkurrenter, der producerer glasuld, da stenuld er væsentligt sværere at komprimere til transport, jf. figur 17, hvorfor man naturligt vil have højere transportomkostninger pr. enhed. Dette betyder at det er endnu vigtigere at man placerer sine fabrikker strategisk klogt.

⁵⁵ Årsrapport 2005, side 21

⁵⁶ Årsrapport 2009 og årsrapport 2010

⁵⁷ Årsrapport 2010, side 17

⁵⁸ Halvårsrapport 1. halvår 2011, side 3

⁵⁹ "Alle tråde fra 23 fabrikker samles ét sted", Supply Chain Magasinet, 19. november 2007

Man har en effektiv lagerstyring i forbindelse med stort kendskab til sæsonudsving, så man sørger for at producere til store lagre i de ”små” perioder, så man er klar til at møde efterspørgslen i store perioder. Ligeledes planlægger man de fysiske varestrømme mellem lagrene og fabrikker ud fra forventninger om afsætning for kommende perioder.

Dette kan dog betyde, at hvis salget i en periode bliver lavere end ventet, kan man komme i en situation, hvor man binder store værdier på varelageret. Dette var f.eks. tilfældet i 2010, da salget blev mindre end ventet i december.⁶⁰

En vigtig del af den udgående logistik er samarbejdet med byggemarkeder og lignende, da de praktisk talt fungerer som lager for Rockwool. De store byggemarkedskæder har derfor magten til at presse prisen på denne service, da det er vigtigt for Rockwool at være repræsenteret i de store kæder.

Også på den udgående logistik har nogle af Rockwools konkurrenter, bl.a. Saint Gobain, valgt at opkøbe byggemarkeder, for på den måde at kunne effektivisere.

6.2.2.1.4 Salg og marketing

Rockwool har, som så mange andre virksomheder, stor fokus på salg og marketing. Rockwools kampagner er generelt meget rettet mod både at skabe kendskab omkring Rockwool-brandet, samt mod at oplyse om de fordele, der er ved isolering af nybyggeri, efterisolering i forbindelse med renovering af ældre byggeri samt ved yderligere isolering i industrien. Det handler både om de miljømæssige fordele og de brandsikre egenskaber ved stenuld.

Man har benyttet de muligheder for omstrukturering der er opstået under krisen til at sætte mere fokus på salg og har herigennem indset at sælgerne snart er de vigtigste personer, nærmere end medarbejderne i produktionen.⁶¹

Denne markedsføring foregår f.eks. igennem større kampagner, som f.eks. kampagnen fra 2009 ”Stop local warming”, som havde til formål at skabe opmærksomhed omkring brygninger og huses varmespild, både hos almindelige borgere, som skal tage beslutninger om renovering af deres hus, og hos politikere, som har muligheden for at sætte miljørigtigt byggeri på dagsordenen. Kampagnen fungerede endvidere som optakt til COP-15 topmødet i København, hvor Rockwool forsøgte at få netop energispild og isolering på dagsordenen.

Et andet eksempel på Rockwools markedsføringsstrategi, er at de forsøger at komme tættere på beslutningstagerne; både i det offentlige og i det private. Dette er en stor del af deres nye strategi fra 2010; ”Rock the Globe”, som netop bl.a. handler om at bringe Rockwool tættere på beslutningstagere verden over.

Det kan være både ved at komme tættere på de store entreprenørselskaber, for at rådgive om isoleringsløsninger og bæredygtige materialer via deres ”Rockwool Energy Design Centre”, som er en del af BuildDesk-gruppen, og ved at stille deres ekspertise til rådighed for myndigheder og andet i vækstlande

⁶⁰ Årsrapport 2010, side 16

⁶¹ ”Krisen gør Rockwool mere global”, Berlingske Nyhedsmagasin, 10. september 2010

som Rusland, Indien, Kina m.fl., hvor der i takt med udviklingen kommer mere fokus på energieffektivitet og miljørigtige løsninger.

6.2.2.1.5 Service

Indenfor Rockwool, er service et helt forretningsområde for sig selv.

BuildDesk-gruppen er nemlig, udover salg- og marketingaktiviteterne beskrevet ovenfor, Rockwools rådgivningsafdeling, som beskæftiger sig med at rådgive alle kunder om isoleringsløsninger og andet. Pga. den teknologiske udvikling og komplicerede bygningsregulativer mm., bliver det hele tiden mere centralt at kunne tilbyde ekspertviden igennem hele bygningsprocessen lige fra tegnebræt til færdigt resultat. Denne ekspertviden er netop det, Rockwool efterstræber at tilbyde med BuildDesk-gruppen. Med denne service kan Rockwool differentiere sig fra deres konkurrenter, da man kan tilbyde en sideløbende rådgivning indenfor ikke bare isolering, men også andre løsninger indenfor bæredygtige materialer og konstruktioner.⁶²

6.2.2.2 Support aktiviteter

Support aktiviteterne udgør, jf. afsnit 4.1.2.2 om metode- og modelvalg, i denne sammenhæng de aktiviteter, der kræves for at kunne gennemføre de primære aktiviteter.

6.2.2.2.1 Virksomhedens administrative opbygning

Som beskrevet i tidligere afsnit har Rockwool opdelt aktiviteten i tre overordnede forretningsområder, for på den måde at sikre sig at de hver især gør det de er bedst til.

Det handler om:

1. Isoleringssegmentet, som selvfølgelig beskæftiger sig med isoleringsaktiviteten.
2. Systemsegmentet, som består af alle forretningsområder uden for isoleringssegmentet, altså bl.a. loftsløsninger, gartneriløsninger, støjbekæmpelsesløsninger og meget mere.
3. BuildDesk-gruppen, der, som beskrevet ovenfor, er Rockwools konsulentvirksomhed indenfor bl.a. energieffektivitet og bæredygtighed i bygninger.

Netop det, at man på denne måde sørger for at ekspertisen er samlet der, hvor den kan benyttes til at servicere kunderne bedst muligt, er efter vores opfattelse med til at skabe værdi for kunderne.

6.2.2.2.2 Human ressource management

Som beskrevet tidligere er Rockwool klar over at medarbejderne er et af de vigtigste aktiver. Dette kommer bl.a. til udtryk igennem de medarbejderundersøgelser, der gennemføres hvert andet år og som er beskrevet i afsnittet 6.2.1.1. Man har i 2010 iværksat en global optimeret tilgang til HR, hvor man strømliner procedurer og systemer, så det bliver lettere at flytte medarbejdere internationalt. På den måde opnår man en mere fleksibel, international organisation.

⁶² Årsrapport 2010, side 15

6.2.2.2.3 Teknologisk udvikling

En meget vigtig del af Rockwool, som der, som tidligere beskrevet, hvert år bruges mange penge på. Man bruger i den forbindelse mange ressourcer på både udvikling af nye produkter, samt udvikling af mere miljørigtige og effektive produktionsmetoder.

Af vigtige produktudviklinger kan nævnes, det er dog ikke en udtømmende liste:

- Aerowool, som er Rockwools bud på et isoleringsprodukt, der integrerer aerogel i stenulden, for på den måde at opnå et isoleringsmateriale, der har samme egenskaber som stenuld, men som fylder langt mindre. Lanceres med navnet Aerorock.
- Rockshell, som er et nyt, innovativt produkt, til bærende vægge i f.eks. almindelige huse, som kan effektivisere byggeprocessen og samtidig opfylde alle miljømæssige forskrifter.
- RockDelta, hvor man bruger stenuldens egenskaber til lyd- og vibrationsisolering, f.eks. ved motorveje.

Det er meget tydeligt at man i Rockwool er klar over, at det er vigtigt at udvikle forretningen, både eksisterende produkter, samt via innovative måder at anvende grundproduktet, stenuld, at skabe nye forretningsområder.

6.2.2.2.4 Indkøb

I maj 2002 etablerede Rockwool en central indkøbsenhed under navnet "Group Procurement"⁶³. Denne nye centrale enhed blev etableret med det formål at skabe en specialiseret indkøbsenhed, som kunne udnytte stordriftsfordelen ved køb af materialer og serviceydelser til hele koncernen.

Man skabte på den måde en central indkøbsfunktion, hvor der var ansat professionelle indkøbere, som i samspil med de lokale indkøbsfunktioner i de enkelt produktionsenheder kunne sikre værdiskabelse i indkøbsfunktionen.⁶⁴

Derudover ønsker man med den centrale, en højere grad af leverandørinddragelse, for på den måde at øge merværdien i Rockwools produkter og ydelser.⁶⁵

6.2.2.3 Delkonklusion

Analysen af Rockwools værdikæde er foretaget med det formål at finde frem til, hvor i værdikæden der findes mulige konkurrencemæssige fordele og dermed skabes værdi for aktionærerne.

De værdiskabende elementer findes, efter vores mening, primært i Rockwools forskning og udvikling, samt i deres servicefunktion med BuildDesk-gruppen som omdrejningspunkt.

Der er stort fokus på især forskning og udvikling og der forskes således både i nye, mere effektive og mere miljørigtige produktionsmetoder og i nye, innovative produkter, som vil gøre hverdagen lettere såvel i byggebranchen som i adskillige andre brancher. Dette mener vi giver Rockwool en fordel overfor deres konkurrenter, som er svær at efterligne fuldt ud. Konkurrenterne har selvfølgelig også stor fokus på

⁶³ Årsrapport 2002

⁶⁴ Konceptuel kommunikation - udvikling af indkøbsfunktionen på Rockwool

⁶⁵ Konceptuel kommunikation - udvikling af indkøbsfunktionen på Rockwool, side 8

forskning og udvikling, men vi mener Rockwool gør det lidt bedre og i denne forbindelse er bare det mindste forspring af stor betydning.

I servicefunktionen mener vi at især Rockwools BuildDesk-gruppe, som fungerer som en rådgivningsvirksomhed i alt der handler om byggeri og miljørigtige løsninger, giver Rockwool en konkurrencemæssig fordel i forhold til konkurrenterne.

Derudover kan nævnes at der er observeret en svaghed i Rockwools udgående logistik, som er direkte forbundet med deres primære produkts specifikationer. Det medfører således store transportomkostninger, at stenuld er svært at komprimere og derfor er dyrere at transportere end visse af de substituerende produkter.

6.3 SWOT-analyse

Som beskrevet i afsnit 4.1.3, vil vi herefter benytte SWOT-analysen til at sammenfatte de resultater vi har fundet i analyserne af de forhold, der især vil have indflydelse på Rockwools værdiskabelse fremover. SWOT-analysen bruges derfor både med henblik på at skabe overblik over de vigtigste forhold fra de forskellige delkonklusioner, samt for at kommentere yderligere på, hvilken indvirkning disse ikke-finansielle værdidrivere vil have på den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere.

Styrker	Svagheder
Stærk markedsposition, især i Europa.	Transport af produktet er vanskeligt, komprimering nærmest ikke muligt. Det er nødvendigt at være repræsenteret med lokale fabrikker.
Velrenommeret og stærkt brand.	Tilpasning af kapacitet.
Stor finansiell styrke, soliditet over 70%.	Omkostningstungt at få markedsandele, da de skal have lokale fabrikker.
Stor fokus på langsigtet strategier og bæredygtighed.	Meget afhængige af byggebranchen, ca. 80% af omsætningen ligger her.
Udvikling og forskning.	Forhandlingsstyrken fra store byggemarkedskæder.
Innovation, indehaver af mange patenter.	
"BuildDesk"	

Muligheder	Trusler
Øget opmærksomhed på klimarigtige løsninger indenfor byggeri. EU direktiver og lokal lovgivning indenfor byggeri, klima og brandsikkerhed. Bred enighed på næste COP møde, hvor alle verdens lande tiltræder aftale om klima mål. Endnu flere lande opretter støtteordninger. Øget priser på opvarmning, gas olie mv. dermed mere incitament til at efterisolere. Teknologiske fremskridt. Fortsat meget lav rente.	Fortsat økonomisk nedgang. Store prisstigninger på råvarer. Øget konkurrence både på produkt og pris. Manglende evne til at etablere sig på hastigt voksende markeder.

Figur 21 - kilde: egen tilvirkning

6.3.1 Delkonklusion

Efter at have oplistet alle de fundne forhold fra de forskellige analyser i den strategiske analyse, tegner der sig et billede af en virksomhed, der generelt, som vi ser deres situation, har flere muligheder og styrker end trusler og svagheder.

Den generelle økonomiske situation i verden har bidt sig hårdere fast, end de fleste både analytikere og almindelige mennesker havde kunnet forestille sig.

Der har dog igennem starten af 2011 været tegn på bedring i økonomien, men med den uro der blev skabt på de finansielle markeder i sensommeren 2011 pga. gældsproblemerne primært i USA og i visse europæiske lande, er spekulationerne om at krisen kan fortsatte langt ud i fremtiden blusset op på ny.

Dette skaber usikkerhed om, hvorvidt der vil komme vækst i de kommende år, eller om vi kan komme i en situation med negativ vækst, det såkaldte "double-dip".

Som resultat af den verdensomspændende økonomiske krise, har der været behov for at mange regeringer verden over, forsøger at sætte gang i økonomien via offentlige investeringer, som så forhåbentligt kan øge det private forbrug og dermed sætte gang i hjulene igen. Dette gælder både for de store markeder i Europa, som Tyskland og Frankrig samt for andre store markeder som USA.

En stor del af disse vækst-tiltag fra regeringer har været rettet mod miljørigtige investeringer, som f.eks. miljørenovering af eksisterende byggeri, samt incitamentsordninger for private investeringer i

miljøforbedringer. Her forventer vi at Rockwool vil være en stor del af løsningen, da isolering ifølge Rockwool selv, er den bedste måde at reducere CO₂-udledning samt energispild mv.

Der kan også være gode muligheder for Rockwool i fortsatte klimaaftaler, og lovgivning på de enkelte markeder. Lykkes det at få en ny COP aftale i hus, på tværs af alle verdens lande kan det betyde yderligere vækst for Rockwool. De lande der ikke har ønsket at deltage, er netop udviklingslandene med stort vækstpotentiale.

En positiv effekt af lavkonjunktur og den økonomiske afmatning er den lave rente, som giver virksomheder muligheder for at investere i fremtiden. Dette udnytter Rockwool til fortsat ekspansion på de fokusmarkeder, hvor man ser udviklingspotentiale.

Den almindelige borger har også mulighed for at få lavet energirenoveringer. Både Rockwool og udlånsvirksomheder har lavet beregningsmodeller, der viser hvornår en investering er sparet hjem.

Derudover ser vi en tendens til at store markeder som Kina, USA og Rusland viser stor interesse i at forbedre isoleringen i både eksisterende bygninger og nybyggeri med henblik på at brandsikre bedre, jf. tidligere beskrivelse af stenulds brandsikre egenskaber. Det er da også på disse markeder at Rockwool oplever vækst.

På de markeder, der er nævnt ovenfor, har Rockwool også store muligheder for at vinde markedsandele, da disse traditionelt har isoleret med andre materialer.

Fremgang vil også betyde øget efterspørgsel på råvarer, og med den hårde konkurrence på markedet er det tvivlsomt, om Rockwool ville kunne lægge hele stigningen over på salgsprisen.

Der er tale om et marked præget af hård konkurrence, der er mange udbydere og de substituerende produkter har bidt sig godt fast i et par af de store markeder.

De gennemgåede modeller i den strategiske analyse, viser samlet at Rockwool er på et attraktivt marked med meget gode muligheder for vækst. Der er nogle udfordringer i form af verdensøkonomien og en hård konkurrence, og at knappe ressourcer indgår i produktionen af stenuld. Overordnet mener vi, at Rockwool står stærkt på et lukrativt marked.

7. Regnskabsanalyse

Som beskrevet i afsnit 4.2 i afsnittet om model- og metodevalg, fortsætter den analyse, som skal føre frem til det budget og proformaregnskab, vi skal bruge i forbindelse med værdiansættelsen af Rockwool, herefter med en analyse af de finansielle værdidrivere, der har haft betydning for den historiske værdiskabelse. Sammen med den strategiske analyse vil denne regnskabsanalyse danne grundlag for budgetteringen af de fremtidige indtjeningsmuligheder for Rockwool.

Fremgangsmåden er beskrevet i afsnit 4.2. Analysen vil starte med en kort analyse af revisionspåtegninger og anvendt regnskabspraksis i analyseårene, for at sikre at tallene er brugbare til sammenligning. Derefter fortsættes med reformulering af egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse, for at sikre et brugbart analysegrundlag.

Selve regnskabsanalysen vil bestå af en rentabilitetsanalyse med udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som ses i figur 7, og analyse af vækst og permanente overskud. Rentabilitetsanalysen har til formål at belyse, hvad der driver ROE og analysen af vækst og permanente overskud har til formål at belyse, hvad der driver væksten.

7.1 Analyse af revisionspåtegning og anvendt regnskabspraksis

I forbindelse med regnskabsaflæggelse afgiver selskabets generalforsamlingsvalgte revisor sin erklæring på, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver, finansielle stilling, samt resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme. Det er derfor relevant at se på om Rockwools revisor har givet blanke påtegninger, som vil sikre at regnskaberne kan sammenlignes.

Revisionspåtegningen i alle regnskaber fra 2005 til 2010 er alene underskrevet af Ernst & Young og ved gennemgang af revisionspåtegningerne, kan det konkluderes at ingen af påtegningerne er modificerede og at ingen af dem derfor indeholder supplerende oplysninger eller forbehold, der kunne have indvirkning på kvaliteten af analysegrundlaget. Analysen af revisionspåtegningerne giver således ikke anledning til at foretage korrektioner.

Da Rockwool er børsnoteret, skal selskabets årsrapporter aflægges efter de internationale regnskabsstandarder IFRS, eftersom EU i 2002 vedtog at alle børsnoterede selskaber i EU, skal aflægge årsrapport efter disse standarder.

Dette medfører at der ikke er stor mulighed for at Rockwool selv kan vælge regnskabspraksis og derfor heller ikke selv har mulighed for at ændre i regnskabspraksis fra år til år.

En gennemgang af anvendt regnskabspraksis i analyseårene afslører da også at der kun er foretaget små ændringer i regnskabspraksis, som i alle tilfælde sker som følge af ændringer i reglerne i IFRS. Det vurderes at disse ændringer ikke vil have væsentlig indflydelse på resultatet af analysen og der foretages derfor ikke korrektioner på denne baggrund.

7.2 Reformulering

Som beskrevet i afsnit 4.2.1 i model- og metodevalg, stammer virksomhedens værdiskabelse fra enten driftsaktiviteten eller finansieringsaktiviteten. Da disse ikke fremgår direkte af årsregnskabet, er det nødvendigt at reformulere de officielle årsregnskaber til analyseformål.

7.2.1 Reformulering af egenkapitalen

Reformulering af egenkapitalen sker med henblik på at simplificere egenkapitalopgørelsen i forhold til den officielle opgørelse og opdele egenkapitalen i periodens totalindkomst samt periodens transaktioner med ejerne. Derudover skal egenkapitalen opdeles i egenkapital for moderselskabets aktionærer og minoritetsinteresser, for på den måde at lette arbejdet med at værdiansætte moderselskabets aktionærers egenkapital.

Den omkostningsførte værdi af aktieoptioner er fjernet fra den reformulerede egenkapital, da denne omkostning ellers forøger egenkapitalen og slører billedet. Vi ser mere denne værdi af aktieoptioner, som en forpligtelse for ejerne og den er derfor flyttet ned under anden gæld i den reformulerede balance.⁶⁶ Den oprindelige og den reformulerede egenkapitalopgørelse fremgår af bilag 1.

7.2.2 Reformulering af balancen

Balancen reformuleres med henblik på at opdele i driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter, for at give et grundlag til analysen af kilderne til rentabilitet og vækst.

Den oprindelige balance fremgår af bilag 2 og den reformulerede balance fremgår af bilag 3.

Som det fremgår af bilag 3, er det valgt at klassificere hele Rockwools likvide beholdning som finansielle aktiver. Vi kunne i denne forbindelse have valgt at klassificere en del af likviditeten som et driftsaktiv, ud fra en betragtning om at en del af likviditeten er nødvendig for at kunne udføre driftsaktiviteten, men da de fleste virksomheder dagligt placerer deres likvide beholdning på rentebærende konti, vurderer vi det retvisende at klassificere hele beholdningen som et finansielt aktiv.⁶⁷

Som beskrevet under afsnit 7.2.1, fjernes den omkostningsførte værdi af aktieoptioner fra den reformulerede egenkapital og flyttes ned som en forpligtelse. Denne er medregnet under anden gæld i den reformulerede balance.

7.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

Den officielle resultatopgørelse, bilag 4, reformuleres i poster vedrørende drift og finansiering, hhv. driftsoverskud og netto finansielle forpligtelser. Da reformuleringen foretages på totalindkomstniveau, er disse inklusive ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen, de såkaldte "dirty surplus"-poster, som ellers har været ført direkte på egenkapitalen.

Driftsoverskuddet opdeles yderligere i driftsoverskud fra salg samt andet driftsoverskud, da det er interessant at kende til lønsomheden i at handle med kunder.

I den officielle resultatopgørelsen fremgår skatten kun med et enkelt beløb, hvorfor det er nødvendigt at allokere denne ud på driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud samt netto finansielle omkostninger i forbindelse med reformuleringen. Til denne allokering er benyttet de gældende danske skatteprocenter for de pågældende år. Det drejer sig om 28 % for 2005 og 2006, samt 25% for 2007 og fremefter.

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 5.

7.2.4 Delkonklusion

Efter reformuleringer af egenkapital, balance og resultatopgørelse, er vi kommet frem til følgende hovedtal fra reformuleringerne, som skal bruges i de videre analyser:

⁶⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 194

⁶⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 184

Hovedtal fra reformuleringer

DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reformuleret egenkapitalopgørelse						
Primo saldo		5.056	5.921	7.565	7.658	7.871
Transaktioner med ejerne		-77	-358	-385	-202	-136
Totalindkomst		942	2.001	478	415	738
Ultimo saldo		5.921	7.565	7.658	7.871	8.473

Hovedtal fra reformuleringer

DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Reformuleret balance						
Kernedriftsaktiver	7.433	7.701	9.469	11.026	10.376	11.599
Driftsforpligtelser	2.322	2.462	3.029	2.856	2.602	2.780
Kerne-NDA	5.110	5.239	6.441	8.171	7.775	8.820
Ikke-kernedriftsaktiver	167	185	168	173	217	285
Netto driftsaktiver	5.277	5.424	6.609	8.344	7.992	9.105
Finansielle forpligtelser	608	127	113	884	585	767
Finansielle aktiver	402	725	1.257	444	733	347
Netto finansielle forpligtelser	205	-598	-1.144	440	-148	420
Samlet egenkapital	5.071	6.022	7.753	7.904	8.140	8.685
Minoritetsinteresser	15	101	188	246	269	212
Moderselskabets andel af egenkapitalen	5.056	5.921	7.565	7.658	7.871	8.473
Reformuleret resultatopgørelse						
Nettoomsætning		11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Driftsoverskud fra salg (efter skat)		843	1.872	851	214	383
Andet driftsoverskud (efter skat)		121	140	188	146	131
Samlet driftsoverskud (efter skat)		985	2.079	548	475	776
Netto finansielle omkostninger (efter skat)		-24	16	6	-32	-13
Totalindkomst før minoritetsinteresser		961	2.095	554	443	763
Minoritetsinteressernes resultatandel		19	94	76	28	25
Totalindkomst til moderselskabets ejere		942	2.001	478	415	738

Figur 22 - kilde: egen tilvirkning

Som beskrevet i afsnit 4.2.1 reformuleres pengestrømsopgørelsen ikke, men det frie cash flow beregnes ud fra de tal, vi allerede har fundet i den reformulerede balance og den reformulerede resultatopgørelse, ved hjælp af formelen:

Frit cash flow = Driftsoverskud - Ændring i netto driftsaktiver ⁶⁸

Vi har på den måde fundet frem til følgende frie cash flow i analyseperioden:

Pengestrømsopgørelse	2006	2007	2008	2009	2010
DO (Driftsoverskud i alt)	985	2.079	548	475	776
-Ændring NDA	146,70	1.185,00	1.735,00	-352,00	1.113,00
Frit cash flow (FCF)	838,1	894,5	-1.187,0	826,5	-337,3

Figur 23 - kilde: egen tilvirkning

7.3 Rentabilitetsanalyse

Da vi nu har udarbejdet reformulerede opgørelser af egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen, kan vi, med dem i hånden, begynde den egentlige analyse af regnskabstallene. Rentabilitetsanalysen har, som beskrevet i afsnit 7, til formål at analysere på, hvad der driver ROE (Return On Equity eller egenkapitalforrentning).

Rentabilitetsanalysen tager, som beskrevet i afsnit 4.2.2 udgangspunkt i den udvidede DuPont-model og hjælper os til at analysere på hvor Rockwool er nu, ved at afdække hvad der driver rentabiliteten nu. Det kan vi så bruge, når vi senere skal budgettere, hvor vi så kan budgettere de drivere, der driver rentabiliteten og på den måde budgettere den fremtidige ROE.

Som det ses af DuPont-modellen i afsnit 4.2.2 dekomponeres ROE i tre underliggende niveauer, som vi vil gennemgå et ad gangen.

7.3.1 Udvikling i ROE

Som beskrevet ovenfor er ROE det helt centrale nøgletal for rentabilitet og det nøgletal vi i den efterfølgende analyse vil dekomponere, for at finde ud af, hvad der har drevet udviklingen heri. ROE, egenkapitalforrentningen er defineret som totalindkomst/gns. egenkapital.

Overordnet rentabilitet	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	17,56%	29,73%	6,18%	6,11%	9,09%

Figur 24 - kilde: egen tilvirkning

Som det ses stiger ROE fra 2006 til 2007, hvor resultaterne og det økonomiske opsving toppede, for derefter at falde til et noget lavere niveau i 2008 og 2009, hvor rentabiliteten har været præget af de store økonomiske problemer på verdensplan, som har medført en stor opbremsning i økonomien og ikke mindst byggebranchen, som Rockwool jo naturligt er meget afhængig af. Fra 2009 til 2010 ser vi igen en stigning i ROE, som følge af at indtjening mv. igen er stigende i kraft af at man har brugt ressourcer på at trimme forretningen til den nye situation, samt, som beskrevet i den strategiske analyse, at det lysner i

⁶⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 228

verdensøkonomien og dermed byggebranchen. Dette ikke mindst fordi man fra flere regeringer, har haft fokus på energirigtigt byggeri og offentlige investeringer i dette, som en mulig vej ud af krisen. Vi vil i det efterfølgende analysere os frem til driverne for denne udvikling vha. DuPont-modellen.

7.3.2 Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiell gearing

Det første niveau i DuPont-modellen har til formål at opdele rentabiliteten, ROE, i rentabilitet fra driftsaktiviteter (der skaber driftsoverskud) og finansieringsaktiviteter (der skaber finansielle indtægter eller omkostninger).

I dekomponeringen i niveau 1 opsplittes ROE derfor efter nedenstående formel:

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

ROIC = Afkast på netto driftsaktiver (Driftsoverskud/Netto driftsaktiver)

NFF = Netto finansielle forpligtelser

EK = Egenkapital

MIN = Minoritetsinteresser

r = Afkast på finansieringsaktivitet (Netto finansielle omkostninger/Netto finansielle forpligtelser)

MIA = Minoritetsinteressernes andel af totalindkomst og egenkapital

Udtrykket $NFF/EK+MIN$ beskriver den finansielle gearing, FGEAR.

Udtrykket $ROIC-r$ kaldes SPREAD.

Den første del af formlen ovenfor (ROIC) beskriver, i tråd med DuPont-modellen i figur 7, rentabiliteten af driftsaktiviteten og $ROIC-r$ beskriver rentabiliteten af finansieringsaktiviteten, som så bliver vægtet med graden af finansiell gearing, FGEAR for at finde dens betydning for den samlede rentabilitet, ROE.

Nedenfor er de beregnede tal for niveau 1 oplistet.

Niveau 1	2006	2007	2008	2009	2010
ROE	17,56%	29,73%	6,18%	6,11%	9,09%
ROIC	18,41%	34,57%	7,33%	5,81%	9,08%
<i>Analyse af finansiell gearing</i>					
ROE	17,56%	29,73%	6,18%	6,11%	9,09%
ROIC	18,41%	34,57%	7,33%	5,81%	9,08%
FGEAR	-0,035	-0,126	-0,045	0,018	0,016
r	-4,03%	1,38%	-1,36%	-21,28%	3,04%
SPREAD	22,44%	33,19%	8,69%	27,09%	6,04%
MIA	0,997	0,979	0,891	0,969	0,991

Figur 24 Kilde: egen tilvirkning

Først og fremmest ser vi at udviklingen i ROIC følger udviklingen i ROE meget tæt. De to er både udviklingsmæssigt og størrelsesmæssigt tæt forbundne, hvilket hænger sammen med den, igennem hele perioden, meget lave finansielle gearing, FGEAR. Dette følger af det faktum, at hvis en virksomhed slet ikke benytter sig af finansiell gearing og derfor slet ikke har benyttet sig af fremmedkapital, vil ROE være lig med ROIC, bortset fra minoritetsinteressernes andel, hvilket man også kan udlede af formlen for ROE ovenfor, hvor det led, der beskriver rentabiliteten af finansieringsaktiviteten, vil være 0.

I 2006 til 2008 er ROIC højere end ROE, mens det i 2009 og 2010 er omvendt. Dette skyldes at FGEAR er negativ i ørene 2006-08, mens den bliver positiv i 2009-10.

En negativ FGEAR, som i de første tre år, er et udtryk for at Rockwool i denne periode rent faktisk har netto finansielle aktiver, og i den situation vil et positivt SPREAD ($ROIC > r$) reducere ROE, da det betyder at en del af ejernes investering er placeret i finansielle aktiver, som altså giver et lavere afkast end investering i driften. I 2009-10 er det selvfølgelig den omvendte situation, hvor man bruger de netto finansielle forpligtelser (gennemsnitligt over året) til at investere i driften, som giver et højere afkast, da SPREAD stadig er positiv.

De beregnede værdier for FGEAR taler dog, sammen med oplysninger i årsrapporter, for at Rockwool ikke er interesseret i at finansiere driften ved at geare forretningen med finansielle forpligtelser og at det derfor ikke er finansieringsaktiviteten, der driver rentabiliteten.

Dette taler den nære sammenhæng mellem ROE og ROIC også sammen med. Den beskedne finansielle gearing, der trods alt er, har dog indflydelse på det indbyrdes forhold mellem ROE og ROIC.

Det kan derfor i analysen på niveau 1 konkluderes, at det primært har været udvikling i ROIC, der har drevet udviklingen i ROE. De underliggende drivere for ROIC, vil vi herefter se nærmere på i analysen på niveau 2 og 3.

7.3.3 Niveau 2: Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet

I analysen af hvad der driver udviklingen i ROE i niveau, kom vi frem til at det primært er ROIC, der har drevet udviklingen i den samlede rentabilitet, ROE.

For at finde frem til, hvilke underliggende drivere, der har drevet udviklingen i ROIC og dermed komme nærmere en forklaring på, hvad der har drevet udviklingen i ROE, vil vi nu yderligere dekomponere ROIC. Det gøres ved hjælp af nedenstående formel,⁶⁹ som er en omskrivning af den generelle formel for ROE ovenfor.

$$ROE = (OG \times AOH) + [FGEAR \times (ROIC - r)]$$

⁶⁹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 261

OG = Overskudsgraden ($DO_{\text{efter skat}}/\text{Nettoomsætning}$)

AOH = Netto aktivernes omsætningshastighed ($\text{Nettoomsætning}/\text{NDA}$)

Af formelen ses det at ROIC, som var det første led og beskrev rentabiliteten af driftsaktiviteterne, kan dekomponeres i udtrykket $OG \times AOH$. Nedenfor er de beregnede tal for niveau 2 opført.

Niveau 2	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC	18,41%	34,57%	7,33%	5,81%	9,08%
OG	8,54%	14,95%	4,00%	4,25%	6,61%
AOH	2,16	2,31	1,83	1,37	1,37

Figur 25 - kilde: egen tilvirkning

Som det ses af figur 25, er det primært udviklingen i OG, der driver udviklingen i ROIC, men effekten bliver dog forstærket af udviklingen i AOH.

OG stiger til næsten det dobbelte niveau fra 2006 til rekordåret 2007, for derefter at falde til under en tredjedel i 2008. Derefter har man igen formået at få OG til at stige til 2010, hvor den dog stadig ikke er tilbage på niveauet fra 2006. Dette billede stemmer fint overens med forventningerne, da vi tidligere har fortalt at Rockwool har anvendt effektiviseringer, som et forsøg på at komme ud af krisen. I 2008 og 09 mærker man altså den fulde effekt af krisen, mens man i 2010 begynder at se resultater af de effektiviseringer, man har foretaget. OG bliver yderligere dekomponeret i niveau 3, for at finde frem til, præcis hvilke drivere der har betydning for udviklingen i denne.

AOH, som beskriver salg pr. krone investeret i netto driftsaktiver, stiger ligeledes fra 2006-07 for derefter at falde til 2008 og yderligere til 2009, for derefter at forblive på det samme niveau i 2010.

Det betyder altså at Rockwool er blevet dårligere til at skabe salg af sine investeringer i driften. Krisen spiller selvfølgelig også ind her, da det generelt har gjort det sværere at tjene penge og det samtidig ikke er nemt for virksomheder at tilpasse især de langsigtede aktiver til den nye situation. Det vil f.eks. være svært at komme af med fabrikskapacitet fra den ene dag til den anden, når man observerer fald i efterspørgslen. I niveau 3 nedenfor analyserer vi nærmere på, hvad der har drevet udviklingen i AOH.

7.3.4 Niveau 3: Analyse af underliggende drivere

I niveau 3 går vi endnu en spadestik dybere, i forhold til hvilke delelementer der påvirker OG, AOH og Fgear.

Som vi har set i de tidligere niveauer er det driftsaktiviteten der skaber indtjening, dermed er OG og AOH de mest interessante nøgletal, som vi har set er AOH nogenlunde konstant i perioden dermed kan vi konkludere at det hovedsagligt er OG der har været årsag til både fremgang og tilbagegang hos Rockwool.

Underliggende drivere på FGEAR er r , som er et vægtet gennemsnit mellem de forskellige kilder ved nettofinansieringen. Som vi har beskrevet ovenfor, har den finansielle gearing ikke været betydningsfuld for Rockwools udvikling og man satser simpelthen på ikke at være afhængig af ekstern finansiering, hvilket også understreges af ønsket om en meget høj soliditet. Derfor har vi valgt ikke at gå ned i en nærmere analyse af, hvor ændringerne i FGEAR og r stammer fra.

7.3.4.1 Analyse af underliggende drivere for OG

I skemaet herunder kan vi se at OG består af OG efter skat og OG andre poster. OG efter skat er direkte påvirket af omkostninger, der direkte kan henføres til omsætning og OG andre poster er påvirket af andre driftsindtægter og regulering af finansielle instrumenter, resultat fra associerede virksomheder og valutakursreguleringer.

Niveau 3	2006	2007	2008	2009	2010
<i>OG-drivere (%)</i>					
Bruttoavanceprocent	67,66%	70,98%	65,21%	65,22%	64,56%
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-16,75%	-15,86%	-16,50%	-15,73%	-16,16%
Øvrige eksterne omkostninger	-10,30%	-10,83%	-10,07%	-10,93%	-10,03%
Personaleomkostninger	-23,67%	-21,25%	-23,15%	-26,60%	-24,67%
Af- og nedskrivninger	-6,22%	-4,93%	-6,36%	-8,53%	-8,43%
OG(salg) før skat	10,72%	18,12%	9,13%	3,42%	5,27%
Skat	-3,42%	-4,66%	-2,92%	-1,50%	-2,01%
OG(salg)	7,30%	13,46%	6,21%	1,92%	3,26%
Andre poster (efter skat)	1,23%	1,49%	-2,21%	2,33%	3,35%
OG	8,54%	14,95%	4,00%	4,25%	6,61%

Figur 26 - kilde: egen tilvirkning

Det er OG fra salg der har haft den største indvirkning på overskudsgraden samlet set, den har været stigende i forbindelse med verdens økonomiens fremgang og har været aftagende efter krisen startede i 2008.

Det man især kan se er at Rockwool har været dårlige til at tilpasse deres udgifter til den faldende omsætning, yderligere har de været ramt af stigende produktionsomkostninger og råvarepriser. Som det kan ses på bruttoavanceprocenten, har man mærket nedgangen i efterspørgslen direkte her, men som vi tidligere har beskrevet, har 2007 været et ekstremt år på mange måder og altså også på dette område. Derudover giver bruttoavanceprocenten det samme billede, som vi har beskrevet tidligere, nemlig at man i 2010 har haft svært ved at flytte de stigende råvarepriser over på stigninger i salgspriser og derfor ser vi dette fald i bruttoavanceprocenten fra 2009 til 2010 efter den ellers har været stabiliseret fra 2008 til 2009.

Det kunne endvidere tyde på, at man ikke har kunnet afhænde overskudskapacitet i takt med nedgangen i efterspørgslen og derfor er afskrivningerne en større udgift i 2009 og 2010, med faldende omsætning og

samme afskrivninger, er ændringen tydelig på skemaet. Det er samme problem de har haft med personale omkostninger.

OG andre poster har været meget svingende i hele perioden, de skyldes især valutakursreguleringer. Rockwool har ikke været gode nok til at valutasikre koncernens engagementer i udenlandske associerede virksomheder, de har også været voldsomt ramt i forbindelse med krisen, som er afspejlet i 2008. Vi ser specielt en stor valutaregulering af datterselskaberne i 2008, hvilket nok har været på grund af valutaregulering af de russiske aktiviteter pga. den høje kurs på rubler i 2008 (jf. afsnit 6.1.1.2.3).

7.3.4.2 Analyse af underliggende drivere for AOH

De underliggende drivere til AOH dekomponeres i driftsaktiver og driftsforpligtigelser, i skemaet herunder er værdierne udtrykt som den inverse værdi af AOH (1/AOH). Det viser hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver for at genere en krones salg.

Niveau 3	2006	2007	2008	2009	2010
<i>AOH-drivere (inverse)</i>					
Immaterielle aktiver	0,009	0,011	0,019	0,027	0,031
Materielle aktiver	0,411	0,384	0,468	0,642	0,655
Finansielle aktiver	0,019	0,014	0,019	0,025	0,027
Varebeholdninger	0,066	0,073	0,095	0,095	0,077
Tilgodehavender fra salg	0,118	0,106	0,108	0,124	0,115
Andre kernerdriftsaktiver	0,034	0,030	0,040	0,046	0,032
	0,656	0,617	0,748	0,958	0,937
Hensatte forpligtelser	-0,066	-0,061	-0,071	-0,080	-0,072
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,073	-0,069	-0,074	-0,077	-0,073
Andre driftsforpligtelser	-0,069	-0,067	-0,071	-0,087	-0,084
1/AOH (Kerne NDA)	0,449	0,420	0,533	0,714	0,707
1/AOH (Ikke-kerne DA)	0,015	0,013	0,012	0,017	0,021
1/AOH	0,464	0,433	0,546	0,731	0,729
Kontrol	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Netto arbejdskapital	0,074	0,070	0,092	0,092	0,062
Langfristet kerne NDA	0,375	0,350	0,441	0,622	0,645
1/AOH (Kerne NDA)	0,449	0,420	0,533	0,714	0,707

Figur 27 - kilde: egen tilvirkning

Rockwool kan forøge sin ROIC ved at holde sine driftsaktiver på et minimum samtidig med at de øger salget, forpligtigelser har ligeledes indvirkning på ROIC Rockwool skal så vidt muligt undgå pengebindinger, eksempelvis ved at vare på lager også er skyldige vareleverandører, på den måde er der ingen pengebinding og derved formindskes NDA.

Som vi har nævnt flere gange i opgave er Rockwools produktion kapitaltung, det ses også tydeligt i skemaet herover. Den langfristede kerne NDA er meget høj hvilket netop skyldes at Rockwool har mange midler bundet i bygninger og maskiner, ligesom tilfældet er med materielle anlægsaktiver. Her ser vi også tydeligt at i takt med at aktiviteten er faldet efter krisen har de haft problemer med overkapacitet, deres pengebindinger i langfristet kerne NDA og materielle anlægsaktiver stiger meget efter 2008.

7.3.5 Delkonklusion

Analysen af Rockwools rentabilitet har taget udgangspunkt i den udvidede DuPont-model, som har til formål at dekomponere egenkapitalens forrentning, ROE, for på den måde at finde frem til, hvilke drivere, der i særlig grad har haft indflydelse på Rockwools historiske rentabilitet.

DuPont-modellen opdeler analysen af ROE i tre niveau, som hver især har til formål at gå længere ned i analysen af de underliggende drivere.

I niveau 1 kom vi frem til at udviklingen i ROE primært har været drevet af udviklingen i ROIC, afkastet på driftsaktiverne. Det betyder altså at størstedelen af rentabiliteten stammer fra driftsaktiviteten.

Vi kom endvidere frem til at finansieringsaktiviteten ikke har spillet den store rolle, dog har den i nogle år haft en negativ effekt på ROE, som i disse år altså har været lavere en ROIC.

At finansieringsaktiviteten spiller en meget lille rolle, hænger sammen med Rockwools strategi med at have en meget høj soliditet og altså ikke være afhængig af fremmedfinansiering.

Netop pga. at det primært er driften, der driver udviklingen i rentabiliteten, analyseres der i de underliggende niveauer primært på de underliggende drivere for ROIC.

I niveau 2 analyserer vi videre på de underliggende drivere for ROIC, OG (overskudsgrad) og AOH (aktivernes omsætningshastighed). I analysen af disse, kom vi frem til at specielt OG har været styrende for ROIC, men at AOH også har haft en indflydelse, hvorfor vi har valgt at gå et spadestik dybere i analysen af dem begge.

Denne dybere analyse skete på niveau 3 og her opdelte vi hhv. OG og AOH i disses underliggende drivere, for at finde frem til, hvor udviklingen er kommet fra.

Det vi især kan se ud af analysen af de underliggende drivere for OG er tre ting.

Bruttoavanceprocenten er faldet siden rekordåret 2007, hvilket hovedsagligt må tilskrives de stigende råvarepriser, der fulgte i kølvandet på den økonomiske krise. Rockwool har, som beskrevet i tidligere afsnit ikke været i stand til at sende regningen for denne prisstigning på råvarer videre til kunderne, via stigningerne i salgspriserne, og derfor ses dette fald i bruttoavanceprocenten.

På udviklingen i personaleomkostningerne i analyseperioden, kunne det tyde på at Rockwool har haft de sædvanlige problemer med at tilpasse arbejdsstyrken til den nye situation med det samme. Det tager tid at afskedige folk, for på den måde at effektivisere. Dette ses især tydeligt i 2008 og 2009, hvor

personaleomkostningerne i procent af omsætningen har været stigende. I 2010 har Rockwool dog formået at vende udviklingen, for på den måde at skabe en mere rentabel forretning.

En lignende udvikling kan ses på af- og nedskrivninger, som heller ikke er fulgt med omsætningen ned i de svære år 2008 og 2009. Dette skyldes at det er endnu sværere at komme af med overskudskapacitet, i form af fabrikker og produktionslinjer, når man registrerer et fald i efterspørgslen og dermed omsætningen. Derfor kommer af- og nedskrivninger til at udgøre en større og større procentdel af omsætningen i takt med at omsætningen falder.

Analysen af de underliggende drivere for AOH tager udgangspunkt i de inverse værdier af disse drivere, for på den måde at kunne analysere på hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver, for at skabe én krones salg.

Denne analyse understreger det billede, vi tidligere har observeret, nemlig at Rockwools produktion er enormt kapitaltung og at denne produktionskapital er svær at tilpasse til ændring i efterspørgsel. Derfor ses det også ud af analysen at det er sværere for Rockwool at skabe salg af denne produktionskapital, primært pga. overkapacitet, i år 2008 og 2009 og stadig i 2010, hvor efterspørgslen er påvirket af krise. Dette ses specielt ud af den høje binding i materielle anlægsaktiver og med dem også i den langfristede kerne NDA.

7.4 Analyse af vækst og permanente overskud

For at analysere på vækst skal vi kigge på de historiske tal, i disse opdeler vi overskudskomponenter, for at se hvilke type overskud man kan forvente fremadrettet. Hvor overskuddet i ROIC stammer fra; er der tale om tilbagevendende indkomster eller enkeltstående transaktioner.

Der er tale om de permanente overskud, overskud fra den almindelige drift, og usædvanlige poster, dette er engangsbegivenheder i de enkelte år, salg af et aktiv, valutareguleringer mv.

Dette gøre for at kunne få et mere realistisk og et mere præcist budget.

Driftsoverskud= core driftsoverskud fra salg + core andet driftsoverskud + usædvanlige poster

ROIC opdelt efter CORE overskud	2006	2007	2008	2009	2010
ROIC (salg)	15,75%	31,11%	11,38%	2,62%	4,47%
ROIC (andet DO)	2,81%	2,87%	2,99%	2,05%	1,96%
UP/NDA	-0,16%	0,59%	-7,04%	1,14%	2,64%
I alt	18,41%	34,57%	7,33%	5,81%	9,08%

Figur 28 - kilde: egen tilvirkning

Som vi kan se på ovenstående skema, er det hovedsagligt core driftsoverskud der driver ROIC. Udviklingen har været kraftigt stigende til hele 31,1% i 2007 hvor alt toppede inden krisen kom. Core andet

driftsoverskud har ligget rimelig stabilt i hele perioden. De store udsving i usædvanlige poster skyldes, kurstab på valuta, i 2008 er kursreguleringer på datterselskaber efter skat på 590 mio. kr.⁷⁰

Man plejer at sige at drives ROIC af de usædvanlige poster, er driftsoverskuddet af "lav kvalitet". Det skyldes at driftsoverskuddet derved er "utilregneligt" da der ikke er tale om tilbagevendende begivenheder. Som det ses er dette ikke tilfældet for Rockwool.

Da det er driftsoverskuddet der skaber indtjeningen har vi valgt at se på Core OG fra salg.

$$\text{Core OG salg} = \frac{\text{core DO fra salg}}{\text{nettoomsætningen}}$$

CORE OG fra salg	2006	2007	2008	2009	2010
CORE DO fra salg	843	1.872	851	214	383
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Core OG salg	7,30%	13,46%	6,21%	1,92%	3,26%

Figur 29 - kilde: egen tilvirkning

Her finder vi overskudsgraden rensset for andre overskudskomponenter, her kan vi se Rockwools evne til at skabe overskud fra salget.

I tråd med tidligere ser vi en stigning frem til krisen, krisen og stigende omkostninger får overskudsgraden til at falde markant.

7.4.1 Delkonklusion

Målet med analysen af vækst og permanente overskud er at adskille de forskellige elementer, som afkastet på driftsaktiviteten, ROIC, består af. Dette gøres da vi tidligere fandt frem til at netop ROIC, var den primære kilde til rentabilitet.

Derfor opdeles ROIC i ROIC fra salg, ROIC fra andet driftsoverskud og usædvanlige poster. Denne opdeling skal hjælpe os i budgetteringen af fremtiden, da vi nu har adskilt de poster som kan forventes at komme igen fra de usædvanlige poster, som kan være umulige at budgettere.

Det fremgår dog af opdelingen, at usædvanlige poster ikke har så stor indflydelse på ROIC, som man kunne have frygtet. Det er altså primært ROIC fra salg og fra andet DO, der skaber ROIC.

De usædvanlige poster har dog, som ventet, haft stor indflydelse på ROIC i 2008, hvor de har en stor negativ indvirkning på ROIC. De usædvanlige poster er i 2008 meget påvirket af især valutakursreguleringer. Når ROIC herefter er rensset for usædvanlige poster, kan vi se at ROIC fra salg og ROIC fra andet DO slet ikke var så dårlige i 2008.

⁷⁰ Se reformuleret resultatopgørelse opdelt i CORE DO fra salg, CORE DO fra andet og usædvanlige poster i bilag 6

Som det fremgår af afsnittet, har de seneste 5 år været lidt en rutsjebane, fra voldsom fremgang mod 2007, til kraftig tilbagegang i 2008 for at ramme bunden i 2009.

Det vi kan se at der nu er fremgang igen, der har været en fin stigning i overskuddet i 2010. Forventningen er at bunden har været nået i 2009, og at overskuddet vil være stigende fremadrettet.

7.5 Delkonklusion regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen og dermed vores analyse af de forhold som i særlig grad har drevet udviklingen i de finansielle værdidrivere har været inddelt i 4 overordnede afsnit, som tilsammen skulle give os et indtryk af, hvilke forhold, der har drevet udviklingen i Rockwools finansielle stilling i de sidste 5 år.

Denne analyse skal sammen med vores konklusioner fra den strategiske analyse danne grundlag for vores budgettering og dermed værdiansættelse.

Det første afsnit var en analyse om, om vi overhovedet kunne sammenligne på de fem år, ud fra en analyse af revisionspåtegninger og anvendt regnskabspraksis i de fem regnskabsår i analysen. Vi fandt igennem denne analyse ingen forhold, der kunne gøre at vi skulle foretage korrektioner, før vi kunne sammenligne regnskaberne.

Dernæst fortsatte vi med andet hovedafsnit, som havde til formål at reformulere hhv. egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse, for på den måde at gøre dem mere egnede til analyseformål. Reformuleringen skete med henblik på at kunne adskille Rockwools driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, for på den måde at skabe et grundlag for at analysere på, hvor værdiskabelsen primært foregår.

Reformuleringen af pengestrømsopgørelsen blev ikke foretaget, da de frie cash flows blev beregnet ud fra de allerede reformulerede opgørelser, som DO-ændring i NDA.

I det tredje hovedafsnit beskæftiger vi os med analyse af rentabiliteten af Rockwools forretning. Analysen har haft til formål at belyse, hvilke forhold, der har den primære indflydelse på Rockwools overordnede rentabilitet, som er beskrevet ved hjælp af deres evne til at forrente egenkapitalen eller ROE (return on equity).

Generelt fremgår det at udviklingen i Rockwools overordnede rentabilitet viste en stor fremgang fra 2006 til 2007, som må betegnes som et fremragende år, som ikke kan forventes gentaget lige foreløbigt, hvorefter vi kan observere en stor tilbagegang i 2008 og 2009, før rentabiliteten igen stiger til 2010.

Gennem en analyse af de underliggende drivere for ROE, som har drevet den beskrevne udvikling, har vi fundet frem til at det altså primært er driftsaktiviteterne, som er beskrevet ved nøgletallet ROIC, der skaber værdi i Rockwool. Dette hænger bl.a. sammen med at det er et erklæret mål for Rockwool at have en meget høj soliditet.

Derefter analyserede vi videre på de underliggende drivere for ROIC, OG og AOH. Her fandt vi frem til at primært overskudsgraden, men også aktivernes omsætningshastighed har drevet for driftens rentabilitet.

Det har primært været OG fra salg, der har drevet udviklingen i OG.

Faldet i omsætningen har selvfølgelig haft en stor betydning, men også andre forhold spiller ind.

I analysen af de underliggende drivere for OG fandt vi frem til at Rockwool har været under stor påvirkning af de stigende råvarepriser, som man ikke har haft held med at fakturere videre til kunderne, hvorfor vi har observeret et fald i bruttoavanceprocenten.

Derudover fandt vi ud af det har været svært for Rockwool at tilpasse sig den nye situation efter starten på krisen, da det ikke er så nemt at tilpasse produktionen til en pludselig lavere efterspørgsel, da man ikke kan fyre personale fra den ene dag til den anden og derudover ikke kan komme af med af- og nedskrivninger, da man ikke kan komme af med fabrikker og andet. Det er primært disse faktorer der har drevet udviklingen i overskudsgraden, som sammen med AOH har drevet udviklingen i ROIC.

I analysen af, hvad der har drevet udviklingen i AOH, fandt vi frem til at Rockwool i forbindelse med krisen også har fået sværere ved at skabe salg igennem deres investeringer i netto driftsaktiver. Dette forhold skyldes selvfølgelig også at man har haft overkapacitet og derfor ikke har været så effektiv som muligt.

Det fjerde og sidste delafsnit af regnskabsanalysen havde herefter til formål at udskille de dele af indtjeningen, som vi, som analytikere, har mulighed for at budgettere på, fra de dele som ikke kan forudsiges, de såkaldte usædvanlige poster. Dette sker for at finde rentabiliteten af de forskellige overskudskomponenter, som vi skal bruge i den videre budgettering.

Det observeres at de usædvanlige poster ikke har stor betydning, men at de dog har haft en betydning og at udskilningen derfor har været vigtig.

8. Værdiansættelse

Da vi nu, via den strategiske analyse og efterfølgende regnskabsanalysen, har analyseret os frem til hvilke faktorer der både har drevet og vil drive udviklingen i både de ikke-finansielle og de finansielle værdidrivere, kan vi nu fortsætte arbejdet med værdiansættelsen af Rockwool International A/S.

Som beskrevet i det indledende afsnit om model- og metodevalg, indleder vi værdiansættelsen med en budgetteringsfase, som, på baggrund af de forskellige forhold, vi har analyseret os frem til igennem den strategiske analyse og regnskabsanalysen, skal lede os frem til et proformaregnskab for den fremtidige økonomiske udvikling.

Med dette proformaregnskab i hånden, vil vi derefter kunne lave den egentlige værdiansættelse, og til sidst sammenholde denne med den faktiske børskurs pr. den 24. august 2011 og i den forbindelse udarbejde en følsomhedsanalyse, som kan vise os, hvordan den fundne værdi vil ændre sig, hvis vi ændrer på nogle af de benyttede forudsætninger.

Som beskrevet i afsnittet om model- og metodevalg har vi valgt at værdiansætte Rockwool vha. FCFF-modellen, hvor vi tilbagediskonterer de forventede fremtidige cash-flows fra kernerdriftsaktiviteten med de vægtede kapitalomkostninger for netop kernerdriftsaktiviteten, r_{wacc} , med formlen:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T} - NFF_0$$

8.1 Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske og den regnskabsmæssige analyse, er der nu mulighed for at foretage en budgettering af Rockwool fremtidige indtjening.

Den strategiske analyse viser hvilke udfordringer og fordele som Rockwool står overfor, både internt og i forhold til omverden. Hvor den regnskabsmæssige analyse viser Rockwools evne historisk til at skabe overskud.

Der bliver ikke foretaget nogen specielt detaljeret budgettering, ned på de enkelte poster i det opstillede budget. Det er ikke umiddelbart muligt at indsamle tilstrækkelig data til at foretage en så detaljeret budgettering, ligesom det er vores vurdering at de sammendragne opgørelser er nok til at foretage analysen, for at belyse de overordnede tendenser og give et retvisende billede. Under de respektive regnskabsgrupper bliver der naturligvis taget højde for de fund og kommenterede punkter fra regnskabsanalysen.

Budgettering af år 2011 vil, som beskrevet i model- og metodevalg, tage udgangspunkt i de offentliggjorte tal for 1. halvår 2011, for på den måde at indregne de oplysninger, der fremgår af dette og på den måde kunne få et billede af værdien pr. datoen for offentliggørelsen af halvårsregnskabet, den 24. august 2011.

Som beskrevet i model- og metodevalg, vil budgetteringen foregå på værdidriverniveau og blive foretaget ud fra fremgangsmåden beskrevet i Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 321, og vi vil altså fremskrive den udvikling, vi har fundet i regnskabsanalysen, under hensyn til de fundne forhold i den strategiske analyse, for på den måde at få et så realistisk bud på den fremtidige udvikling og dermed værdien af Rockwool.

8.1.1 Budgetperiode

De vurderinger der skal foretages i forbindelse med at fastsætte en budgetperiode, er hvor langt ud i fremtiden men mener det er muligt at forudse, hvordan de forskellige værdidrivere udvikler sig, herefter fastsættes en fast vækst i terminal perioden.

Som nævnt i afsnit 4.3.1.1 i model og metodevalg, var den umiddelbare vurdering på det tidspunkt 10 år, denne periode fastholder vi. Vi er ikke igennem analyserne kommer frem til, viden der gør os i stand til at kunne budgettere med nogen særlig viden ud over denne periode.

De 10 år er nærmere fastsat ud fra den betragtning at Rockwool operer i en branche der står overfor en stabil udvikling. Først skal vi dog helt igennem finanskrisen, som er begyndt at lette, der er dog flere der mener vi kan stå over for en "double-dip" altså at der kommer en ekstra tilbagegang før at vi er helt ude på den anden side. Herudover er Rockwool i en branche der står over for en fremgang grundet stort politisk arbejde på at gøre bygninger mere miljørigtige.

Vi mener på den baggrund, at 10 år er en fornuftigt periode hvor der er rimelig mulighed for at forudse udviklingen, hvorefter vi forventer at branche kommer til at være stabil.

Netop da vi mener at der i hvert fald går nogle år, før udviklingen stabiliserer sig, vælger vi en rimeligt lang budgetperiode. De 10 år er også valgt ud fra den forudsætning, at det kan være svært at forudsige udover den periode, med den tilgængelige information.

8.1.2 Budgettering

Budgetteringen tager som beskrevet tidligere udgangspunkt i den referenceramme og fremgangsmåde, der er beskrevet i Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 320 og fremefter.

Derfor vil budgetteringen bygges op, som en budgettering af de finansielle værdidrivere: Salgets vækstrate, omsætningshastigheden for kerne netto driftsaktiver (kerne AOH), overskudsgraden fra salg før skat, effektiv skatteprocent, andet driftsoverskud efter skat.

Vi vil i den forbindelse ikke budgettere de usædvanlige poster, da vi ikke har informationer til dette, samt det forhold, som vi tidligere har beskrevet, at de usædvanlige poster ikke har udgjort en væsentlig del af rentabiliteten af driften.

8.1.2.1 Salgets vækstrate

Salgets vækstrate eller væksten i omsætningen er den første del af budgetteringen, hvor vi budgetterer vores forventning til den fremtidige udvikling i salget, ud fra den historiske udvikling samt de forventninger vi har opbygget, efter arbejdet med den strategiske analyse.

Herunder er den historiske udvikling i salget vist.

Salgets vækstrate	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nettoomsætning	10.024	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Salgets vækstrate		15,09%	20,55%	-1,50%	-18,48%	5,05%

Figur 30 - kilde: egen tilvirkning

Som det ses og som beskrevet i regnskabsanalysen, har udviklingen i salget set en rigtigt pæn vækst til og med 2007, hvor omsætningen toppede, hvorefter den økonomiske krise, som havde stor indflydelse på hele byggebranchen og dermed Rockwool, gjorde sit indtog og med den så man pludselig en meget lavere efterspørgsel og derfor ser vi et fald i omsætningen fra 2007 til 2008 og i 2009 mærker Rockwool så den fulde effekt af krisen og har en stor tilbagegang i salget. I 2010 har man mærket en lille vending i tendensen, primært drevet af diverse tiltag for miljørigtigt byggeri og en pæn omsætningsvækst i Rusland, Nordamerika og resten af verden, mens den europæiske forretning faktisk viste et lille fald i omsætningen.

I årsrapporten for 2010 beskriver man en forventning om vækst i 2011 på 10% baseret primært på volumenvækst i forbindelse med deres opkøb i Asien i 2010.⁷¹ I halvårsrapporten for 1. halvår 2011 har

⁷¹ Årsrapport 2010, side 17

man dog opjusteret denne forventning til 15% på baggrund af at man på dette tidspunkt har set en vækst på 16% i forhold til samme periode i 2010.⁷² Denne stigning i forventningen er yderligere begrundet med at man har set tegn på fremgang på det, for Rockwool, store europæiske marked. Det er specielt i Tyskland, Frankrig og Polen og derudover har man registreret fremgang på det nordamerikanske marked, mens det russiske og de asiatiske markeder, og i særdeleshed Kina, viser stor vækst. Endda har man, som beskrevet i den strategiske analyse, været nødt til at importere til Rusland og Kina fra andre lande, for at kunne møde efterspørgslen.

Det er netop nogle af disse tendenser, vi forventer i vores strategiske analyse og derfor ser vi en forventning om 14% vækst i hele 2011 i forhold til 2010, som et fornuftigt bud på udviklingen.

Denne udvikling kunne tyde på, at Rockwool så småt er ved at have arbejdet sig ud af den økonomiske krise, specielt drevet af et stort fokus på de markeder, hvor der er stor fremgang bl.a. pga. ændring i indstillingen til bygnings- og brandregulativer, som f.eks. Rusland og Nordamerika, samt på de asiatiske markeder, hvor specielt Kina virker næsten upåvirket af krisen og derfor netop nu oplever et byggeboom, hvor man samtidig har indført mere strikse brandregulativer,⁷³ som gør netop Rockwools produkter ideelle. Derudover satser man i Rockwool på at hæve salgspriserne, for at gøre op for den indkommende inflation og prisstigninger på råvarer, men har i 1. halvår 2011 kun formået at sætte salgspriserne op, så de dækker 40% af inflationen. Derfor forventer vi at man forsøger at sætte priserne yderligere op i de kommende år, hvilket også vil have indflydelse på omsætningen.

Set i lyset af ovenstående, og de fundne forhold i den strategiske analyse, forventes Rockwool også i årene efter 2011 at kunne vise pæn salgsvækst, netop båret frem af udviklingen på især de markeder, hvor man allerede nu ser pæn fremgang. Dog forventes det at det europæiske marked for byggeri vil bremse lidt op i 2012 grundet de økonomiske problemer, der blev sat i gang af gældskrisen i Sydeuropa i anden halvdel af 2011 - og da Rockwool først mærker effekten forsinket pga. tidsforskydningen mellem starten af et byggeri og tidspunktet for isolering, vil man i 2012 mærke den fulde effekt af denne opbremsning og da Europa stadig står for en stor del af Rockwools omsætning, vil dette have stor betydning for omsætningen i 2012.

Derfor forventer vi også, som tidligere beskrevet, at Rockwools fordeling af omsætning på markeder, vil flytte sig mere i retning af at det europæiske marked vil have mindre og mindre andel af den samlede omsætning.

Man vil derfor allerede i de kommende år kunne ekspandere i specielt Kina, som er i en rivende udvikling, både via opkøb og udvidelse af den eksisterende forretning, og når så væksten i Europa kommer i gang, forventer vi rigtig pæn salgsvækst.

⁷² Halvårsrapport for 1. halvår 2011, side 3

⁷³ Halvårsrapport for 1. halvår 2011, side 3

I Europa har man dog den fordel at der satses på klimaforbedrende renovering, hvor Rockwool står stærkt, hvorfor vi forventer at man vil mærke en øget efterspørgsel pga. dette, da de europæiske regeringer vil satse på disse tiltag for at få gang i hjulene igen, når vi er ude på den anden side af gældskrisen.

Det må dog forventes at væksten bliver lavere hen mod slutningen af budgetperioden, når vi nærmer os terminalperioden, da de konkurrencemæssige fordele forventes at fortage sig over denne periode, for derefter at være udlignet i terminalperioden.

Netop terminalperioden indtræder på det tidspunkt, hvor den konkurrencemæssige fordelsperiode er overstået og derefter vil der ikke opleves overnormal vækst. Dette begrundes med at den store efterspørgsel vi forventer efter specielt brandsikre og energibesparende løsninger, med tiden vil kunne efterlignes af konkurrenter og derfor vil man kunne forvente en vækst der er som markedets. Med det sagt forventer vi stadig en vækst i den høje ende også i terminalperioden, da specielt Kina, Rusland og Nordamerika, samt evt. nye markeder, stadig vil efterspørge brandsikring og miljøforbedringer. Derfor regnes med en salgsvækst på 5% i terminalperioden. På den måde vil Rockwool fastholde sin størrelse i forhold til den samlede økonomi, hvis vi tager højde for inflation og den samlede vækst i verdensøkonomien.

På baggrund af disse forventninger, har vi opstillet følgende budget for salgets vækstrate:

Salgets vækstrate	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Salgets vækstrate	14%	9%	7%	8%	9%	11%	9%	7%	6%	5%	5%

Figur 31 - kilde: egen tilvirkning

8.1.2.2 Omsætningshastigheden for kerne netto driftsaktiver

Budgetteringen af omsætningshastigheden for kerne NDA er et vigtigt skridt i arbejdet frem mod vores proformaregnskab for den fremtidige udvikling. I dette tilfælde er det den fremtidige udvikling i Kerne NDA vi ønsker at belyse og denne beregnes som:

$$\text{Kerne NDA} = \text{salg} \times 1/\text{kerne AOH}^{74}$$

Derfor kan vi med kerne AOH i hånden beregne NDA i budgetperioden.

Prognosen af den samlede kerne AOH baseres på en prognose af de inverse omsætningshastigheder for arbejdskapital og langfristet kerne NDA. Herunder er vist den historiske udvikling i de ønskede inverse omsætningshastigheder.

⁷⁴ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 324

Kerne AOH	2006	2007	2008	2009	2010
Netto arbejdskapital/salg	0,074	0,070	0,092	0,092	0,062
Langfristet kerne NDA/salg	0,375	0,350	0,441	0,622	0,645
1/Kerne AOH	0,449	0,420	0,533	0,714	0,707

Figur 32 - kilde: egen tilvirkning

Investeringer i arbejdskapital er tæt forbundet med udviklingen i salget - og derfor regner vi med at udviklingen i denne vil følge udviklingen i salget og derfor vil netto arbejdskapital/salg forblive på et fast niveau igennem hele budgetperioden samt i terminalperioden. Vi skønner i den forbindelse at man får svært ved at fastholde det lave tal for netto arbejdskapital/salg fra 2010 fremover, da man nok vil opleve et større pres fra kunder og leverandører, hvorfor vi har valgt at budgettere med at denne vil ligge på niveau med 2006 i budgetperioden.

Sammenhængen mellem investeringer i langfristede aktiver (anlægskapital) og salget er dog sværere at forudsige, da den ikke nødvendigvis vil følge udviklingen i salget. Som tidligere beskrevet har Rockwool i 2009 og 2010 haft svært ved at skabe omsætning af deres anlægskapital pga. overkapacitet. Denne udvikling mener vi vil fortsætte i starten af budgetperioden, hvor vi samtidig forventer de vil investere i anlægsaktiver på de markeder, hvor de oplever stor fremgang, for netop at møde denne fremgang og for på den måde at undgå at skulle importere fra andre lande. Derfor forventer vi at langfristet kerne NDA/salg vil starte på samme niveau som i 2010, for derefter gradvist at falde mod et niveau, der ligger imellem 2007 og 2008, efterhånden, som man får bedre udnyttelse af kapaciteten.

Kerne AOH	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Netto arbejdskapital/salg	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078
Langfristet kerne NDA/salg	0,645	0,640	0,600	0,500	0,450	0,430	0,420	0,410	0,410	0,410	0,410
1/Kerne AOH	0,723	0,718	0,678	0,578	0,528	0,508	0,498	0,488	0,488	0,488	0,488

Figur 33 - kilde: egen tilvirkning

Herefter kan vi beregne kerne NDA. Den kommer til at fremgå af den samlede proformaopgørelse senere i opgaven.

8.1.2.3 Overskudsgraden fra salg før skat

Næste skridt i budgetteringen er herefter at budgettere overskudsgraden fra salg før skat og da vi i rentabilitetsanalysen så at driverne for denne var niveauet for de forskellige omkostninger, vil budgetteringen af overskudsgraden foregå ved at vi budgetterer de underliggende drivere og deraf får en overskudsgrad fra salget før skat. Herunder er først den historiske udvikling vist.

OG salg (før skat)	2006	2007	2008	2009	2010
Bruttoavanceprocent	67,66%	70,98%	65,21%	65,22%	64,56%
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-16,75%	-15,86%	-16,50%	-15,73%	-16,16%
Øvrige eksterne omkostninger	-10,30%	-10,83%	-10,07%	-10,93%	-10,03%
Personaleomkostninger	-23,67%	-21,25%	-23,15%	-26,60%	-24,67%
Af- og nedskrivninger	-6,22%	-4,93%	-6,36%	-8,53%	-8,43%
OG(salg) før skat	10,72%	18,12%	9,13%	3,42%	5,27%

Figur 34 - kilde: egen tilvirkning

Bruttoavanceprocenten forventes, jf. tidligere afsnit at falde en smule fra niveauet i 2010 pga. de stigende kokspriser, som fortsat presser Rockwool og som vi tidligere har beskrevet, har man ikke været i stand til at sende hele regningen videre for den indkommende inflation via højere salgspriser. Derfor forventer vi altså en lidt lavere bruttoavanceprocent. Den forventes at ligge fast i hele budgetperioden, samt i terminalperioden.

Som beskrevet tidligere har Rockwool, grundet stenulds specifikationer, haft høje transportomkostninger og har derudover været nødt til at importere til f.eks. Rusland og Kina, når fabrikkerne i nærområdet ikke har kunnet følge med. Disse problemer forventes at fortsætte i fremtiden, især da man, indtil man får udvidet kapaciteten på disse markeder, fortsat må importere fra andre lande og derfor er nødt til at transportere over store afstande. Denne effekt forventes dog opvejet af nye metoder til at kunne transportere mere ad gangen og derved nedbringe omkostningerne. Derfor forventes transportomkostningerne at fortsætte på ca. samme niveau som i perioden for den historiske analyse og vi budgetterer altså med en transportomkostning på 16,2% i hele budgetperioden samt i terminalperioden.

Øvrige eksterne omkostninger forventes at fortsætte på samme niveau som den historiske og vi budgetterer med 10,2%.

Som tidligere beskrevet har Rockwool gjort en del ud af at effektivisere i løbet af de sidste par år, for på den måde at komme styrket ud af krisen. Derfor forventer vi da også at man formår at nedbringe personaleomkostningen yderligere i forhold til 2010 og vi budgetterer derfor med en stabil personaleomkostning på 24,5% i hele budgetperioden.

Da af- og nedskrivninger forventes at være nogenlunde faste og omsætningen forventes at stige, forventer vi et lavere niveau for af- og nedskrivninger i forhold til omsætningen. Vi forventer dog, som tidligere beskrevet at man skal ud og investere i ny kapacitet i bl.a. Rusland og Kina, og derfor bliver af- og nedskrivninger stabile på et niveau lidt lavere end i 2010, men dog ikke så lavt som tidligere.

Med disse forventninger til fremtiden, kan vi nu opstille en forventning til overskudsgraden fra salg før skat.

OG salg (før skat)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Bruttoavanceprocent	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%	64,5%
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%	-16,2%
Øvrige eksterne omkostninger	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%
Personaleomkostninger	24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%	-24,5%
Af- og nedskrivninger	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%	-8,0%
OG(salg) før skat	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%

Figur 35 - kilde: egen tilvirkning

Det ses at der budgetteres med en overskudsgrad fra salg før skat på 5,6% i hele budgetperioden samt i terminalperioden.

8.1.2.4 Effektiv skatteprocent

For at finde frem til overskudsgraden fra salg efter skat, som skal bruges i værdiansættelsen, er det herefter nødvendigt at budgettere den effektive skatteprocent på overskudsgraden fra salg før skat.

Effektiv skatteprocent	2006	2007	2008	2009	2010
OG salg (før skat)	1.237	2.520	1.251	382	618
Skat herpå	394	648	400	168	236
Effektiv skatteprocent	31,9%	25,7%	32,0%	44,0%	38,1%

Figur 36 - kilde: egen tilvirkning

Den historiske udvikling og forskellen mellem den effektive skatteprocent har, ifølge skattenoterne i de officielle årsregnskaber, været drevet primært af forskellen på den danske skatteprocent og skatteprocenten i de andre lande, som Rockwool opererer i. F.eks. er selskabsskatten i USA, Tyskland, Frankrig og en del andre lande højere end i Danmark.⁷⁵ Derfor er vores forventning at den effektive skatteprocent fortsat vil ligge noget højere end den danske selskabsskatteprocent, men pga. mere handel med Rusland og Kina, hvor selskabsskatten er hhv. lavere end og på niveau med den danske, forventer vi at den effektive skatteprocent, vil komme til at ligge på et lavere niveau i 2009 og 2010. Vi budgetterer med en effektiv skatteprocent på 34%.

Herefter kan vi beregne overskudsgrad fra salg efter skat. Den kommer til at fremgå af den samlede proformaopgørelse senere i opgaven.

8.1.2.5 Andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud efter skat kan være svær for ekstern analytiker at budgettere, da den ikke har nogen præcise underliggende drivere.⁷⁶

⁷⁵ http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/217623/dansk_selskabsskat_lavere_end_oecd-snittet.html

⁷⁶ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 326

Andet driftsoverskud efter skat	2006	2007	2008	2009	2010
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Andet DO efter skat	151	173	223	168	167
Andet DO efter skat i pct.	1,3%	1,2%	1,6%	1,5%	1,4%

Figur 37 - kilde: egen tilvirkning

På baggrund af den historiske udvikling og ud fra den forudsætning at beløbene varierer med virksomhedsstørrelsen, budgetterer vi andet driftsoverskud til at ligge stabilt på 1,5% af nettoomsætningen.

8.1.3 Delkonklusion

Vi har samlet de budgetterede værdidrivere i et samlet skema, som er vedlagt i bilag 7. Med dem i hånden har vi endvidere været i stand til at lave den ønskede proformaopgørelse, som er vedlagt i bilag 8.

8.2 Kapitalomkostninger

Fastlæggelse af kapitalomkostningerne, r_{wacc} , og dermed diskonteringsfaktoren for kernetdriftsaktiviteten, foretages som et vægtet gennemsnit af de krævede efter skat afkast på alle balanceposter i den reformulerede balance på nær kerne netto driftsaktiver.⁷⁷ Derfor estimeres først de krævede efter-skat afkastkrav, for derefter til sidst at finde det vægtede gennemsnit, r_{wacc} . Dette sker efter følgende formel.

$$r_{wacc} = \sum_{i=1}^N k_i^{es} \times \frac{V_0^i}{V_0^{NDA}}^{78}$$

hvor

k_i^{es} = omkostninger ved finansiering i efter selskabsskat

V_0^i = markedsværdi af finansieringsform i

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheden

8.2.1 Afkastkrav på netto finansielle forpligtelser

Pga. det forhold at Rockwool i analyseperioden har vekslet imellem at have netto finansielle aktiver og netto finansielle forpligtelser, vurderes den historiske beregnede rente af netto finansielle forpligtelser ikke at kunne fungere som grundlag for det fremtidige afkastkrav på netto finansielle forpligtelser.

Vi vurderer at Rockwool i både budgetperioden og terminalperioden vil have netto finansielle forpligtelser, hvorfor vi kan bruge nedenstående formel til beregning af efter-skat afkastkravet på disse.

⁷⁷ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 330

⁷⁸ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 55

$$r_g = (r_f + r_s)(1-t)^{79}$$

r_f = den risikofrie rente, her benyttes rente på 10-årig statsobligation pr. 24. august 2011, 2,42%⁸⁰

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg, som vi her vurderer til at være 1,4% på baggrund af oplysningerne i note 22 i årsregnskabet for 2010, samt en forudsætning om at Rockwool, grundet deres høje soliditet, vurderes som en meget lidt risikofuld virksomhed.

t = selskabsskatteprocenten, 25%

Derfor bliver efter-skat afkastkravet på netto finansielle forpligtelser beregnet til 2,865%.

8.2.2 Afkastkrav på egenkapitalen

Afkastkravet på egenkapitalen bestemmes ved hjælp af formelen for CAPM, som er:

$$r_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f)^{81}$$

r_f = den risikofrie rente, her benyttes rente på 10-årig statsobligation pr. 24. august 2011, 2,42%

β = Beta (systematisk risiko)

$E(r_m)$ = Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = Markedets risikopræmie

8.2.2.1 Estimering af Beta

Beta er udtryk for den virksomhedsspecifikke systematiske risiko ved at investere i Rockwool og beskriver, hvordan kursen for Rockwool bevæger sig i forhold til markedet, som i dette tilfælde er defineret som OMXC20-indekset.

Hvis $\beta > 1$, betyder det at Rockwool er en mere risikofyldt investering end markedsporteføljen

Hvis $\beta = 1$, betyder det at Rockwool har samme risiko som markedsporteføljen

Hvis $0 < \beta < 1$, betyder det at Rockwool har mindre risiko end markedsporteføljen

Hvis $\beta = 0$, betyder det at Rockwool er en risikofri investering

Vi vil forsøge at estimere Beta for Rockwool både ved en benchmark-analyse i forhold til OMXC20 og vha. udtræk fra Bloomberg, som anvendes af mange analytikere verden over.

8.2.2.1.1 Betaværdi benchmark-analyse

Som tidligere nævnt, kan Beta-værdien estimeres ud fra de historiske sammenhænge mellem Rockwools aktiekurs og markedsporteføljens kurs. Her vælges, som tidligere beskrevet, OMXC20-indekset, som et passende benchmark. Der benyttes her 70 observationer af måneders ultimokurser i perioden januar 2006 til oktober 2011.

⁷⁹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 56

⁸⁰ <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1600>

⁸¹ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 51

Herefter estimeres Beta-værdien ved hjælp af lineær regression i excel, se bilag 9 for både datagrundlag og lineær regression. Her er Beta beregnet til 1,292.

8.2.2.1.2 Betaværdi Bloomberg

Derudover er indhentet data om Beta fra Bloomberg, som anvendes af mange analytikere verden over. Denne fremgår af bilag 10.

Bloombergs beregning af Beta er ligeledes foretaget ved hjælp af en lineær regression og en slags benchmark-analyse, men de anvender i modsætning til vores egen beregning andre aktiemarkeder som benchmark.

Af Bloombergs data om Beta pr. 29. juli 2011, fremgår det at de har beregnet en Beta på 1,099 ud fra 84 observationer.

8.2.2.1.3 Samlet vurdering af Beta

Da vi nu har beregnet to forskellige Beta-værdier ved de to fremgangsmåder, vil vi ved at sammenholde disse, estimere den Beta, vi vil benytte.

Pga. forskelle i de benyttede perioder for estimering og forskellige slutdatoer, vil vi finde vores Beta-værdi, som et simpelt gennemsnit mellem de to fundne værdier.

Vi vil derfor benytte en Beta-værdi på 1,196.

Denne Beta-værdi betyder altså at investering i Rockwool vil være lidt mere risikofyldt en investering i markedsporteføljen. Vi vurderer at dette er fornuftigt, da det marked Rockwool hovedsageligt opererer på, nemlig byggemarkedet, er forholdsvis konjunkturfølsomt.

8.2.2.2 Estimering af markedets risikopræmie

Risikopræmien er det tillæg, som investorer kræver, for at investere i aktier i stedet for at investere i risikofri aktiver, som i dette tilfælde er defineret som 10-årige statsobligationer.⁸²

I praksis mener vi, at den mest retvisende værdi for tillægget findes ved en rundspørge om forskellige investorers skøn over risikopræmien, da det er den mest direkte metode til at skønne risikopræmien.⁸³

En sådan rundspørge foretages hvert år af PWC (tidligere PriceWaterhouseCoopers) og i denne fra 2010 kommer de frem til en gennemsnitlig risikopræmie på 4,9%.⁸⁴

På grund af den usikkerhed, der alt andet lige har præget aktiemarkederne i løbet af 2011, vælger vi at fastsætte risikopræmien lidt højere end i PWC's undersøgelse og vi benytter derfor en risikopræmie på 5%.

8.2.2.3 Beregning af afkastkravet på egenkapitalen

På baggrund af de estimerede værdier for Beta og markedets risikopræmie, kan vi nu beregne afkastkravet på egenkapitalen.

⁸² Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 51

⁸³ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 52

⁸⁴ "Prisfastsættelse på aktiemarkedet", PWC, 2010, side 2

$$r_e = r_f + \beta \cdot (E(r_m) - r_f) \Rightarrow$$

$$r_e = 2,42\% + 1,196 \cdot 5\% = 8,40\%$$

8.2.3 Afkastkrav på andre finansieringsformer

Efter beregning af afkastkravet på egenkapitalen, kan vi nu estimere afkastkravene på de to resterende balanceposter fra den reformulerede balance; minoritetsinteresser og aktier i associerede virksomheder.

8.2.3.1 Afkastkrav på minoritetsinteresser

Afkastkravet på minoritetsinteresserne skønnes at ligge tæt op ad afkastkravet på egenkapitalen og fastsættes derfor til 8%.

8.2.3.2 Afkastkrav på aktier i associerede virksomheder

Som med afkastkravet på minoritetsinteresser, skønnes afkastkravet på aktier i associerede virksomheder at ligge tæt op ad afkastkravet på egenkapitalen og er derfor fastsat til 8%. Da det skal være efter-skat afkastkrav skal den dog reguleres for selskabsskatten og derfor findes afkastkravet her som:

$$8\% \times (1 - 0,25) = 6\%.$$

8.2.4 Vægtede kapitalomkostninger

Da vi nu har fundet frem til de forskellige afkastkrav på balanceposterne i den reformulerede balance, kan vi beregne de vægtede kapitalomkostninger, r_{wacc} , som samtidig er vores diskonteringsfaktor i den endelige værdiansættelse.

Kapitalomkostningerne vægtes, som tidligere beskrevet, ud fra markedsværdierne af alle balanceposter i den reformulerede balance på nær kerne netto driftsaktiver. Vi anvender her vægtene ultimo 2010, da det forventes at Rockwool ikke ændrer sin kapitalstruktur væsentligt fremover, da man som tidligere beskrevet har en målsætning om en fortsat meget høj soliditet.

8.2.4.1 Markedsværdi af egenkapital

Markedsværdien af egenkapitalen er beregnet som antal aktier gange lukkekurs pr. 31. december 2010.

Markedsværdi egenkapital			
Type	Antal	Kurs ultimo 2010	Værdi
A-aktier	13.072.800	711,50	9.301.297.200
B-aktier	8.902.123	695,00	6.186.975.485
			<u>15.488.272.685</u>

Figur 38 - kilde: egen tilvirkning

Altså er markedsværdien af Rockwools egenkapital 15.488 mio. kr. pr. 31. december 2010.

8.2.4.2 Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

Netto finansielle forpligtelser, er ifølge Rockwools officielle årsrapport for 2010, note 32, optaget i balancen til amortiseret dagspris, som forudsættes tæt på dagsværdien. Værdien pr. 31. december 2010 er 420 mio. kr.

8.2.4.3 Markedsværdi af minoritetsinteresser

Markedsværdien af minoritetsinteresserne fastsættes ud fra P/B (pris/bogført værdi) af egenkapitalen - altså hvor meget større markedsværdien af egenkapitalen er end den bogførte værdi.

$P/B (\text{egenkapitalen}) = 15.488 \text{ mio. kr.} / 8.473 \text{ mio. kr.} = 1,8$

Derfor fastsættes markedsværdien af minoritetsinteresser, som den bogførte værdi gange denne P/B.

Markedsværdi (minoritetsinteresser) = $212 \text{ mio. kr.} \times 1,8 = 361,6 \text{ mio. kr.}$

8.2.4.4 Markedsværdi af aktier i associerede virksomheder

Denne markedsværdi beregnes efter samme metode som markedsværdien for minoritetsinteresser, hvorfor den er beregnet til 513 mio. kr.

8.2.4.5 Beregning af vægtede kapitalomkostninger

Da vi nu har markedsværdien af alle balanceposterne fra den reformulerede balance, kan vi beregne de vægtede kapitalomkostninger. Dette foretages i nedenstående skema, som følger opstillingen i Ole Sørensen: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 331.

Mio. kr.		Vægt	Afkastkrav
Markedsværdi af kerne netto driftsaktiviteten	<u>15.777</u>		
Netto finansielle forpligtelser	420,0	0,027	2,87%
Minoritetsinteresser	381,6	0,024	8,00%
Aktier i associerede virksomheder	-513,0	-0,033	6,00%
Markedsværdi EK	<u>15.488,3</u>	0,982	8,40%
Nettogæld og andre fordringer fratrasket			
ikke-driftsmæssige aktiver	<u>15.777</u>	1,000	8,32%

Figur 39 - kilde: egen tilvirkning

Altså er vores vægtede kapitalomkostning, $r_{wacc} = 8,32\%$.

8.3 Værdiansættelse

Da vi nu har budgetteret og estimeret alle de forudsætninger, vi har brug for, for at kunne foretage den egentlige værdiansættelse, vil vi nu fortsætte med denne.

Som beskrevet i afsnit 4.3.2 om model- og metodevalg, har vi valgt at værdiansætte Rockwool ved hjælp af FCFF-modellen, hvor vi finder nutidsværdien af alle de fremtidige cash-flows i både budgetperioden og terminalperioden ved hjælp af formlen herunder:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

85

I den forbindelse findes de frie cash-flows, som tidligere beskrevet, som $FCF = DO - \Delta NDA$.

Derefter tilbagediskonteres de til nutidsværdi ved hjælp af WACC, de vægtede kapitalomkostninger, som vi tidligere har estimeret.

Til den værdi tillægges og fratrækkes de ting, som ikke er budgetteret. Det er altså alt det, der ikke er en del af kernerdriftsaktiviteten. Der tillægges markedsværdien af de ikke-driftsmæssige aktiver for at finde den samlede virksomhedsværdi og herfra trækkes markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser og minoriteter for at finde frem til egenkapitalværdien. Derefter deles denne med antal aktier i alt for at finde frem til værdi pr. aktie.

Den samlede værdiansættelse er vist i bilag 11, men herunder er vist hovedtallene.

<u>Mio. kr.</u>	<u>2010</u>
PV FCFF t.o.m. 2020	3.798
PV af TV	10.805
PV af kerne driftsaktivitet	<u>14.603</u>
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver	<u>513</u>
Virksomhedsværdi	15.116
- Netto finansielle forpligtelser	420
- Minoriteter	<u>382</u>
Egenkapitalværdi	14.315
Værdi pr. aktie (21,975)	651,40

Figur 40 - kilde: egen tilvirkning

⁸⁵ Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", side 36

For at have et fornuftigt sammenligningsgrundlag, vil vi finde den samlede kursværdi af Rockwools egenkapital pr. 24. august 2011. Dette gøres ved at finde den summen af de samlede værdier af A-aktierne og B-aktierne pr. denne dato og derefter dele dette med antal aktier.

Kursen på A-aktien pr. 24. august 2011 var 520,00.

Kursen på B-aktien pr. 24. august 2011 var 477,70.

Tal i mio.			
Kurs 24-8-2011		Antal	
A-aktie	520,00	13,073	6.797,86
B-aktie	477,70	8,902	<u>4.252,54</u>
I alt		21,975	<u>11.050,40</u>
Værdi pr. aktie			
(21,975)			502,86

Figur 41 - kilde: egen tilvirkning

Altså kommer vi frem til en fair value pr. 24. august 2011 på kr. 651,40 pr. aktie, mens den gennemsnitlige kursværdi var kr. 502,86 pr. aktie. Dette indikerer altså et potentiale på næsten 30% i forhold til lukkekurserne den 24. august 2011.

Baggrunden for denne lavere værdi end den fundne fair value, er selvfølgelig svær helt at finde frem til, men det kan skyldes at andre investorer og analytikere har lavere forventninger til bl.a. salgsvækst end det vi har budgetteret med i vores værdiansættelse.

Dette kan skyldes mange ting, men f.eks. forskelle i tilgængelig information o. lign. kan have stor indvirkning på de samlede forventninger til fremtiden.

De forskelle i forudsætninger og forventninger, der kan ligge til grund for forskellen mellem værdierne, vil vi forsøge at udforske nærmere i næste afsnit om følsomhedsanalyse.

Derudover kan forhold, som den generelle dårlige stemning på aktiemarkedet pga. frygt for gældskrises, recession og andet, spille ind og gøre at investorer på aktiemarkedet har solgt ud af deres aktiebeholdninger og sat deres penge i mere risikofrie investeringer, som obligationer, eller andre aktiver, der normalt forventes at stige i krisetider, som f.eks. guld.

Dette kan også skyldes at krisen har medført likviditetsproblemer mange steder, hvorfor nogen kan være tvunget til at sælge ud af deres beholdning.

Det er i den forbindelse nævneværdigt at kursen på Rockwools B-aktie er faldet meget i løbet af 2011 fra et niveau på kr. 695 pr. aktie den 31. december 2010, til altså kr. 477,70 pr. aktie den 24. august på trods af at omsætningen har vist fine fremskridt i løbet af 1. halvår 2011.

8.4 Følsomhedsanalyse

Da vi nu har et tal for egenkapitalværdien på baggrund af de forudsætninger og forventninger vi har stillet, kan det herefter være interessant at se på, hvad ændringer i de væsentligste forudsætninger og forventninger, vil betyde for kursværdien.

Dette sker både for at finde frem til en mulig årsag til den fundne forskel i værdi, samt for at finde frem til hvor følsom den fundne værdi er overfor ændringer i forudsætninger, som f.eks. hvis den økonomiske krise bider sig endnu mere fast.

Vi vælger her at foretage følsomhedsanalysen for de forudsætninger, der kunne være mest tvivl om og dermed hvilken ændringer i den endelige egenkapitalværdi, ændringer i disse medfører.

Vi vælger derfor at foretage følsomhedsanalyse ud fra ændringer i følgende forudsætninger og der ses dermed bort fra at analysere på ændringer i alle andre forudsætninger.

- Beta
- Terminalvækst

Med hensyn til Beta har vi valgt at kigge på, hvor meget den beregnede slutkurs ændrer sig, hvis vi benytter enten den Beta-værdi vi selv beregnede eller den vi indhentede fra Bloomberg, i stedet for at bruge det simple gennemsnit af de to.

Med hensyn til terminalvæksten har vi valgt at se på, hvor meget slutkursen ændres, hvis vi havde budgetteret med en lavere hhv. højere terminalvækst.

Nedenfor er vist de nye slutkurser ved ændring af de ovenstående forudsætninger.

Ændring i slutkurs	Terminalvækst				
Beta	3%	4%	5%	6%	7%
1,099	594,21	645,81	733,69	916,84	1.533,52
1,196	555,33	592,25	651,40	761,52	1.038,36
1,292	523,15	549,72	590,31	659,96	807,35

Figur 42 - kilde: egen tilvirkning

Som det ses, ændrer den endelige slutkurs sig pænt, både ved ændring af Beta og terminalvækst. Men i ingen af tilfældene får vi dog en endelig slutkurs, der ligger under den faktiske egenkapitalværdi pr. 24. august 2011.

Følsomhedsanalysen viser os, at bare små ændringer i de væsentlige forudsætninger, giver en pæn forskel i den endelige fair value, hvorfor det ikke er mærkeligt at vores fundne værdi er forskellig fra den faktiske egenkapitalværdi den 24. august 2011. Der skal ikke et meget mindre optimistisk syn på fremtiden for Rockwool til, før vi er tæt på den faktiske slutkurs.

På baggrund af den foretagne følsomhedsanalyse, vurderes det dog at konklusionen om at Rockwools egenkapitalværdi, ud fra vores forventninger, er undervurderet pr. 24. august 2011, ikke er følsom overfor ændringer i de væsentligste forudsætninger.

8.5 Delkonklusion

Sidste del af opgaven var, jf. afsnit 4 om model- og metodevalg, den endelige værdiansættelse, som er foretaget på baggrund af den proformaopgørelse, vi tidligere opstillede på grundlag af de fundne forhold i den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Værdiansættelsen er foretaget med FCFF-modellen. De fundne fremtidige pengestrømme fra driftsaktiviteten, blev i værdiansættelsen tilbagediskonteret til nutidsværdi ved hjælp af den såkaldte r_{wacc} , som er et vægtet gennemsnit af Rockwools kapitalomkostninger.

Til nutidsværdien af disse pengestrømme blev derefter lagt markedsværdien af de ikke-driftsmæssige aktiver for at finde virksomhedsværdien, hvorefter markedsværdien af netto finansielle forpligtelser og minoritetsinteresser blev trukket fra, for at finde frem til egenkapitalværdien.

Igennem værdiansættelsen af Rockwool ved hjælp af FCFF-modellen kom vi frem til en egenkapitalværdi, som svarer til en værdi pr. aktie på kr. 651,40.

Den faktiske egenkapitalværdi pr. 24. august 2011, blev derefter beregnet til kr. 502,86, som et vægtet gennemsnit af A-aktien og B-aktiens lukkekurs.

Vores værdiansættelse indikerer altså et potentiale i den samlede egenkapitalværdi på knap 30%.

Denne forskel i værdi skyldes sandsynligvis at vores bud på den fremtidige udvikling er mere optimistisk end den forventning, der er konsensus på markedet. Vi mener dog at vi har opstillet en realistisk forventning ud fra de forhold, vi har fundet frem til i de tidligere analyser.

Der kan udover forskel i forudsætninger og forventninger også være indregnet noget støj i den faktiske kurs, i forbindelse forskellige forhold på aktiemarkedet, som f.eks. at nogle investorer er blevet afskrækket fra at investere i aktier efter de turbulente tider, vi har oplevet eller at nogle har været tvunget til at sælge ud som konsekvens af likviditetsmangel.

For at forsøge at belyse de forskelle i den beregnede egenkapitalværdi, ændringer i de opstillede forudsætninger og forventninger, ville give, foretog vi herefter en følsomhedsanalyse, som beskæftigede sig med ændringer i Beta-værdien og salgsvæksten i terminalperioden. Ændringer i Beta-værdien ændrer vores diskonteringsfaktor r_{wacc} og ændringer i væksten i terminalperioden ændrer værdien af terminalperioden, som er tillagt en stor betydning i FCFF-modellen.

Ud fra følsomhedsanalysen fandt vi dog at selvom vi ændrede Beta til et højere niveau og samtidig ændrede terminalvæksten til et noget lavere niveau, ligger vores egenkapitalværdi stadig over den faktiske egenkapitalværdi pr. 24. august 2011.

9. Hovedkonklusion

Denne opgaves formål har været at finde frem til en estimeret værdi af Rockwool international A/S pr. 24. august 2011 og at sammenholde denne med den aktuelle markedsværdi for derigennem at se om værdien af Rockwool er under- eller overvurderet.

Vi har beregnet værdien af Rockwool gennem dels en strategisk analyse og dels en regnskabsanalyse, for at få grundlag for de forudsætninger vi har værdiansat Rockwool efter. Værdien af Rockwools egenkapital er beregnet via FCFF-modellen, og ud fra antal udstedte aktier, er der beregnet en slutkurs for en Rockwool aktie pr. 24. august 2011.

Konklusionen, under vores forudsætninger er, at Rockwool aktien er undervurderet. Markedsværdien gennemsnitligt på en Rockwool aktie pr. 24. august 2011 var 502,86 kr. hvor vi igennem vores værdiansættelse har beregnet en fair værdi på 651,40 kr. pr. aktie. En forskel på 148,54 kr. eller næsten 30%.

Denne forskel kan være et udtryk for forskel i de forudsætninger og forventninger til den fremtidige udvikling, der ligger til grund for hhv. vores og markedets værdiansættelse. Som beskrevet ovenfor er vores forventninger til fremtiden udviklet igennem en strategisk analyse af de muligheder og trusler i Rockwools omverden samt de styrker og svagheder internt i Rockwool, hvor vi har belyst de forhold, der vil være med til at drive udviklingen for Rockwool fremover, samt en regnskabsanalyse af den historiske udvikling i Rockwools finansielle stilling.

De to analyser er derefter sammenholdt, for på den måde at fremskrive de historiske finansielle regnskabstal til en forventning til en fremtidig udvikling i indtjeningen fra driften. Denne fremtidige udvikling er derefter tilbagediskonteret, for at finde nutidsværdien af disse.

Den strategiske analyse:

Formålet med den strategiske analyse var at finde frem til de ikke-finansielle værdidrivere, som kan tænkes at have indflydelse på de finansielle værdidrivere i fremtiden, for på den måde at danne grundlaget for en forventning om den fremtidige udvikling.

Den strategiske analyse er opdelt i først en analyse af de eksterne forhold og dernæst de interne forhold, der har betydning for Rockwools værdiskabelse.

Den eksterne analyse er sammensat af en PEST(EL)-analyse, som beskriver forhold på samfundsniveau og en Porter's Five Forces-analyse, som beskriver konkurrencesituationen i isoleringsbranchen.

Situationen på samfundsniveau har afgørende betydning for Rockwools indtjening og fremtid. Den generelle økonomiske situation i verden er fortsat svær at vurdere, der er kommet mere tillid, men samtidig er der opstået problemer i euro-zonen. Dette skaber usikkerhed om, hvorvidt der vil komme vækst i de kommende år, eller om vi kan komme i en situation med negativ vækst, det såkaldte "double-dip".

I forbindelse med krisen og at der er kommet øget fokus på miljøet, har mange regeringer lavet støtteordninger, til renoveringer af eksisterende bygninger. Dette sker for at reducere CO₂ udslip og samtidig øge beskæftigelsen.

I tråd med ovenstående er det forventningen at der fortsat kommer flere klimaaftaler og lovgivning (både vedr. miljø og brandsikkerhed) på de enkelte markeder.

Den lave rente, har givet både virksomheder og almindelige borger mulighed for at få lavet energirenoveringer. Både Rockwool og udlånsvirksomheder har lavet beregningsmodeller, der viser hvornår en investering er sparet hjem.

Fremgang vil også betyde øget efterspørgsel på råvarer, og med den hårde konkurrence på markedet er det tvivlsomt, om Rockwool ville kunne lægge hele stigningen over på salgsprisen.

Udover situationen på samfundsniveau, har konkurrencesituationen på markedet også stor betydning for Rockwools fremtidige værdiskabelse.

Der er tale om et marked præget af hård konkurrence, der er mange udbydere og de substituerende produkter har bidt sig godt fast i et par af de store markeder.

Det er derudover omkostningstungt for Rockwool at erobre nye markedsandele, da de enten skal opføre en fabrik selv eller lave opkøb på de pågældende markeder, da det ikke er rentabelt at transportere stenuld over større strækninger, med nuværende pakke teknologi.

Køberne vurderes til at have en rimelig stor forhandlingsstyrke, da der netop er et stort antal udbydere. Leverandørernes forhandlingsstyrke er derimod rimelig begrænset, Rockwool aftager store mængder, og laver langvarige kontrakter.

Branchen er rimelig beskyttet da den stille meget store krav til nye indtrængere, i form af kapital, know how og etablering.

Vi mener branchen er attraktiv og står overfor fortsat vækst, der er masse af profit at hente.

For at runde den strategiske del af, kigger vi på de interne forhold hos Rockwool. Det er her interessant at finde frem til de kernekompetencer, der kan give Rockwool konkurrencemæssige fordele. Den interne analyse er foretaget med både en analyse af Rockwools ressourcer og kompetencer, samt en analyse af hvor i deres værdikæde værdiskabelsen primært sker.

Rockwools gearingspolitik ser vi som en styrke, særligt som den økonomiske situation er i omverdenen. Med en soliditetsgrad på over 70%, er Rockwool godt polstret til dårligere resultater, også selvom dette ikke er vores forventning.

Rockwool har haft problemer med at tilpasse kapacitet i takt med at markedet og efterspørgslen har ændret sig. Vi ser de lider under enten over/eller under kapacitet når der kommer større ændringer i markedet, det koster dem på bundlinjen. Dette betyder også at de i perioder har været nødt til at importere til f.eks. Kina og Rusland fra andre lande for at møde efterspørgslen. Dette medfører forhøjede omkostninger til transport.

Derudover ser vi en kernekompetence i Rockwools udviklingsafdeling, hvilket betyder at Rockwool er førende indenfor deres sortiment, ligesom de gennemsnitligt får 144 nye patenter årligt. Denne udvikling

er både af produkter og af produktionen, som man ønsker, skal være mest mulig effektiv og samtidig miljørigtig.

Vi mener også at Rockwools BuildDesk-gruppe kan give konkurrencemæssige fordele, da man herigennem kan rådgive kunder omkring byggeri og miljørigtige løsninger og dermed tilbyde en komplet løsning, som konkurrenterne ikke kan tilbyde.

Regnskabsanalyse:

Formålet med regnskabsanalysen er at finde frem til de faktorer, finansielle værdidrivere, der primært har drevet forrentningen af egenkapitalen, ROE.

Generelt kan vi sige at de seneste 5 år som vi har gennemgået, har været lidt turbulent i kraft af ekstrem vækst indtil 2007 og så finanskrisen indtræden i 2008, som først rigtig kom til udtryk 2009.

Som nævnt har Rockwool haft svært ved at få reduceret omkostninger og kapacitet i forbindelse, med nedgangen i markedet.

Vi fandt ud af at ROE primært er drevet af ROIC, udviklingen af de to er dermed flugtes af. ROIC har primært været drevet af OG, og kun i mindre grad af AOH.

Det har primært været OG fra salg, der har drevet udviklingen i OG.

Faldet i omsætningen har selvfølgelig haft en stor betydning, men også andre forhold spiller ind.

I analysen af de underliggende drivere for OG fandt vi frem til at Rockwool har været under stor påvirkning af de stigende råvarepriser, som man ikke har haft held med at fakturere videre til kunderne, hvorfor vi har observeret et fald i bruttoavanceprocenten.

Derudover fandt vi ud af det har været svært for Rockwool at tilpasse sig den nye situation efter starten på krisen, da det ikke er så nemt at tilpasse produktionen til en pludselig lavere efterspørgsel, da man ikke kan fyre personale fra den ene dag til den anden og derudover ikke kan komme af med af- og nedskrivninger, da man ikke kan komme af med fabrikker og andet. Det er primært disse faktorer der har drevet udviklingen i overskudsgraden, som sammen med AOH har drevet udviklingen i ROIC.

Værdiansættelse:

Sidste del af opgaven er den endelige værdiansættelse, som er foretaget på baggrund af den proformaopgørelse, vi har opstillet på grundlag af de fundne forhold i den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Værdiansættelsen er foretaget med FCFF-modellen. De fundne fremtidige pengestrømme fra driftsaktiviteten, blev i værdiansættelsen tilbagediskonteret til nutidsværdi ved hjælp af den såkaldte r_{wacc} , som er et vægtet gennemsnit af Rockwools kapitalomkostninger.

Til nutidsværdien af disse pengestrømme blev derefter lagt markedsværdien af de ikke-driftsmæssige aktiver for at finde virksomhedsværdien, hvorefter markedsværdien af netto finansielle forpligtelser og minoritetsinteresser blev trukket fra, for at finde frem til egenkapitalværdien.

Igennem værdiansættelsen af Rockwool ved hjælp af FCFF-modellen kom vi frem til en egenkapitalværdi, som svarer til en værdi pr. aktie på kr. 651,40.

Den faktiske egenkapitalværdi pr. 24. august 2011, blev derefter beregnet til kr. 502,86, som et vægtet gennemsnit af A- og B-aktiernes lukkekurs.

Vores værdiansættelse indikerer altså et potentiale i den samlede egenkapitalværdi på knap 30%.

Denne forskel i værdi skyldes sandsynligvis at vores bud på den fremtidige udvikling er mere optimistisk end den forventning, der er konsensus på markedet. Vi mener dog at vi har opstillet en realistisk forventning ud fra de forhold, vi har fundet frem til i de tidligere analyser.

Der kan udover forskel i forudsætninger og forventninger også være indregnet noget støj i den faktiske kurs, i forbindelse forskellige forhold på aktiemarkedet, som f.eks. at nogle investorer er blevet afskrækket fra at investere i aktier efter de turbulente tider, vi har oplevet eller at nogle har været tvunget til at sælge ud som konsekvens af likviditetsmangel.

For at forsøge at belyse de forskelle i den beregnede egenkapitalværdi, ændringer i de opstillede forudsætninger og forventninger, ville give, foretog vi herefter en følsomhedsanalyse, som beskæftigede sig med ændringer i Beta-værdien og salgsvæksten i terminalperioden. Ændringer i Beta-værdien ændrer vores diskonteringsfaktor r_{wacc} og ændringer i væksten i terminalperioden ændrer værdien af terminalperioden, som er tillagt en stor betydning i FCFF-modellen.

Ud fra følsomhedsanalysen fandt vi dog at selvom vi ændrede Beta til et højere niveau og samtidig ændrede terminalvæksten til et noget lavere niveau, ligger vores egenkapitalværdi stadig over den faktiske egenkapitalværdi pr. 24. august 2011.

10. Litteraturliste

Bøger:

- Johnson, Gerry; Scholes, Kevan; Whittington, Richard (2008): "Exploring Corporate Strategy", 8th Edition, Prentice Hall
- Ole Sørensen; Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, 3.udgave, Gjellerup
- Jens O. Elling; Finansiell Rapportering - teori og regulering, 2.udgave, Gjellerup
- John Eli Andersen, Ove Hedegaard, Helle Laurtisen; Grundlæggende Erhvervsøkonomi, 3. udgave, Jurist- og økonomforbundets forlag
- Anthony Henry; Understanding Strategic Management, Oxford
- Jørgen Lægaard, Mikkel Vest; Strategi i vindervirksomheder, Jyllands-Postens forlag
- Michael E. Porter: Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance, 1985
- Michael E. Porters; Competitive Strategy: Techniques for Analysing Industries and Competitors, 1980.

Artikler:

- Dansk Byggeri, EU direktiv lover godt for byggeriet, 22.juni 2011
- Euroconstruct, 17 jun, 2011 Euroconstruct-konferencen i Helsinki, Finland
- Berlingske, Oliepriser styrtdykker, 23. juni 2011
- TV2 finans, Rockwool/dir: Positiv effekt af faldende kokspriser, 10. december 2008
- Børsen, Kunder anklager Rockwool for arrogance, 21. april 2008
- Berlingske Nyhedsmagasin, Krisen gør Rockwool mere global, 10. september 2010
- Børsen Forum, Konceptuel kommunikation - udvikling af indkøbsfunktionen på Rockwool, november 2006

Anden litteratur:

- Reklamefolder fra Rockwool "Forskelle der tæller"
- Rockwool SRI Roadshow Paris 10 june 2011
- Rockwool Årsrapport 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010
- Rockwool halvårsrapport 1. Halvår 2011
- Regeringsgrundlaget 2011

Internet kilder:

- Danskbyggeri
- Rockwool.dk
- Rockwool.com
- <http://www.rockwool.dk/om+rockwool/rockwool+koncernen>
- <http://www.rockwool.dk/nyheder+og+presse/pressemeddelelser+og+nyheder?presse=6254>
- <http://www.rockwool.com/about+the+group/mission+and+values>

- <http://www.rockwool.com/about+the+group/the+group+in+brief/history>
- <http://www.rockwool.dk/b%3a6redygtighed/global+ansvarlighed/byggeri+i+et+b%3a6redygtigt+perspektiv>
- <http://www.ebst.dk/bygningsreglementet.dk>
- <http://www.danskbyggeri.dk/presse+-c12-+politik/presse+-c12-+politik/temaer/v%c3%a6kst+og+velf%c3%a6rd/klima+-c12-+energi/eu-direktiv+lover+godt+for+byggeriet>
- <http://www.b.dk/globalt/oliepriser-styrtdykker>
- <http://finans-dyn.tv2.dk/nyheder/article.php/id-19043242:rockwooldir-positiv-effekt-af-faldende-kokspriser.html>
- http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/130326/kunder_anklager_rockwool_for_arrogance.html
- http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/217623/dansk_selskabsskat_lavere_end_oecd-snittet.html
- <http://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1600>
- Bloomberg.com

11. Fordeling af områder

Da opgaven er skrevet af to studerende, skal der ifølge vejledningen udarbejdes en opgørelse af, hvem der har skrevet hvad. Nedenstående opdeling er foretaget ud fra indholdsfortegnelsen og har dermed alle underafsnit med.

Hovedforfatteren er anført ud for de enkelte kapitler, men begge parter har selvfølgelig været en del af skriveprocessen på **alle** afsnit.

1. Indledning.....	Begge
2. Problemformulering.....	Begge
3. Afgrænsning	Begge
4 Model- og metodevalg	Mikkel
4.1 Strategisk analyse.....	Mikkel
4.1.1 Analyse af eksterne forhold	Mikkel
4.1.1.1 Analyse på samfundsniveau	Mikkel
4.1.1.2 Analyse på brancheniveau.....	Mikkel
4.1.2 Analyse af interne forhold	Mikkel
4.1.2.1 Analyse af ressourcer og kompetencer.....	Mikkel
4.1.2.2 Værdikædeanalyse	Mikkel
4.1.3 SWOT-analyse	Mikkel
4.2 Regnskabsanalyse	Mikkel
4.2.1 Reformulering.....	Mikkel
4.2.2 Rentabilitetsanalyse	Mikkel
4.2.4 Analyse af vækst og permanente overskud	Mikkel
4.3 Værdiansættelse.....	Mikkel
4.3.1 Budgettering	Mikkel
4.3.1.1 Budgetperiode	Mikkel
4.3.2 Værdiansættelse	Mikkel
4.4 Konklusion.....	Mikkel
5 Præsentation af Rockwool International A/S.....	Jacob
5.1 Historie	Jacob
5.2 Rockwool i dag	Jacob
5.2.1 Ejerstruktur	Jacob
5.2.2 Ledelse og organisation	Jacob
5.2.3 Vision, mission, mål og værdier	Jacob
5.2.4 Forretningsområder	Mikkel
5.2.4.1 Isoleringssegmentet inkl. BuildDesk	Mikkel
5.2.4.2 Systems Division	Mikkel
6. Strategisk analyse	Begge

6.1 Ekstern analyse.....	Begge
6.1.1 PEST(EL) analyse	Jacob
6.1.1.1 Politiske forhold.....	Jacob
6.1.1.2 Økonomiske forhold	Jacob
6.1.1.2.1 Råvarepriser.....	Jacob
6.1.1.2.2 Byggebranchen	Jacob
6.1.1.2.3 Valutakurs	Jacob
6.1.1.2.4 Renteniveau.....	Jacob
6.1.1.3 Socio-kulturelle forhold.....	Jacob
6.1.1.4 Teknologiske forhold	Jacob
6.1.1.5 Miljømæssige forhold	Jacob
6.1.1.6 Lovmæssige forhold	Jacob
6.1.1.7 Delkonklusion	Jacob
6.1.2 Brancheanalyse (Porters Five Forces)	Jacob
6.1.2.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	Jacob
6.1.2.2 Substituerende produkter	Jacob
6.1.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke	Jacob
6.1.2.4 Potentielle nye konkurrenter	Jacob
6.1.2.5 Konkurrenceintensitet i branchen	Jacob
6.1.2.6 Delkonklusion	Jacob
6.2 Intern analyse	Begge
6.2.1 Ressourcer og kompetencer	Jacob
6.2.1.1 Tærskelressourcer	Jacob
6.2.1.2 Tærskelkompetencer.....	Jacob
6.2.1.3 Unikke ressourcer	Jacob
6.2.1.4 Kernekompetencer	Jacob
6.2.1.5 Delkonklusion	Jacob
6.2.2 Værdikædeanalyse	Mikkel
6.2.2.1 Primære aktiviteter	Mikkel
6.2.2.1.1 Indgående logistik.....	Mikkel
6.2.2.1.2 Produktion.....	Mikkel
6.2.2.1.3 Udgående logistik	Mikkel
6.2.2.1.4 Salg og marketing	Mikkel
6.2.2.1.5 Service	Mikkel
6.2.2.2 Support aktiviteter	Mikkel
6.2.2.2.1 Virksomhedens administrative opbygning	Mikkel
6.2.2.2.2 Human ressource management	Mikkel
6.2.2.2.3 Teknologisk udvikling.....	Mikkel

6.2.2.2.4 Indkøb	Mikkel
6.2.2.3 Delkonklusion	Mikkel
6.3 SWOT-analyse.....	Begge
6.3.1 Delkonklusion	Begge
7. Regnskabsanalyse.....	Begge
7.1 Analyse af revisionspåtegning og anvendt regnskabspraksis	Mikkel
7.2 Reformulering	Begge
7.2.1 Reformulering af egenkapitalen	Begge
7.2.2 Reformulering af balancen	Begge
7.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen	Begge
7.2.4 Delkonklusion	Begge
7.3 Rentabilitetsanalyse	Begge
7.3.1 Udvikling i ROE.....	Mikkel
7.3.2 Niveau 1: Opdeling af driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter og finansiel gearing	Mikkel
7.3.3 Niveau 2: Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet.....	Mikkel
7.3.4 Niveau 3: Analyse af underliggende drivere	Jacob
7.3.4.1 Analyse af underliggende drivere for OG	Jacob
7.3.4.2 Analyse af underliggende drivere for AOH	Jacob
7.3.5 Delkonklusion	Mikkel
7.4 Analyse af vækst og permanente overskud	Jacob
7.4.1 Delkonklusion	Begge
7.5 Delkonklusion regnskabsanalyse.....	Mikkel
8. Værdiansættelse	Begge
8.1 Budgettering	Begge
8.1.1 Budgetperiode	Begge
8.1.2 Budgettering	Begge
8.1.2.1 Salgets vækstrate	Begge
8.1.2.2 Omsætningshastigheden for kerne netto driftsaktiver.....	Begge
8.1.2.3 Overskudsgraden fra salg før skat.....	Begge
8.1.2.4 Effektiv skatteprocent	Begge
8.1.2.5 Andet driftsoverskud efter skat	Begge
8.1.3 Delkonklusion	Begge
8.2 Kapitalomkostninger.....	Mikkel
8.2.1 Afkastkrav på netto finansielle forpligtelser	Mikkel
8.2.2 Afkastkrav på egenkapitalen	Mikkel
8.2.2.1 Estimering af Beta	Mikkel
8.2.2.1.1 Betaværdi benchmark-analyse.....	Mikkel
8.2.2.1.2 Betaværdi Bloomberg	Mikkel

8.2.2.1.3 Samlet vurdering af Beta	Mikkel
8.2.2.2 Estimering af markedets risikopræmie.....	Begge
8.2.2.3 Beregning af afkastkravet på egenkapitalen.....	Mikkel
8.2.3 Afkastkrav på andre finansieringsformer.....	Mikkel
8.2.3.1 Afkastkrav på minoritetsinteresser	Mikkel
8.2.3.2 Afkastkrav på aktier i associerede virksomheder	Mikkel
8.2.4 Vægtede kapitalomkostninger	Begge
8.2.4.1 Markedsværdi af egenkapital	Begge
8.2.4.2 Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	Begge
8.2.4.3 Markedsværdi af minoritetsinteresser	Begge
8.2.4.4 Markedsværdi af aktier i associerede virksomheder	Begge
8.2.4.5 Beregning af vægtede kapitalomkostninger	Mikkel
8.3 Værdiansættelse	Begge
8.4 Følsomhedsanalyse	Mikkel
8.5 Delkonklusion	Mikkel
9. Hovedkonklusion.....	Begge
10. Litteraturliste.....	Begge
11. Fordeling af områder.....	Begge
Bilag.....	Begge

Bilag

BILAG 1

Officiel egenkapitalopgørelse						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital pr. 1.1	4.501	5.075	6.033	7.777	7.964	8.228
Valutakursregulering	104	8	31	-552	129	229
Valutakursregulering af minoritetsinteresser	4	-2	-6	-38	-10	20
Skat af egenkapitalbevægelser	26	-26	-2	0	14	0
Foreslået udbytte	103	208	312	207	207	207
Overført resultat	471	742	1.654	797	115	305
Regulering af finansielle instrumenter	0	10	6	26	-50	-3
Minoritetsinteresser	28	19	94	76	28	25
Totalindkomst	736	959	2.089	516	433	783
Handel med egne kapitalandele	-32	27	-150	-72	5	17
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	4	8	13	36	28	18
Froskydning mellem majoritet og minoritet	0	0	0	0	0	-54
Froskydning mellem majoritet og minoritet	0	0	0	0	0	54
Betalt udbytte til aktionærer	-136	-104	-209	-313	-207	-207
Betalt udbytte til minoritetsinteresser	0	0	0	0	0	-52
Til-/afgang af minoritetsandele	2	68	0	20	5	4
Egenkapital pr. 31.12	5.075	6.033	7.777	7.964	8.228	8.791

Reformuleret egenkapitalopgørelse						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Egenkapital pr. 1.1	4.520	5.056	5.921	7.565	7.658	7.871
Transaktioner med ejere:						
Handel med egne kapitalandele	-32	27	-150	-72	5	17
Forskydning mellem majoritets og minoritet	0	0	0	0	0	54
Betalt udbytte til aktionærer	-136	-104	-209	-313	-207	-207
Transaktioner med ejere i alt	-167	-77	-358	-385	-202	-136
Totalindkomst:						
Overført resultat	471	742	1.654	797	115	305
Foreslået udbytte	103	208	312	207	207	207
Valutakursregulering	104	8	31	-552	129	229
Regulering af finansielle instrumenter	0	10	6	26	-50	-3
Skat af egenkapitalbevægelser	26	-26	-2	0	14	0
Totalindkomst i alt	703	942	2.001	478	415	738
Egenkapital pr. 31.12 før minoritetsinteresser	5.056	5.921	7.565	7.658	7.871	8.473

BILAG 2

Officiel balance, aktiver						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Koncerngoodwill	59	45	45	44	44	117
Software	0	0	93	126	125	143
Kunderelationer	0	0	0	0	0	129
Andre immaterielle anlægsaktiver	45	65	46	153	104	62
Immaterielle anlægsaktiver	104	110	184	323	273	451
Grunde og bygninger	1.509	1.721	2.116	2.487	3.037	3.385
Tekniske anlæg og maskiner	2.266	2.609	2.783	3.315	3.886	3.903
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	148	111	135	147	128	122
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	704	408	805	1.040	289	617
Materielle anlægsaktiver	4.627	4.850	5.839	6.989	7.340	8.027
Aktier i dattervirksomheder	0	0	0	0	0	0
Aktier i associerede virksomheder	167	185	168	173	217	285
Lån til dattervirksomheder	0	0	0	0	0	0
Aktier	0	0	0	0	0	0
Langfristede deposita og tilgodehavender	0	0	3	22	22	53
Udskudte skatteaktiver	290	147	234	248	265	282
Finansielle anlægsaktiver	457	332	405	443	504	620
Anlægsaktiver i alt	5.188	5.291	6.428	7.755	8.117	9.098
Råvarer og hjælpematerialer	413	436	661	881	478	585
Varer under fremstilling	7	21	30	40	22	25
Fremstillede varer og handelsvarer	324	312	576	402	301	397
Varebeholdninger	744	769	1.267	1.323	801	1.007
Igangværende arbejder	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavender fra salg	1.280	1.437	1.499	1.471	1.299	1.398
Tilgodehavender hos dattervirksomheder og associerede virksomheder	0	0	13	11	10	11
Andre tilgodehavender	311	321	366	400	229	251
Periodeafgrænsningsposter	76	68	64	63	53	57
Selskabsskat	0	0	0	176	84	62
Tilgodehavender	1.667	1.826	1.942	2.121	1.675	1.779
Likvide beholdninger	402	725	1.257	444	733	347
Omsætningsaktiver i alt	2.813	3.320	4.466	3.888	3.209	3.133
Aktiver i alt	8.001	8.611	10.894	11.643	11.326	12.231

BILAG 2, fortsat

Officiel balance, passiver						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Aktiekapital	220	220	220	220	220	220
Valutakursreguleringer	0	0	25	-527	-398	-169
Foreslået udbytte	103	208	312	207	207	207
Overført resultat	4.737	5.505	7.032	7.818	7.939	8.333
Sikringstransaktioner	0	0	0	0	-9	-12
Minoritetsinteresser	15	101	188	246	269	212
Egenkapital i alt	5.075	6.033	7.777	7.964	8.228	8.791
Udskudt skat	434	396	460	491	361	420
Pensionsforpligtelser	128	145	151	154	182	191
Andre hensatte forpligtelser	227	157	325	177	230	187
Prioritetslån	21	5	0	0	0	0
Banklån	346	73	42	804	423	381
Langfristede forpligtelser i alt	1.156	775	978	1.626	1.196	1.179
Langfristet gæld der forfalder inden for 1 år	162	14	2	4	17	171
Bankgæld	79	36	69	76	145	215
Leverandører af varer og tjenesteydelser	805	874	1.047	967	756	957
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	7	0	0	0	0	0
Selskabsskat	69	133	164	0	0	0
Andre hensatte forpligtelser	0	26	51	125	64	52
Anden gæld	650	721	806	881	920	866
Kortfristede forpligtelser i alt	1.771	1.803	2.139	2.053	1.902	2.261
Forpligtelser i alt	2.926	2.578	3.117	3.679	3.098	3.440
Passiver i alt	8.001	8.611	10.894	11.643	11.326	12.231

BILAG 3

Reformuleret balance						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Kernedriftsaktiver						
Koncerngoodwill	59	45	45	44	44	117
Software	0	0	93	126	125	143
Kunderrelationer	0	0	0	0	0	129
Andre immaterielle anlægsaktiver	45	65	46	153	104	62
Grunde og bygninger	1.509	1.721	2.116	2.487	3.037	3.385
Tekniske anlæg og maskiner	2.266	2.609	2.783	3.315	3.886	3.903
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	148	111	135	147	128	122
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	704	408	805	1.040	289	617
Deposita og langfristede tilgodehavender	0	0	3	22	22	53
Aktier	0	0	0	0	0	0
Udskudte skatteaktiver	290	147	234	248	265	282
Selskabsskat	0	0	0	176	84	62
Varebeholdninger	744	769	1.267	1.323	801	1.007
Tilgodehavender fra salg	1.280	1.437	1.499	1.471	1.299	1.398
Tilgodehavender hos dattervirksomheder og associerede virksomheder	0	0	13	11	10	11
Andre tilgodehavender	311	321	366	400	229	251
Periodeafgrænsningsposter	76	68	64	63	53	57
Kernedriftsaktiver i alt	7.433	7.701	9.469	11.026	10.376	11.599
Driftsforpligtelser						
Udskudt skat	434	396	460	491	361	420
Pensionsforpligtelser	128	145	151	154	182	191
Andre hensatte forpligtelser	227	182	376	302	294	239
Leverandører af varer og tjenesteydelser	805	874	1.047	967	756	957
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	7	0	0	0	0	0
Selskabsskat	69	133	164	0	0	0
Anden gæld	654	733	831	942	1.009	973
Driftsforpligtelser i alt	2.322	2.462	3.029	2.856	2.602	2.780
Kerne netto driftsaktiver	5.110	5.239	6.441	8.171	7.775	8.820
Ikke-kernedriftsaktiver						
Aktier i associerede virksomheder	167	185	168	173	217	285
Ikke-kernedriftsaktiver i alt	167	185	168	173	217	285
Netto driftsaktiver	5.277	5.424	6.609	8.344	7.992	9.105

BILAG 3, fortsat

Reformuleret balance, fortsat						
DKK mio.	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Netto finansielle forpligtelser						
Likvide beholdninger	-402	-725	-1.257	-444	-733	-347
Prioritetslån	21	5	0	0	0	0
Banklån	425	109	111	880	568	596
Langfristet gæld der forfalder inden for 1 år	162	14	2	4	17	171
Netto finansielle forpligtelser i alt	205	-598	-1.144	440	-148	420
Koncernegenkapital	5.071	6.022	7.753	7.904	8.140	8.685
Minoritetsinteresser	15	101	188	246	269	212
Moderselskabets andel af egenkapitalen	5.056	5.921	7.565	7.658	7.871	8.473

BILAG 4

Officiel resultatopgørelse					
DKK mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Andre driftsindtægter	168	186	251	194	175
Driftsindtægter	11.705	14.094	13.951	11.362	11.907
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	3.731	4.036	4.766	3.884	4.158
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	1.932	2.206	2.260	1.757	1.896
Øvrige eksterne omkostninger	1.189	1.506	1.380	1.221	1.177
Personaleomkostninger	2.731	2.955	3.172	2.971	2.894
Af- og nedskrivninger	717	685	871	953	989
Driftsomkostninger	10.300	11.388	12.449	10.786	11.114
Resultat af primær drift	1.405	2.706	1.502	576	793
Resultat fra dattervirksomheder	0	0	0	0	0
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	30	33	35	22	36
Finansielle indtægter	153	144	222	175	109
Finansielle omkostninger	186	123	214	217	126
Resultat før skat	1.401	2.760	1.545	556	812
Skat af årets resultat	432	700	465	206	275
Årets resultat	969	2.060	1.080	350	537
Minoritetsinteresser	19	94	76	28	25
Årets resultat efter minoritetsinteresser	950	1.966	1.004	322	512
Resultatdisponering:					
Udbytte	208	312	207	207	207
Overført resultat	742	1.654	797	115	305
Minoritetsinteresser	19	94	76	28	25
	969	2.060	1.080	350	537
Totalindkomstopgørelse					
Årets resultat	969	2.060	1.080	350	537
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	15	25	-590	119	249
Sikringstransaktioner, værdireguleringer	0	6	26	-50	-3
Skat vedrørende sikringstransaktioner, værdireguleringer	-26	-2	0	14	0
Totalindkomst	959	2.089	516	433	783
Minoritetsinteresser	17	87	38	18	45
Årets totalindkomst efter minoritetsinteresser	942	2.002	478	415	738

BILAG 5

Reformuleret resultatopgørelse					
DKK mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Driftsoverskud fra salg (før skat):					
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	-3.731	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158
Bruttoresultat	7.806	9.872	8.934	7.284	7.574
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-1.932	-2.206	-2.260	-1.757	-1.896
Øvrige eksterne omkostninger	-1.189	-1.506	-1.380	-1.221	-1.177
Personaleomkostninger	-2.731	-2.955	-3.172	-2.971	-2.894
Af- og nedskrivninger	-717	-685	-871	-953	-989
Driftsoverskud fra salg (før skat)	1.237	2.520	1.251	382	618
Skat herpå:					
Rapporteret skatteomkostning	432	700	465	206	275
Skat på netto finansielle omkostninger	9	-5	-2	11	4
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-47	-47	-63	-49	-44
Skat herpå i alt	394	648	400	168	236
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	843	1.872	851	214	383
Andet driftsoverskud:					
Andre driftsindtægter	168	186	251	194	175
Andet driftsoverskud (før skat)	168	186	251	194	175
Skat på andet driftsoverskud	47	47	63	49	44
Andet driftsoverskud (efter skat)	121	140	188	146	131
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	30	33	35	22	36
Valutakursregulering	8	31	-552	129	229
Regulering af finansielle instrumenter	10	6	26	-50	-3
Skat af egenkapitalbevægelser	-26	-2	0	14	0
Andet driftsoverskud i alt	142	208	-303	261	393
Samlet driftsoverskud (efter skat)	985	2.079	548	475	776
Netto finansielle omkostninger (før skat):					
Finansielle omkostninger	-186	-123	-214	-217	-126
Finansielle indtægter	153	144	222	175	109
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-34	21	8	-42	-17
Skat på netto finansielle omkostninger	9	-5	-2	11	4
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-24	16	6	-32	-13
Totalindkomst for koncernen	961	2.095	554	443	763
Minoriteternes resultatandel	19	94	76	28	25
TOTALINDKOMST	942	2.001	478	415	738

BILAG 6

CORE resultatopgørelse					
DKK mio.	2006	2007	2008	2009	2010
CORE driftsoverskud fra salg					
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	-3.731	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158
Bruttoresultat	7.806	9.872	8.934	7.284	7.574
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-1.932	-2.206	-2.260	-1.757	-1.896
Øvrige eksterne omkostninger	-1.189	-1.506	-1.380	-1.221	-1.177
Personaleomkostninger	-2.731	-2.955	-3.172	-2.971	-2.894
Af- og nedskrivninger	-717	-685	-871	-953	-989
CORE driftsoverskud fra salg (før skat)	1.237	2.520	1.251	382	618
Skat herpå:					
Rapporteret skatteomkostning	432	700	465	206	275
Skat på netto finansielle omkostninger	9	-5	-2	11	4
Skat allokeret til andet driftsoverskud	-47	-47	-63	-49	-44
Skat herpå i alt	394	648	400	168	236
CORE driftsoverskud fra salg (efter skat)	843	1.872	851	214	383
CORE andet driftsoverskud:					
Andre driftsindtægter	168	186	251	194	175
Skat herpå	-47	-47	-63	-49	-44
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	30	33	35	22	36
CORE andet driftsoverskud (efter skat)	151	173	223	168	167
Permanent driftsoverskud (efter skat)	993	2.044	1.074	382	550

BILAG 6, fortsat

CORE resultatopgørelse, fortsat					
DKK mio.	2006	2007	2008	2009	2010
Usædvanlige poster					
Valutakursregulering	8	31	-552	129	229
Regulering af finansielle instrumenter	10	6	26	-50	-3
Skat af egenkapitalbevægelser	-26	-2	0	14	0
Usædvanlige poster	-8	35	-526	93	226
Samlet driftsoverskud (efter skat)	985	2.079	548	475	776
Netto finansielle omkostninger (før skat):					
Finansielle omkostninger	-186	-123	-214	-217	-126
Finansielle indtægter	153	144	222	175	109
Netto finansielle omkostninger (før skat)	-34	21	8	-42	-17
Skat på netto finansielle omkostninger	9	-5	-2	11	4
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	-24	16	6	-32	-13
Totalindkomst for koncernen	961	2.095	554	443	763
Minoriteternes resultatandel	19	94	76	28	25
Totalindkomst for aktionærer i Rockwool Int. A/S	942	2.001	478	415	738

BILAG 7

Finansielle værdidrivere	Historisk					Budgetperiode										Terminal
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
Resultatopgørelse																
Salgsvækst	15,09%	20,55%	-1,50%	-18,48%	5,05%	14,00%	9,00%	7,00%	8,00%	9,00%	11,00%	9,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%
Core OG (salg) før skat	10,72%	18,12%	9,13%	3,42%	5,27%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%	5,60%
Effektiv skatteprocent	31,9%	25,7%	32,0%	44,0%	38,1%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
Core OG (salg) efter skat	7,30%	13,46%	6,21%	1,92%	3,26%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
Core andet DO efter skat	1,3%	1,2%	1,6%	1,5%	1,4%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Balance																
Arbejdskapital/salg	0,074	0,070	0,092	0,092	0,062	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078	0,078
Langfristet kerne NDA/salg	0,375	0,350	0,441	0,622	0,645	0,645	0,64	0,600	0,500	0,450	0,430	0,420	0,410	0,410	0,410	0,410
1/kerne AOH	0,449	0,420	0,533	0,714	0,707	0,723	0,718	0,678	0,578	0,528	0,508	0,498	0,488	0,488	0,488	0,488

BILAG 8

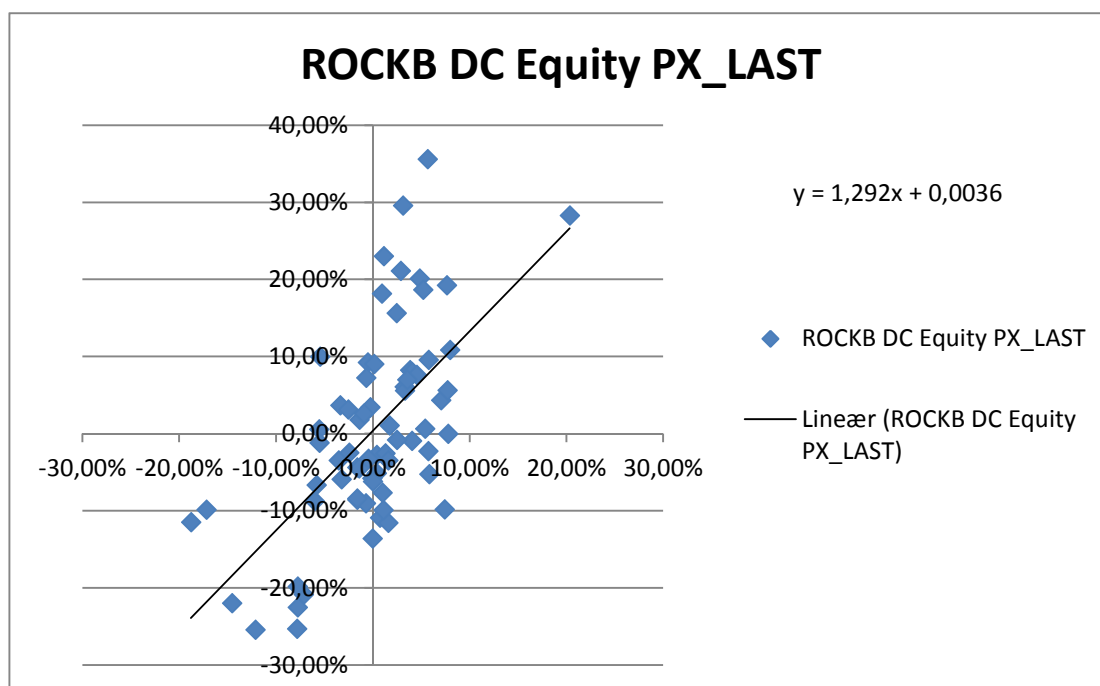
Proformaopgørelse	Historisk					Budgetperiode											Terminal
Mio kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal	
RESULTATOPGØRELSE																	
Nettoomsætning	11.537	13.908	13.700	11.168	11.732	13.374	14.578	15.599	16.847	18.363	20.383	22.217	23.772	25.199	26.459	27.781	
Core DO fra salg før skat	1.237	2.520	1.251	382	618	749	816	874	943	1.028	1.141	1.244	1.331	1.411	1.482	1.556	
Core DO fra salg efter skat	843	1.872	851	214	383	494	539	577	623	679	753	821	879	931	978	1.027	
Core andet DO efter skat	151	173	223	168	167	201	219	234	253	275	306	333	357	378	397	417	
Samlet Core DO	993	2.044	1.074	382	550	695	757	811	875	954	1.059	1.154	1.235	1.309	1.375	1.444	
BALANCE																	
Nettoarbejdskapital	830	1.117	1.411	648	805	1.043	1.137	1.217	1.314	1.432	1.590	1.733	1.854	1.965	2.064	2.167	
Langsigtet kerne NDA	4.409	5.324	6.760	7.127	8.015	8.627	9.330	9.359	8.423	8.263	8.765	9.331	9.747	10.331	10.848	11.390	
Kerne NDA	5.239	6.441	8.171	7.775	8.820	9.670	10.467	10.576	9.737	9.696	10.354	11.064	11.601	12.297	12.912	13.557	

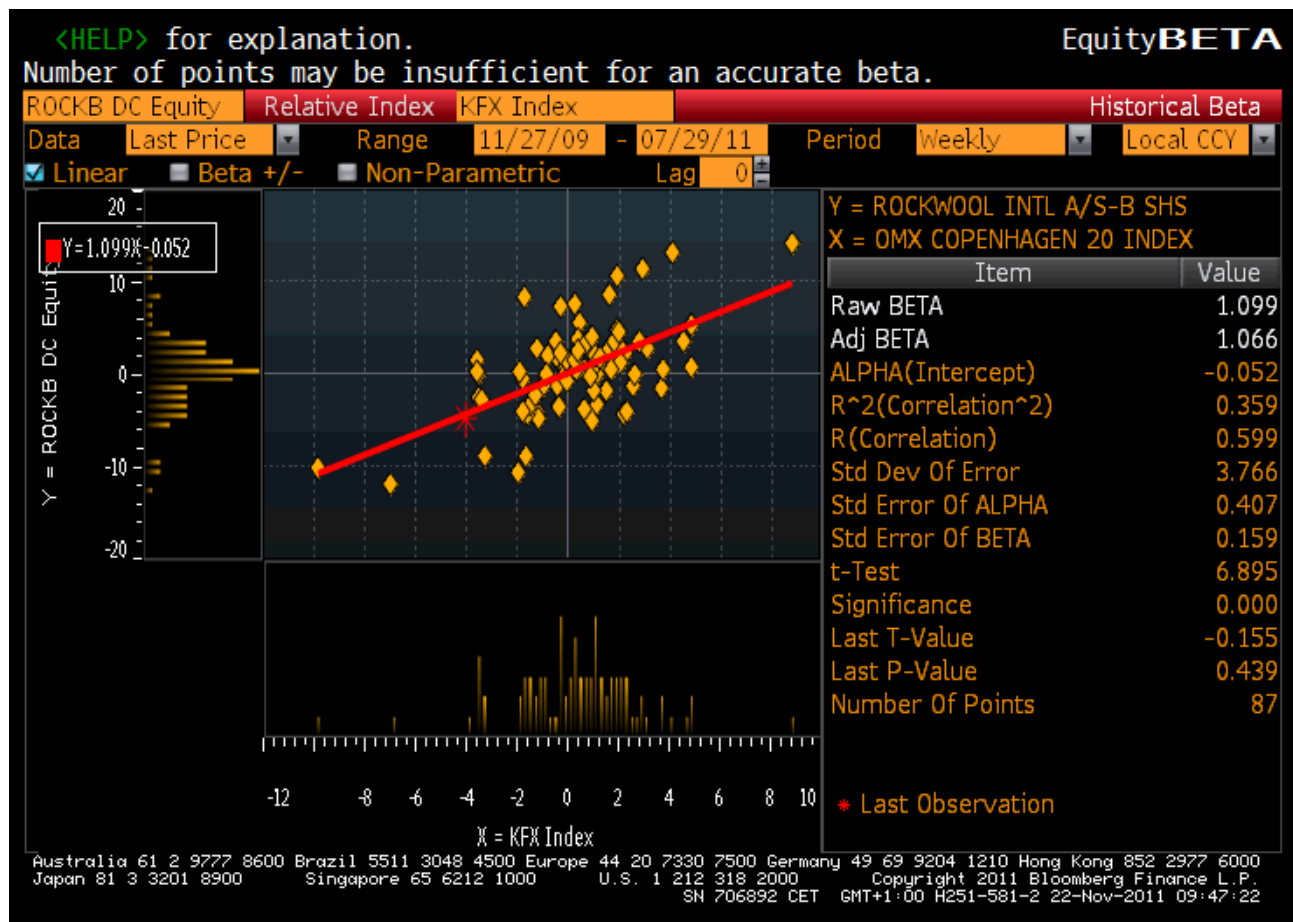
BILAG 9

Date	ROCKB DC Equity	KFX Index		KFX Index PX_LAST	ROCKB DC Equity
	PX_LAST	PX_LAST			PX_LAST
31-01-2006	656	389,06			
28-02-2006	638	390,64		0,41%	-2,74%
31-03-2006	785	395,12		1,15%	23,04%
28-04-2006	745	396,71		0,40%	-5,10%
31-05-2006	680	372,89		-6,00%	-8,72%
30-06-2006	743	371,01		-0,50%	9,26%
31-07-2006	719	369,29		-0,46%	-3,23%
31-08-2006	788	390,57		5,76%	9,60%
29-09-2006	836	403,39		3,28%	6,09%
31-10-2006	905	418,92		3,85%	8,25%
30-11-2006	882	424,33		1,29%	-2,54%
29-12-2006	874	441,48		4,04%	-0,91%
31-01-2007	1050	462,84		4,84%	20,14%
28-02-2007	1004	455,44		-1,60%	-4,38%
30-03-2007	1161	466,59		2,45%	15,64%
30-04-2007	1254	485,46		4,04%	8,01%
31-05-2007	1625	500,57		3,11%	29,59%
29-06-2007	1685	483,69		-3,37%	3,69%
31-07-2007	1779	499,66		3,30%	5,58%
31-08-2007	1908	496,3		-0,67%	7,25%
28-09-2007	1700	499,93		0,73%	-10,90%
31-10-2007	1641	507,92		1,60%	-3,47%
30-11-2007	1299	471,76		-7,12%	-20,84%
31-12-2007	1188	464,14		-1,62%	-8,55%
31-01-2008	886	407,83		-12,13%	-25,42%
29-02-2008	866	431,24		5,74%	-2,26%
31-03-2008	788	428,1		-0,73%	-9,01%
30-04-2008	815	427		-0,26%	3,43%
30-05-2008	815	460,29		7,80%	0,00%
30-06-2008	609	424,3		-7,82%	-25,28%
31-07-2008	558	417,43		-1,62%	-8,37%
29-08-2008	493,5	424,11		1,60%	-11,56%
30-09-2008	445	351,15		-17,20%	-9,83%
31-10-2008	394	285,19		-18,78%	-11,46%
28-11-2008	316	263,05		-7,76%	-19,80%
31-12-2008	295	247,72		-5,83%	-6,65%
30-01-2009	400	261,79		5,68%	35,59%
27-02-2009	310	241,48		-7,76%	-22,50%
31-03-2009	341	228,36		-5,43%	10,00%
30-04-2009	437,5	274,79		20,33%	28,30%
29-05-2009	414,5	290,83		5,84%	-5,26%
30-06-2009	390,5	290,7		-0,04%	-5,79%
31-07-2009	407,5	311,23		7,06%	4,35%
31-08-2009	486	335,03		7,65%	19,26%
30-09-2009	456	335,03		0,00%	-6,17%
30-10-2009	429	324,16		-3,24%	-5,92%
30-11-2009	507	327,2		0,94%	18,18%
31-12-2009	614	336,69		2,90%	21,10%

BILAG 9, fortsat

Date	ROCKB DC Equity PX_LAST	KFX Index PX_LAST	KFX Index PX_LAST	ROCKB DC Equity PX_LAST
29-01-2010	618	354,85	5,39%	0,65%
26-02-2010	534	354,77	-0,02%	-13,59%
31-03-2010	592	383,04	7,97%	10,86%
30-04-2010	534	411,5	7,43%	-9,80%
31-05-2010	537	388,69	-5,54%	0,56%
30-06-2010	484	393,02	1,11%	-9,87%
30-07-2010	521	410,83	4,53%	7,64%
31-08-2010	503	396,38	-3,52%	-3,45%
30-09-2010	597	416,96	5,19%	18,69%
29-10-2010	603,5	424,2	1,74%	1,09%
30-11-2010	658	424,77	0,13%	9,03%
31-12-2010	695	457,58	7,72%	5,62%
31-01-2011	642	462,11	0,99%	-7,63%
28-02-2011	637	473,64	2,50%	-0,78%
31-03-2011	648,5	467,15	-1,37%	1,81%
29-04-2011	665,5	462,81	-0,93%	2,62%
31-05-2011	635,5	456,25	-1,42%	-4,51%
30-06-2011	628	431,06	-5,52%	-1,18%
29-07-2011	612,5	420,54	-2,44%	-2,47%
31-08-2011	478	359,41	-14,54%	-21,96%
30-09-2011	493	350,34	-2,52%	3,14%
31-10-2011	527,5	362,77	3,55%	7,00%





BILAG 11

Værdiansættelse FCFF

Mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Terminal
DO		695	757	811	875	954	1.059	1.154	1.235	1.309	1.375	1.444
NDA	8.820	9.670	10.467	10.576	9.737	9.696	10.354	11.064	11.601	12.297	12.912	13.557
FCFF = DO - ΔNDA		-155	-40	702	1.714	996	400	445	698	613	760	798
Diskonteringsfaktor (1,0832) ^t		1,0832	1,1733	1,2709	1,3767	1,4912	1,6153	1,7497	1,8953	2,0529	2,2238	
PV FCFF		-143	-34	552	1245	668	248	254	369	299	342	
PV FCFF t.o.m. 2020	3.798											
Terminalværdi FCFF ^T /(WACC-g)												24.027
PV af TV	10.805											
PV af kerne driftsaktivitet	<u>14.603</u>											
+ Markedsværdi af ikke-driftsmæssige aktiver	<u>513</u>											
Virksomhedsværdi	15.116											
- Netto finansielle forpligtelser	420											
- Minoriteter	<u>382</u>											
Egenkapitalværdi	14.315											
Værdi pr. aktie (21,975)	651,40											