

HD Regnskab og Økonomistyring

Afsluttende projekt - 8. semester, forår 2013

Opgaveskriver: Mette Viktorius Schiltmann

Vejleder: Jens O. Elling



**Strategisk analyse og værdiansættelse af
Rockwool International A/S**

CBS

Institut for Regnskab og Revision

Indholdsfortegnelse

1. Indledning.....	5
2. Problemformulering	6
3. Afgrænsning.....	7
4. Metodevalg.....	8
4.1. Teori.....	8
4.2. Emperi.....	9
5. Ordforklaring og forkortelser	9
6. Virksomhedsbeskrivelse	10
6.1. Rockwools historie.....	10
6.2. Organisations- og ejerstruktur	12
6.3. Mission og værdier	13
6.4. Forretningsområderne	14
6.4.1. Isolering	15
6.4.2. Systems.....	16
7. Strategisk analyse	17
7.1. PESTEL.....	17
7.1.1. Politik & Lovgivning	17
7.1.2. Økonomi	19
7.1.3. Sociologi.....	19
7.1.4. Teknologi	20
7.1.5. Miljø.....	20
7.1.6. Konklusion PESTEL	20
7.2. Porters Five Forces	21
7.2.1. Trussel fra nye konkurrenter	24
7.2.2. Trussel fra substitutter	25
7.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke.....	25
7.2.4. Kundernes forhandlingsstyrke.....	26
7.2.5. Konkurrenceintensiteten på markedet	26

7.2.6. Konklusion Porters 5 Forces	28
7.3. Porters generiske strategier	28
7.3.1. Omkostningsleder.....	29
7.3.2. Omkostningsfokus	29
7.3.3. Differentiering	29
7.3.4. Fokuseret differentiering.....	29
7.3.5. Rockwools generiske strategi	29
7.4. Ansoffs vækstmatrice	30
7.4.1. Markedspenetration.....	30
7.4.2. Markedsudvikling	31
7.4.3. Produktudvikling.....	32
7.4.4. Diversifikation.....	32
7.4.5. Konklusion Ansoffs vækstmatrice	32
7.5. SWOT-analyse og kapabiliteter	32
7.5.1. Muligheder	33
7.5.2. Trusler.....	33
7.5.3. Svagheder	33
7.5.4. Styrker.....	33
7.5.5. Kapabiliteter	34
7.6. Konklusion - strategisk analyse.....	35
8. Regnskabsanalyse	36
8.1. Reformulering.....	36
8.1.1. Generelle kommentarer	36
8.1.2. Egenkapitalopgørelsen	37
8.1.3. Balancen	37
8.1.4. Resultatopgørelsen.....	38
8.2. Rentabilitetsanalyse	40
8.2.1. Analyse af ROE.....	40
8.2.2. Niveau 1 - ROIC, FGEAR og SPREAD.....	41
8.2.3. Niveau 2 - dekomponering af ROIC	42
8.2.4. Niveau 3 - dekomponering af OG og AOH.....	44

8.2.5. Konklusion på rentabilitetsanalysen	46
9. Budgettering	47
9.1. Budgetperioden	47
9.2. Budgettering af værdidriverne	48
9.2.1. Salgsvækst	48
9.2.2. Kerne AOH og kerne NDA	50
9.2.3. OG og driftsoverskud fra salg før skat	52
9.2.4. Effektiv skatteprocent og overskud fra salg efter skat	53
9.2.5. Andet driftsoverskud efter skat	53
9.2.6. Usædvanlige poster efter skat	54
9.2.7. Minoriteter	54
10. Værdiansættelse	55
10.1. Beregning af WACC	56
10.1.1. Kapitalstrukturen	56
10.1.2. Markedsværdien af egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser	57
10.1.3. Ejernes afkastkrav	57
10.1.4. Finansielle forpligtelsers afkastkrav	61
10.1.5. Beregning af WACC	61
10.2. Værdiansættelse - DCF-modellen	62
10.2.1. Valg af værdiansættelsesmodel	62
10.2.2. Værdiansættelse - beregning	63
10.2.3. Konklusion - værdiansættelse ved DCF-modellen	64
10.3. Følsomhedsanalyse	65
10.4. Prismultiple	66
10.5. Delkonklusion - værdiansættelse	68
11. Konklusion	69
12. Perspektivering	73
13. Kildeliste	74
13.1. Litteratur	74
13.2. Artikler	75
13.3. Publikationer og udgivelser	76

13.4. Information om Rockwool samt konkurrenter fra selskabet selv	78
13.5. Links til figurer	78
13.6. Generelle hjemmesider anvendt	78
Bilag 1 - Udviklingen i Rockwools B-aktie for perioden 1. januar 2007 til 4. marts 2013	79
Bilag 2 - Udviklingen i Rockwools B-aktie omkring datoen for offentliggørelse af 2012-regnskabet.	80
Bilag 3 - Udtræk fra OECD's database, realiseret vækst i BNP i 2012 samt forventet vækst i 2013+2014.	81
Bilag 4 - Offentliggjort resultatopgørelse for årene 2008 til 2012.	82
Bilag 5 - Reformuleret totalindkomstopgørelse for årene 2008 til 2012.	83
Bilag 6 - Offentliggjort balance for årene 2007 til 2012.	84
Bilag 7 - Reformuleret balance for årene 2007 til 2012.	85
Bilag 8 - Offentliggjorte egenkapitalopgørelser for årene 2008 til 2012.	86
Bilag 9 - Reformulerede egenkapitalopgørelser for årene 2008 til 2012.	87
Bilag 10 - Beregninger af historiske nøgletal på baggrund af de reformulerede opgørelser	88
Bilag 11 - Betaværdier trukket fra Bloombergs databaser	89
Bilag 12 - Værdiansættelsesberegning ved DCF-modellen	90
Bilag 13 - Dekomponering af 1/AOH til brug for budgettering	91
Bilag 14 - Selskabsskatteprocenter	92

1. Indledning

Da finanskrisen brød ud i 2008, havde de færreste forestillet sig, hvor lang tid verdensøkonomien ville være påvirket heraf. Krisen startede med flere bankers krak, og spredte sig efterhånden til mange andre brancher. Især byggebranchen blev hårdt ramt, da firmaer og private begyndte at holde igen med investeringer til såvel nybyggeri som renovering.

Et af de store, danske børsnoterede selskaber, der blev påvirket af den faldende aktivitet i byggebranchen, var stenuldsproducenten Rockwool International A/S¹. Selskabet oplevede et stort fald i omsætningen i 2008 og 2009, som ligeledes påvirkede bundlinjen. De seneste år har selskabet dog vist fremgang, som er opnået gennem store investeringer, men som især også har skyldtes påvirkning af den øgede fokus i samfundet på at nedbringe CO₂-udledningen samt de omkostningsbesparelser, begrænsning af energispild medfører. Isolering af bygninger er en effektiv løsning hertil. Flere europæiske lande har indført mål for nedbringelse af CO₂-udledningen, ligesom der er afsat penge til bygningsforbedringer. Også den øgede fokus på brandsikker isolering især i Kina og Rusland, som følge af flere store bygningsbrande, er en fordel for Rockwool.

Udviklingen i Rockwools aktiekurs bærer tydeligt præg af finanskrisens påvirkning, fra et højt niveau på helt op over 2.000 kr. pr. aktie i august 2007 til helt ned mod 275 kr. pr. aktie kun 1 ½ år senere². Aktiekursen er et udtryk for investorernes forventninger til selskabet, da de vil betale en højere værdi, jo større forventninger de har til selskabet. Det ses derfor ofte, at der fremkommer store udsving i aktiekursen lige op til samt dagene efter et selskab offentliggør sin regnskabsmeddelelse.

Dette var også tilfældet, da Rockwool d. 1. marts 2013 offentliggjorde sit regnskab for året 2012. Her faldt Rockwools B-aktie fra et rimeligt stabilt niveau i dagene op til offentliggørelsen på ca. 710

¹ Herefter kaldet Rockwool.

² Bilag 1 - Rockwools aktiekurs januar 2007 til marts 2013.

kr. pr. aktie til 677 kr. dagen efter offentliggørelsen³, et fald på 5 %, hvilket er et udtryk for, at regnskabet ikke levede op til investorernes forventninger.

Populært sagt er det investorerne, der sætter markedsprisen på en virksomhed, da de kun køber en aktie for det, de mener, den er værd. Virksomhedens markedspris opgøres derfor som antallet af udstedte aktier gange med markedskursen.

Det vil være interessant at undersøge, om markedets fastsatte pris reelt er et udtryk for Rockwools fundamentale værdi. Er aktien et godt køb, da man får mere værdi, end det man betaler for? Eller er aktien overvurderet, og bør man derfor sælge den?

Ud fra disse spørgsmål udledes nedenstående problemstilling samt problemformulering til brug for analyse og værdiansættelse af Rockwool.

2. Problemformulering

Der udarbejdes en værdiansættelse af Rockwool pr. 4. marts 2013 for at undersøge, om selskabets markedsværdi er over- eller undervurderet i forhold til den fair værdi af selskabet. Med udgangspunkt i en fundamentalanalyse beregnes denne værdi.

På baggrund heraf bestemmes følgende problemformulering for opgaven:

"Hvorledes ser Rockwools nuværende strategiske position ud, og hvad er selskabets beregnede værdi pr. 4. marts 2013 på baggrund heraf?"

Bevarelsen af problemformuleringen skal resultere i en konkret anbefaling for nuværende og potentielle investorer i forhold til, om aktien er et godt køb, eller om de skal afvente at købe/sælge til markedskursen ændrer sig.

For at besvare ovenstående problemformulering, udledes følgende undersøgelsesspørgsmål, som vil blive besvaret i opgaven:

³ Jf. bilag 2 - Rockwools aktiekurs 25. februar til 6. marts 2013.

- 1 På hvilke markeder opererer Rockwool, og hvilke muligheder og trusler er de her udsat for?
- 2 Hvad er Rockwools kapabiliteter, og hvordan formår de at udnytte disse mest profitabelt?
- 3 Hvordan har Rockwools økonomiske udvikling været over de sidste 5 år?
- 4 Hvilken værdi har Rockwools aktie beregnet ud fra DCF-modellen?
- 5 Hvor påvirkelig er den fair værdi af ændringer i parametrene i værdiansættelsesmodellen?

3. Afgrænsning

Rockwools seneste regnskab (gældende for regnskabsåret 1. januar til 31. december 2012) blev offentliggjort den 1. marts 2013. Værdiansættelsen vil derfor blive udarbejdet med 4. marts 2013 som skæringsdato, da dette var første aktiehandelsdag efter offentliggørelsen, hvorfor der ikke vil blive brugt materiale til brug for den strategiske og finansielle analyse, der er offentliggjort efter denne dato.

Selskabets aktiekapital er opdelt i A- og B-aktier. A-aktierne giver hver 10 stemmer, mens B-aktierne giver hver 1 stemme. Der vil i opgaven kun blive foretaget værdiansættelse af B-aktierne, da disse er de mest omsatte på Fondsbørsen.

Der vil i den strategiske analyse kun blive fokuseret på isoleringssegmentet, da denne udgør langt størstedelen af selskabets aktivitet (ca. 80 % af omsætningen jf. afsnit 6.4). Systems-divisionen vil således kun blive berørt kort i virksomhedsbeskrivelsen, afsnit 6.1.

Der har til brug for opgaven kun været adgang til offentliggjort information fra selskabet. Hvis det havde været muligt at få indsigt i månedsrapporter og interne budgetter over specifikke dækningsgrader og planlagte investeringer, er det muligt at resultatet af værdiansættelsen havde været anderledes, da dette ville have givet større indsigt i virksomhedens økonomiske forhold samt selskabets egne forventninger til fremtiden.

4. Metodevalg

4.1. Teori

Til brug for udarbejdelse af værdiansættelsen af Rockwool foretages en fundamentalanalyse. En fundamentalanalyse består af 3 faser. Fase 1 er en historisk analyse af selskabets strategiske position samt de ikke-finansielle værdidrivere. Den strategiske position analyseres i denne opgave ved hjælp følgende modeller:

- PESTEL - en analyse af, hvilke omverdensforhold, der påvirker selskabet væsentligt.
- Porters Five Forces - en model til brug for vurdering af det marked, Rockwool opererer på.
- Porters generiske strategier - til brug for identifikation af konkurrencemæssige fordele
- Ansoffs vækstmatrice - selskabets vækststrategier
- SWOT - bruges som opsamlende analyse af de interne og eksterne forhold, der er identificeret i de foregående modeller.

Det er valgt at medtage -EL i PESTEL-modellen, da især de miljømæssige faktorer vurderes at have meget stor betydning for Rockwool.

Det er valgt ikke at bruge Boston-modellen. Dette skyldes, at der jf. afgrænsningen kun vil fokuseres på isolerings-segmentet i den strategiske analyse. Isoleringssegmentet består kun af 2 overordnede områder - bygningsisolering og teknisk isolering, hvor det ikke vurderes at give væsentlig værdi for opgaven at bruge et portefølje-analyseværktøj.

Til brug for den økonomiske analyse reformuleres Rockwools årsregnskaber for 2008 til 2012 til analysebrug. Dette vil sige, at regnskabstallene opdeles i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, og herudfra udledes de finansielle værdidrivere for hver aktivitet⁴.

I fase 2 af fundamentalanalysen udarbejdes proformaregnskaber på baggrund af de i fase 1 beregnede værdidrivere⁵.

⁴ Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 18.

⁵ Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 17.

I den sidste fase beregnes værdiansættelsen på baggrund af proformaregnskaberne. Værdiansættelsen beregnes ved hjælp af DCF-modellen.

4.2. Emperi

Der er til brug for opgavebesvarelsen indsamlet kvalitative data. Der er tale om flere forskellige kilder for at sikre en nuanceret tilgang til analysen.

Til brug for regnskabsanalysen bruges Rockwools offentliggjorte årsrapporter for årene 2008 til 2012. Disse er ligeledes brugt i forbindelse med den strategiske analyse, hvor også artikler og undersøgelser fra eksperter er indsamlet.

I forbindelse med reformulering af regnskaberne samt selve værdiansættelsesberegningen er især bogen "Regnskabsanalysen og værdiansættelse - en praktisk tilgang" af Ole Sørensen anvendt.

5. Ordforklaring og forkortelser

Den estimerede værdi af selskabet, som fremkommer ved hjælp af værdiansættelsen, benævnes den "fair" værdi.

NFF / NFA =	netto finansielle forpligtelser / aktiver, som fremkommer efter reformulering af balancen.
NDA =	netto driftsaktiver
OG =	overskudsgrad
AOH =	aktivernes omsætningshastighed
1/AOH =	den inverse værdi af aktivernes omsætningshastighed
ROE =	egenkapitalens afkastningsgrad
ROIC =	afkastet på investeret kapital
DCF-modellen =	discounted cash flow model
WACC =	vægtede kapitalomkostninger

6. Virksomhedsbeskrivelse

6.1. Rockwools historie⁶

Rockwools historie, der går over 100 år tilbage i tiden, startede, da H.J. Henriksen og V. Kähler i 1909 grundlagde virksomheden I/S H.J. Henriksen & Valdemar Kähler, hvis aktiviteter bestod i at grave efter grus, jord og kul samt producere fliser. På en studierejse i USA i 1935 købte selskabet rettighederne til at producere stenuld i Skandinavien for kun 5.000 USD, og i 1937 blev de første stenuldsfabrikker opført i Danmark, Norge og Sverige.

I løbet af de første år herefter og under Anden Verdenskrig udgjorde stenuldsproduktionen kun en lille del af selskabets omsætning, men som følge af større fokus på forskning og udvikling, kunne selskabet i 1951 åbne sit første selskab udenfor Skandinavien - Deutsche Rockwool. Gennem 1960'erne og 1970'erne udvidede de yderligere til Finland, Schweiz, Frankrig og Storbritannien.

Selskabet var fortsat ejet af de to familier, Henriksen og Kähler, men i 1962 valgte man at splitte selskabet, således at Henriksen-familien fik det fulde ejerskab over de "gamle" forretningsområder omfattende grusgravning mv., mens Kähler-familien nu ejede hele stenuldsaktiviteten.

Oliekrisen i 1970'erne var en god tid for Rockwool, da befolkningen virkelig fik øjnene op for, hvilke besparelser god isolering af deres hjem kunne medføre. Selskabet oplevede derfor en voldsom vækst i omsætningen fra 360 mio. kr. i 1970 til 1,6 mia. kr. i 1979. Og i 1976 fik selskabet sit nuværende navn, Rockwool International A/S.

I 1980'erne begyndte Rockwool at udnytte sin viden om stenuldsproduktion til at skabe nye stenuldsprodukter til brug for andet end isolering, blandt andet: Rockfon, et produkt til brug for akustisk indretning og Grodan, et materiale der bruges i drivhuse i stedet for jord og muld. Disse og mange andre produkter udgør nu Systems-segmentet i koncernen.

I 1990'erne oplevede Rockwool den største ekspansionen nogensinde. Dette skyldtes hovedsageligt markedsudvidelsen til Nordamerika gennem opkøb af en stenuldsfabrik i Canada, samt Jerntæppets fald, som gav mulighed for udvidelse til de østeuropæiske lande. I slutningen af

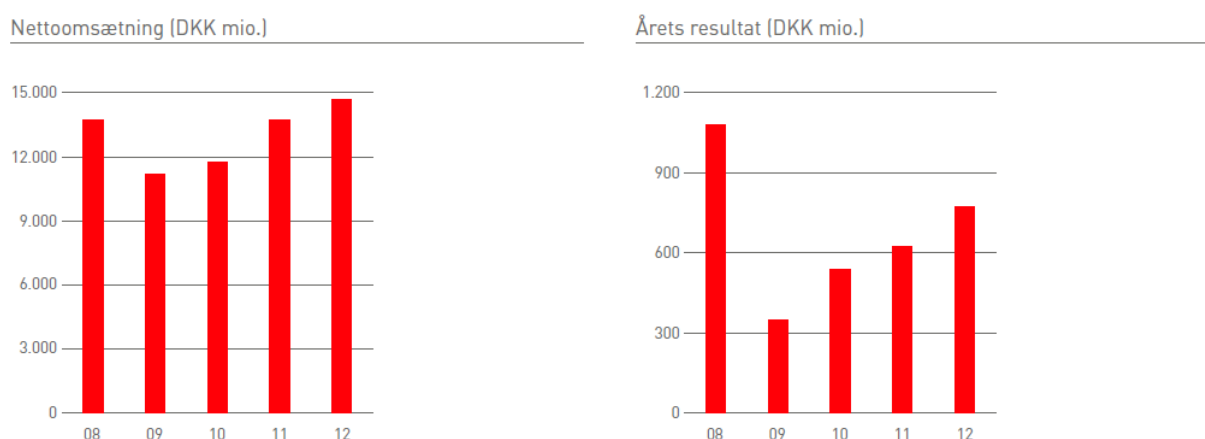
⁶ <http://www.rockwool.com/about+the+group/company+information/history>

årtiet åbnede de første fabrikker i Sydeuropa - i Spanien og Italien - og i 2000 ekspanderede man ligeledes til det asiatiske marked med en fabrik i Malaysia.

Rockwool blev noteret på Københavns Fondsbørs i 1995 for at have mulighed for at rejse kapital til at finansiere de store ekspansioner, ligesom de ville give medarbejderne mulighed for at handle Rockwools aktier. Rockwool havde dog svært ved at opretholde omsætningen i de efterfølgende år, og det var først i starten af 00'erne, de endnu en gang oplevede stor vækst som følge af øget fokus på CO₂-udledning og isoleringens evne til at medvirke til at mindske denne.

I 2008 ramte finanskrisen verdensøkonomien, og dette kunne dermed også mærkes hos Rockwool, som for første gang i mange år oplevede negativ vækst i omsætningen på 1,5 % - og et fald på hele 49 % i resultat efter minoritetsinteresser⁷.

Dette blev i 2009 fulgt op af et endnu større fald i omsætningen fra 13.700 mio. kr. i 2008 til 11.168 mio. kr. i 2009, svarende til en reduktion på 18,4 %. Fra 2010 begyndte salget dog at vende igen for Rockwool, men jf. nedenstående figur 6.1.1 er årets resultat fortsat langt fra 2008-niveau hvilket kunne tyde på, at selskabet må bruge mange omkostninger på at opretholde salget. I afsnit 8 vil der blive foretaget en grundig regnskabsanalyse, hvor blandt andet dette undersøges nærmere.



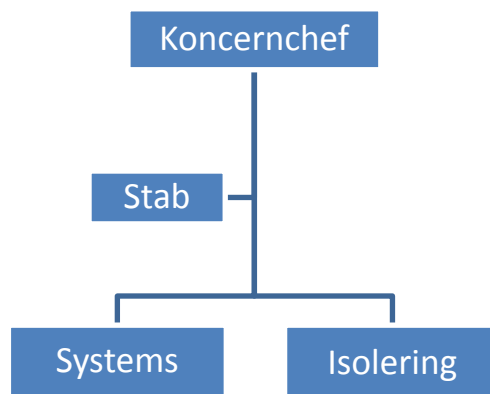
Figur 6.1.1: 5-års graf over nettoomsætning og årets resultat. Kilde: Rockwools Årsrapport 2012, side 4.

⁷ Årsrapport 2008, side 6.

Trods de seneste års økonomiske nedgang er Rockwool fortsat en af de største aktører på markederne for isolering og produkter og systemer baseret på stenuld. De har gennem finanskrisen fortsat udvidelsen af deres geografiske markeder, og udvidelsen vil fortsætte med opførelsen af nye fabrikker i Kina og USA i 2013 og 2014.⁸

6.2. Organisations- og ejerstruktur

Rockwool koncernen er opdelt i 2 forretningsområder, Isolering og Systems, jf. organisationstræet nedenfor.



Figur 6.2.1: Organisationsdiagram. Kilde: www.rockwool.dk og egen tilvirkning.

Eelco van Heel overtog posten som administrerende direktør efter Tom Kähler i 2004, og han blev således den første på denne plads uden efternavnet Kähler, hvilket var en del af selskabets nye og mere internationale strategi. Koncernledelsen anno 2012 bærer også meget tydeligt præg heraf med medlemmer af 5 forskellige nationaliteter⁹.

Familien Kähler har dog fortsat en stor indflydelse på Rockwool koncernen. De fleste familiemedlemmer har store aktieposter i selskabet, hvorfor familien og Rockwool Fonden (med en stemmeandel på 25 %) har majoriteten af stemmerne tilsammen¹⁰. Der afholdes således

⁸ Fondsbørsmeddelelse nr. 07 - 2012 og nr. 14 - 2012

⁹ Rockwool årsrapport 2012, side 27

¹⁰ http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/News/StockExchangeReleases/2013/SE-2013-04_DA.pdf

"familiemøder", hvor Kähler-familien samles to gange om året og drøfter forretningsplaner for selskabet, ligesom der fortsat er to Kähler-medlemmer af bestyrelsen¹¹.

Aktiekapitalen består af A- og B-aktier, og begge aktieklasser er noteret på Københavns Fondsbørs.

17. Aktiekapital DKK mio.	Moderselskab	
	2012	2011
A-aktier - 11.231.627 stk. på DKK 10	112	112
B-aktier - 10.743.296 stk. på DKK 10	108	108
I alt 31/12	220	220

Hver A-aktie på en nominal værdi af DKK 10 giver 10 stemmer, og hver B-aktie af en nominal værdi af DKK 10 giver 1 stemme. Det totale antal aktier har været uændret de seneste 14 år.

Figur 6.2.2: Fordeling af A- og B-aktier. Kilde: Rockwools årsrapport 2012, side 46.

A-aktierne giver hver 10 stemmer, mens B-aktien giver 1 stemme.

6.3. Mission og værdier

Rockwool lægger stor vægt på, at deres produkter er bæredygtige og energibesparende, hvilket deres mission bærer præg af¹²:

- Selskabet vil være markedsleder inden for bygningsrelaterede, innovative produkter og systemer, hvilket understøttes af deres ekspertise inden for energieffektivitet, sikkerhed, bæredygtighed og komfort.
- Forretningsadfærden styres af kerneværdierne om ærlighed, ansvarsbevidsthed, effektivitet, passion og iværksætterånd.
- Ikke-bygningsrelaterede aktiviteter er ligeledes karakteriseret ved at være profitable samtidig med, at de giver et positivt bidrag til verden og dens indbyggere.

Selskabet har også formuleret finansielle mål. De ønsker minimum:

¹¹ Rockwool årsrapport 2012, side 26.

¹² <http://www.rockwool.com/csr/governance/mission+and+values>

- en årlig vækst i nettoomsætningen på 8 %
- en overskudsgrad på 11 % af nettoomsætningen
- en afkastningsgrad på 15 % af den investerede kapital
- en soliditetsgrad på 50 %

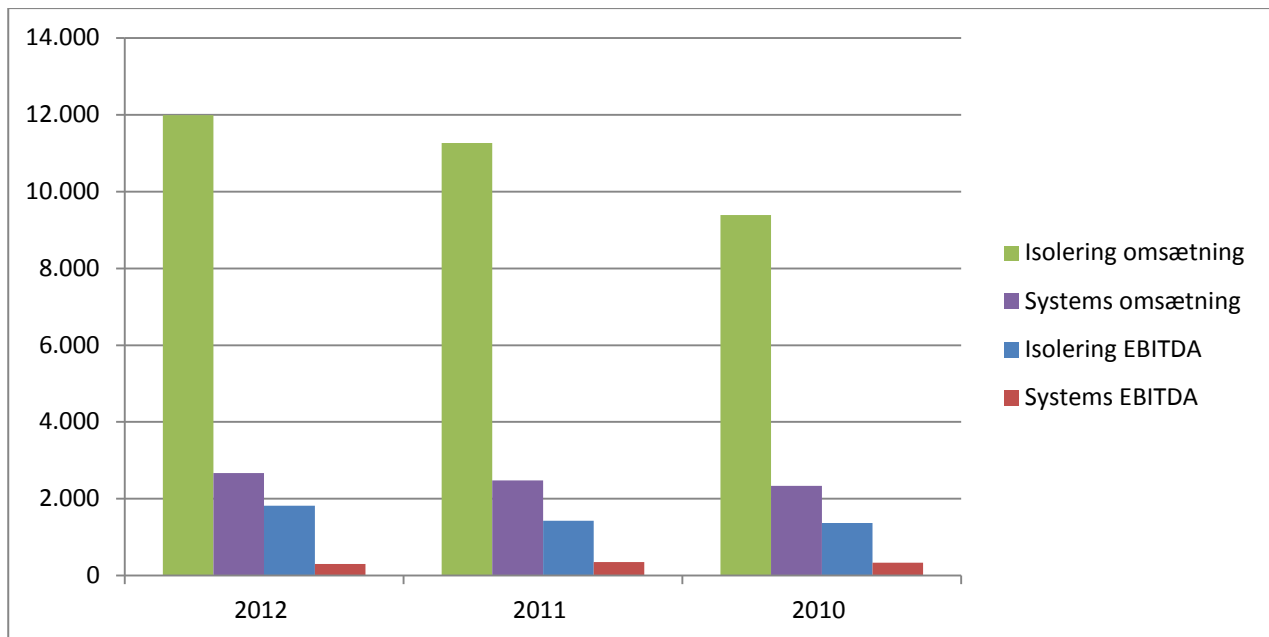
Soliditetsgraden mere end overholdes hvert år, og i 2012 var den således på 73 %¹³. Heri afspejles selskabets meget konservative holdning til at optage fremmedgæld, som ellers ville kunne give dem en fordel ved skatteskjoldet, ligesom det påvirker estimatet af Rockwools fair værdi. Kapitalstrukturen behandles yderligere under regnskabsanalysen, afsnit 8.

6.4. Forretningsområderne

Rockwools organisation er, som nævnt under punkt 6.2, opdelt i to hovedforretningsområder, Isolering og Systems. Nedenfor vil Isolering blive gennemgået mere detaljeret, og Systems vil kun blive kort opridset, da dette ikke vil være en del af den senere strategiske analyse, jf. afgrænsningen afsnit 3.

I 2012 kom 82 % af koncernens omsætning fra isoleringsprodukter, mens 18 % kom fra systemsprodukterne, jf. figur 6.4.1. Denne opdeling af omsætningen har været nogenlunde konstant gennem de sidste 5 år.

¹³ Rockwools årsrapport 2012, side 35.



Figur 6.4.1: Omsætning og EBITDA fordelt på forretningsområder. Kilde: Egen tilvirkning samt årsrapport 2011 og 2012.

6.4.1. Isolering¹⁴

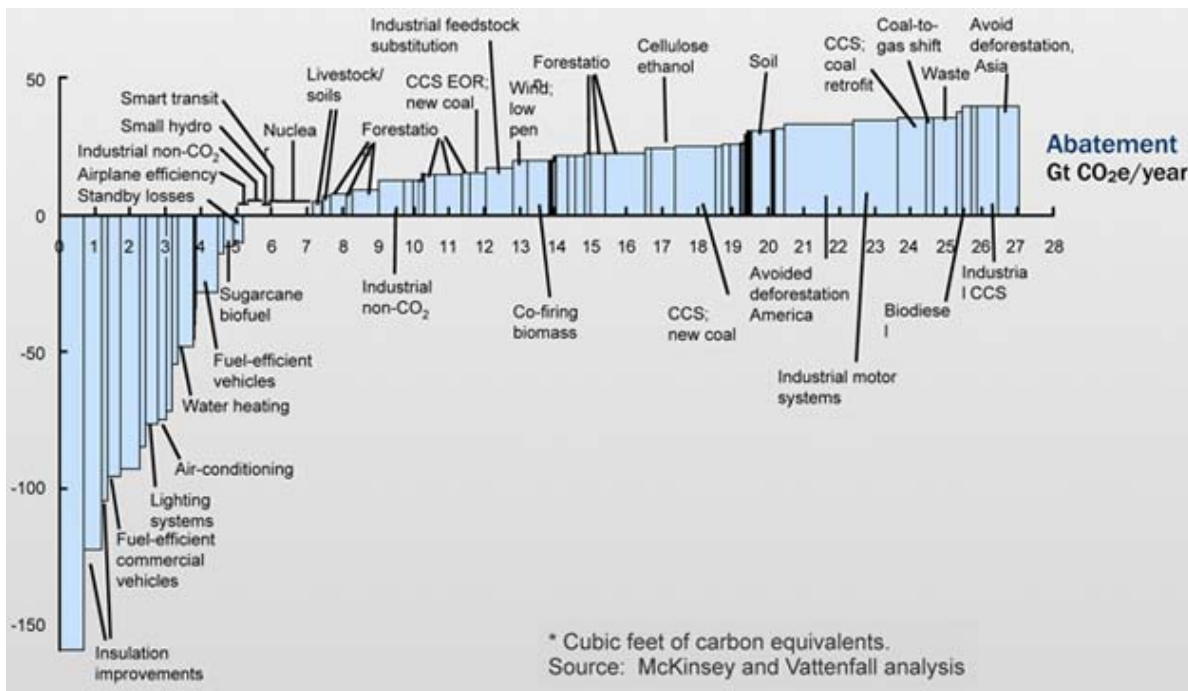
Isoleringsdivisionen består af to kerneprodukter; bygningsisolering og teknisk isolering, som begge laves af stenuld. Stenuld fremstilles ved hjælp af næsten kun naturlige råstoffer, som bearbejdes ved op mod 1.500 grader. I og med at Rockwools isoleringsprodukter er fremstillet af sten, er det både brandsikkert og vandskyende. Restmaterialer fra produktionen kan genbruges i ny produktion, ligesom 97 % gammelt, "skrottet" stenuld fra bygninger mv. kan indgå i ny produktion og dermed genanvendes. Der er således ingen spildmaterialer, hvilket gør produktet meget bæredygtigt, og der er heller ingen begrænsning på råmaterialerne grundet genanvendelsen.

Bygningsisolering omfatter isoleringsplader, der lægges ind i konstruktionen af bygningerne, samt facade- og tagisolering, der monteres på ydersiden af bygningen. Teknisk isolering omfatter isolering af rør, kedler og varmerør, typisk til industriel brug.¹⁵

¹⁴ www.Rockwool.dk

¹⁵ Rockwool årsrapport 2012, side 12.

Isolering af bygninger er bevist en af de bedste måder at spare CO₂ på, jf. nedenstående figur udarbejdet af bl.a. McKinsey efter analyse i 2008. Figuren viser den årlige besparelse/udledning af CO₂ for forskellige produkter, hvor isoleringsforbedringer er det mest besparende materiale.



Figur 6.4.1.1: CO₂-besparelser. Kilde: www.rockwool.com og McKinsey/Vattenfall, 2008

Den fokus der i øjeblikket er på energi- og CO₂-besparelser kan dermed vise sig meget gunstig for Rockwool. Mere om dette i den strategiske analyse, punkt. 7.

6.4.2. Systems¹⁶

Systems-segmentet består af mange forskellige produkter, som alle er produceret af stenuld, men som ikke er en del af isoleringsområdet. Disse produkter tæller blandt andre: Grodan (til brug for dyrkning af afgrøder mv. i drivhuse), Rockfon (akustiklofter). RockDelta (vibrationskontrol til togtrafik), Lapinus Fibres (granulat bl.a. til brug i bilers bremsebelægninger) samt Rockpanel (facadebeklædning).

¹⁶ www.rockwool.com

7. Strategisk analyse

Til brug for værdiansættelsen af Rockwool skal der udføres en grundig strategisk analyse for at identificere selskabets ikke-finansielle værdidrivere i både deres interne såvel som deres eksterne miljø.

Til analyse af selskabets eksterne miljø bruges PESTEL-analysen, som identificerer de Politiske, Økonomiske, Sociale, Teknologiske, Miljømæssige og Lovgivningsmæssige faktorer, som påvirker Rockwool væsentligt.

Porters Five Forces bevæger sig lidt tættere på, og fokuserer på selve isoleringsbranchen og dermed de konkurrenceforhold, der er her.

Til brug for analyse af Rockwools interne miljø anvendes Porters generiske model, som identificerer, hvorledes selskabet opnår deres strategiske konkurrencefordele.

Ved hjælp af Ansoffs vækstmatrice identificeres Rockwools vækststrategier, og slutteligt anvendes SWOT-analysen som opsamling for alle de ovennævnte modeller, og dermed som den endelige vurdering af Rockwool ikke-finansielle værdidrivere.

7.1. PESTEL

I PESTEL-analysen vælges de Politiske og Lovgivningsmæssige faktorer at slås sammen, da disse ligger meget tæt op ad hinanden.

7.1.1. Politik & Lovgivning

De seneste år har der været megen debat og fokus på energibesparelser, CO₂-besparelser og grønne afgifter. Dette bærer lovgivningen i de forskellige lande derfor også præg af. Især EU har fokus herpå, senest er vedtaget et direktiv i 2012, som kræver at energiforbruget i hele EU skal falde med 17 % frem til år 2020¹⁷. Også FN har vedtaget aftaler, senest ved COP18, hvor Kyoto-aftalen fra år 1997 blev forlænget frem til 2020, hvor de underskrivende lande har forpligtet sig til

¹⁷ <http://www.jv.dk/artikel/1359198:Business--Nyt-EU-direktiv-giver-masser-af-danske-job>

at nedbringe deres CO₂-udslip¹⁸. Ligeledes i Frankrig og Tyskland har de lokale regeringer vedtaget forskellige incitamentsprogrammer om at energimodernisere bygninger¹⁹.

Alle disse tiltag er positive for Rockwool, da en effektiv vej til energimoderniseringer og energibesparelser går gennem isolering.

I Danmark er det såkaldte håndværkerfradrag og den forventede forlængelse heraf positivt for Rockwool, da det vil øge aktiviteten på byggemarkedet.

Derimod er de for nyligt nedsatte el-energiavgifter i Danmark²⁰ negativt for Rockwool, da lavere energiavgifter mindsker incitamentet for husejere med elvarme til at efterisolere. Rockwool er således både positivt og negativt påvirket af udsving i energipriser: positivt fordi de selv kan spare på deres omkostninger til produktion mv., negativt fordi det giver mindre behov for energiforbedringer.

Rockwool er en meget international virksomhed og er derfor også påvirkelig overfor eventuelle handelsbarrierer og import/eksport-told mellem lande og verdensdele. Ligeledes er de udsat for risiko fra svært bureaukrati og manglende tilladelser fra de lokale myndigheder, som det var tilfældet i Kroatien, hvor Rockwools fabrik først efter en flere år lang proces fik driftstilladelse i 2012²¹.

Der er for nylig kommet øget fokus på brandrisiko i bygninger i især Kina og Rusland, efter førstnævnte har været udsat for flere storbrande. Dette har medført strengere brandregulativer, hvilket gør Rockwools ikke-brandbare isolering til et oplagt valg.

Herudover er Rockwool - som alle andre internationale virksomheder - påvirkelig overfor udsving i skattesatserne, da dette kan skabe store omkostninger eller besparelser, og som derfor direkte påvirker aktionærernes afkast.

¹⁸ http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

¹⁹ Rockwool årsrapport 2012, side 7

²⁰ http://www.danskenergi.dk/Aktuelt/Arkiv/2012/November/12_11_12B.aspx

²¹ <http://www.rockwool.com/about+the+group/media/corporate+news/news+viewer?newsid=4318&title=Ministerial%20opening%20for%20Croatian%20factory>

7.1.2. Økonomi

Den globale finanskrisen har skabt krise på byggemarkedet, hvilket har påvirket Rockwools salgstal siden 2008 (jf. afsnit 6.1). Da isolering typisk er en større investering - både for virksomheder samt for private - er Rockwool afhængige af disses lyst til at foretage store investeringer. Tendensen under finanskrisen er dog for private især, at der spares op frem for at investere²². Rockwool forventer dog selv, at de ovennævnte politiske tiltag kan fremtvinge og/eller opfordre til flere investeringer i byggerier.

OECD's forventninger til væksten i BNP - som er sammensat af forbrug + investeringer + offentlige udgifter + nettoeksport - viser således også en svag stigning på 1,4 % i 2013 og yderligere 2,3 % i 2014²³. Det tyder derfor på, at forbrug og investeringer vil stige.

Grundet finanskrisen har Rockwool været nødsaget til at optage mere fremmedgæld. De havde således frem til og med 2007 nettofinansielle aktiver, mens de i de seneste 5 år (undtaget dog af 2009) havde nettofinansielle forpligtelser. Dette påvirker derfor værdien af Rockwool, som vil blive uddybet nærmere i afsnit 10.

Rockwool opererer på mange forskellige geografiske markeder og handler dermed i mange forskellige valutaer. De er derfor afhængige af ændringer i valutakurserne i de pågældende lande, hvilket vil blive tydeliggjort i regnskabsanalysen, afsnit 8.

7.1.3. Sociologi

Rockwool er afhængig af samfundets holdning til, om de vil gøre en indsats for at nedbringe CO₂-udslippet og skærpe bygningers brandsikkerhed. Jo større tendensen er blandt befolkningen til at leve ud fra CO₂-besparende præmisser og satse på brandsikkerhed, jo bedre er det for salget af Rockwools produkter.

Efterspørgslen efter Rockwools produkter er ligeledes afhængig af mængden af folk der kan efterspørge den - altså befolkningsstørrelsen. De seneste par år har der været faldende fødselstal i

²² <http://www.business.dk/privatoekonomi/opsparing-mod-nye-hoejder>

²³ Jf. bilag 3 - OECD forventet BNP 2013 og 2014

Danmark²⁴, og hvis dette også er tendensen i resten af verden, samt hvis det forsætter i flere år, kan det have betydning for efterspørgslen på længere sigt.

7.1.4. Teknologi

Rockwools produkter er blandt deres kunder kendt for at være et kvalitetsprodukt. Det er derfor vigtigt for Rockwool, at de fortsat kan opretholde deres nuværende produktionsmæssige forhold, for at denne opfattelse ikke ændrer sig. Ligeledes er det vigtigt, at de udnytter deres produktionsfaciliteter og råvarer mest effektivt for at få det maksimale udbytte. Dette kræver store investeringer i forskning og udvikling, ligesom F&U også er nødvendigt for at blive ved med at skabe nye produkter. Dette har også været tilfældet i 2012, hvor de har optaget adskillige patenter på nye produkter i flere lande - stærkt hjulpet af medarbejdernes store viden og know-how i forskningen.

7.1.5. Miljø

Rockwool er, som nævnt tidligere i analysen, meget påvirkelig af, hvilke love der gennemføres, samt hvilke tendenser der er i samfundet vedrørende CO₂- og energibesparelser og brandsikkerhed. Deres produkter er meget bæredygtige og brandsikre, hvorfor de har en konkurrencemæssig fordel overfor andre isoleringsprodukter end stenuld. Forskellene mellem isoleringsprodukterne vil blive yderligere gennemgået i brancheanalysen, afsnit 7.2.

7.1.6. Konklusion PESTEL

Gennem PESTEL-analysen har jeg vurderet de væsentligste omverdensfaktorer for Rockwool. De har en stor konkurrencemæssig fordel i, at deres produkter er meget bæredygtige, og kan reducere CO₂-udledningen og energiforbruget, ligesom de er meget brandsikre. Der er i 2012 foretaget flere lovmæssige indgreb især i Europa med henblik på at energimodernisere bygninger, hvor isolering vil være en ideel tilgang, hvorfor dette forventeligt vil øge efterspørgslen efter Rockwools produkter.

Rockwool har dog også været påvirket af finanskrisen, da denne har ramt byggebranchen hårdt. Gennem vedvarende produktudvikling samt OECD's forsigtige positive forventninger til økonomien

²⁴ Jf. artikel "Nyt fra Danmarks Statistik nr. 67, 12. februar 2013", www.dst.dk

de næste par år, vurderes omverdensfaktorerne til at have været overordnet positive for Rockwool.

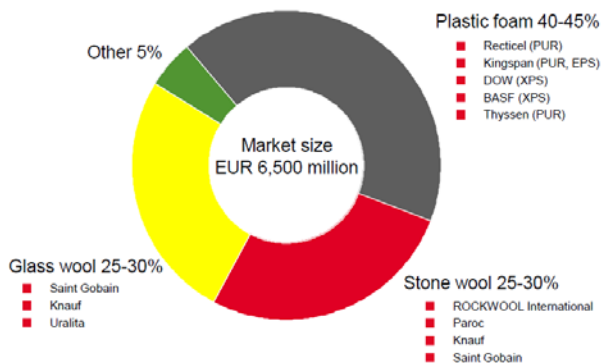
7.2. Porters Five Forces

Ved hjælp af modellen Porters Five Forces foretages her en brancheanalyse af isoleringsmarkedet med henblik på at analysere den nuværende konkurrenceintensitet. Hvert af de fem underpunkter vil blive vurderet med enten et "+", "/" eller "%" for at indikere om det enten er positivt (+), negativt (%) eller hverken positivt eller negativt (/) for Rockwool.

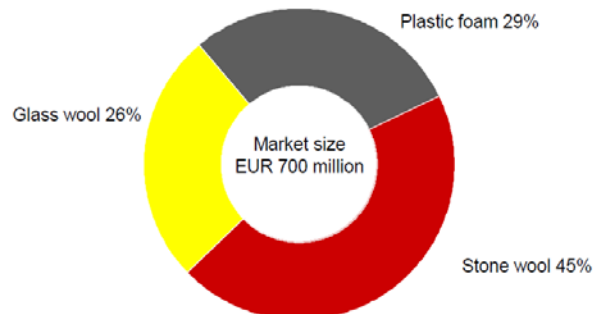
Før Porters Five Forces gennemgås, vil selve isoleringsbranchen og dets største aktører blive præsenteret kort.

Isoleringsmarkedet omfatter som tidligere nævnt stenuld, glasuld og plastikskum. De geografiske markeder var i 2011 opdelt jf. nedenstående figurer - det vurderes, at der ikke er sket væsentlige ændringer siden:

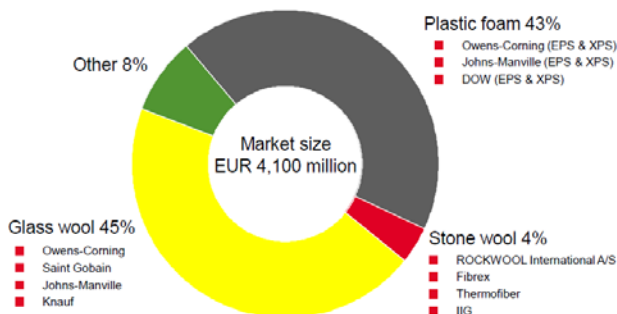
European insulation market 2011



Russian insulation market 2011

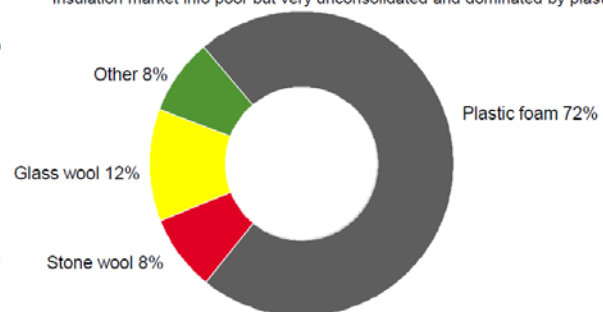


North American insulation market 2011



China and Southeast Asia

Insulation market info poor but very unconsolidated and dominated by plastics



Figur 7.2.1. - konkurrentfordeling på isoleringsmarkedet. Kilde:

http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2012/20121128_Dansk%20Aktionærforening_Vestegnen_v1.pdf

De største aktører på markedet udover Rockwool er Saint Gobain, Knauf og Kingspan. Rockwool er den førende producent i verden af stenuld, mens de er nummer 2 på isolering samlet set - kun overgået af Saint Gobain.

For at kunne forstå de overordnede forskelle mellem de tre typer isolering, er nedenstående figur inddraget.

	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 7.2.2. - forskelle på isoleringstyper. Kilde:

http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2012/20120412_Toronto-NY_SEB.pdf

Stenuld og glasuld beskrives samlet set som mineraluld, da de begge er lavet af naturlige råvarer, hvorimod plastskum er kunstigt fremstillet. Plastskum er derfor betydeligt mindre bæredygtigt sammenlignet med mineraluld og er endvidere meget stærkt brandbart. Glasuld smelter allerede ved 600 C°, mens stenuld skal varmes helt op til 1.000 C°, før det brænder. Stenuld er derfor det mest brandhæmmende produkt på markedet.

Alle tre produkter er fugtafvisende, mens plastskum hverken er lydisolerende eller kan vakuumpakkes. Glasuld er det eneste af produkterne, der ikke kan bære tung vægt.

Overordnet set er stenuld dermed det bedste produkt baseret på de 5 parametre jf. figur 7.2.2. De kan dog ikke komprimere deres stenuldsprodukter lige så meget, som det er tilfældet med glasuld, hvorfor glasuldsproducenterne her kan spare transportomkostninger.

Kingspan

Britiske Kingspan er en af Rockwools største konkurrenter, da de er førende indenfor skumplastproduktionen, (Kingspan opererer dog kun på det europæiske marked). Ved et hurtigt kig på deres finansielle nøgletal i perioden 2008 til 2012 kan man se, at de - ligesom Rockwool - blev ramt hårdt af krisen i 2008/2009, men at deres omsætning i 2012 var en smule større end i 2008, mens operating income 90 mio. EUR i 2012 mod 68 mio. EUR i 2008. De ser derfor umiddelbart også ud til at være kommet godt igennem krisen²⁵. Det vurderes dog, at Rockwool står stærkere end

²⁵ <http://www.kingspan.com/investors/key-financial/five-year-summary.aspx> Disse tal er dog samlet for Kingspan-koncernen, som også indeholder andre forretningsområder. Isolering vedrører dog ca. 80 % af den samlede omsætning i 2012

Kingspan, da de har et mere bæredygtigt og brandsikkert produkt, hvilket der er stor fokus på i øjeblikket, samt at Rockwool opererer i hele verden, mens Kingspan kun er i Europa.

Saint-Gobain

Saint-Gobain er en stor entreprenør-koncern med produktløsninger til de fleste dele af bygningsprojekter. I 2012 havde de en omsætning på 43 mia. EUR, hvoraf de 5,8 mia. EUR (ca. 43 mia. kr.) vedrører isoleringssegmentet²⁶. Dette beviser at de overgår Rockwool på isoleringsområdet samlet set, da Rockwools omsætning fra isolering udgør ca 12 mia. kr. i 2012²⁷. Saint-Gobain producerer både stenuld, glasuld og plastskum (under navnet Isover). De opererer hovedsageligt i Europa, og især i hjemlandet Frankrig, hvorfra 28 % af deres samlede omsætning stammer fra. De har dog i lighed med Rockwool også bevæget sig udover de europæiske grænser til Nordamerika og Asien.

Saint-Gobain er således en meget stor og betydelig konkurrent, som har en stor styrke i forhold til Rockwool, i og med de har et bredere produktsortiment som omfatter alle typer isolering.

Knauf

Den tyske Knauf-koncern producerer, i lighed med Saint-Gobain, både glasuld, stenuld og plastskum, samt andre bygge- og konstruktionsmaterialer. Det er dog kun i Europa, de producerer stenuld, mens de i Nordamerika producerer glasuld, og i Asien er de slet ikke på isoleringsmarkedet (kun med andre produkter)²⁸.

Knauf anses derfor kun som en betydelig konkurrent i Europa og i Nordamerika.

7.2.1. Trussel fra nye konkurrenter

For at kunne producere isolering er det nødvendigt med et meget stort produktionsanlæg. Der er derfor meget høje indgangsbarrierer for nye, potentielle producenter i form af kapital til at investere i anlæggene.

²⁶ Saint-Gobain årsrapport 2012, side 73

²⁷ Rockwool årsrapport 2012, side 36

²⁸ http://www.knauf.com/www/enueber-knauf/vom-familienunternehmen/partnerfirmen/vom-familienunternehmen_1.php

Herudover skal der foretages store investeringer i forskning og udvikling med henblik på at udvikle egne produkter. Isoleringsbranchen er meget omfattet af patenter, hvorfor en ny aktør på markedet skal kunne udvikle sine helt egne, nye produkter og produktionsmetoder.

Truslen fra nye konkurrenter vurderes derfor som et "+" for Rockwool, da det er svært for nye konkurrenter at blive etableret på markedet.

7.2.2. Trussel fra substitutter

Der er ikke nogle direkte substitutter overfor isoleringsbranchen. Der kan veksles mellem flere forskellige typer isolering (stenuld, glasuld, skumplast mv.), men disse kan ikke erstattes med andre produkter udenfor isoleringsbranchen. Havde analysen kun været fokuseret på stenuldsbranchen, ville glasuld og plastskum have været substitutter til stenuldsprodukterne.

Truslen fra substitutter er derfor ligeledes et "+" for Rockwool.

7.2.3. Leverandørernes forhandlingsstyrke

Til brug for produktionen af stenuld anvendes forskellige stenarter, og der bruges koks til at opvarme disse. Der er ikke noget umiddelbart alternativ til disse to råvarer i produktionen, hvorfor Rockwool er meget låst fast af at kunne anskaffe disse.

Der er få producenter af koks i Europa, mens der er et stort, ukendt antal i Kina. Der har indtil 1. januar 2013 været eksporttold i Europa på koks fra Kina, men denne er nu ophævet. De europæiske priser på koks fra Kina forventes derfor at falde, og dermed bliver koks fra de europæiske producenter højst sandsynligt også nødt til at følge med i prisændringen for at kunne matche efterspørgslen²⁹.

Frem til og med 2012 vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke som "%" for Rockwool, da deres produktion er stærkt afhængig af koks, og de få leverandører i Europa samt told på koks fra Kina har presset priserne op. Efter eksporttolden er væk, forventes leverandørernes

²⁹ http://www.1-portal.dk/imagegallery/handelsbanken/B%C3%B8rsnyt_2012/B%C3%B8rsnyt%207.%20januar%202013.pdf

forhandlingsstyrke nu at være "/" eller et svagt "+", da de europæiske leverandører kan presses mere på priserne og dermed øge Rockwools overskudsgrad.

7.2.4. Kundernes forhandlingsstyrke

Rockwools isoleringsprodukter sælges business-to-business, hvilket vil sige at Rockwool sælger til byggemarkeder, entreprenører mv. De sælger dermed ikke til den endelige slutbruger.

Byggemarkeder og store entreprenørvirksomheder har typisk en fælles indkøbsfunktion, som søger at indkøbe store mængder af samme produkt for at kunne indgå gode aftaler om rabatter mv. Medarbejderne i disse indkøbsfunktioner har typisk et godt produktkendskab, hvilket sammen med mængderabatterne øger deres forhandlingsstyrke.

Derimod har de store isoleringsvirksomheder nogle meget stærke brands, som de kan differentiere sig på overfor kunderne, hvilke taler til deres fordel. Derfor har det også været muligt at lade salgspriserne stige i 2012.

Kundernes forhandlingsstyrke vurderes derfor som "%" til "/", da de har "stordriftsfordele" ved de centrale indkøbsfunktioner, mens producenterne kan modsvare dem en smule med deres stærke brands.

7.2.5. Konkurrenceintensiteten på markedet

Isoleringsbranchen består globalt set af ca. 15 store aktører, jf. figur 7.2.1.

Rockwools største konkurrenter er Kingspan, Saint Gobain og Knauf. Produkterne er alle forskellige og dækket af forskellige patenter, og flere af aktørerne har nogle meget stærke brands, som kunderne er bevidste om. Markedet karakteriseres derfor som et differentieret oligopol, da der er relativt få store aktører på et heterogent marked.

Markedet har været ramt af finanskrisen side 2008. Dette kommer også til udtryk i ændringen af markedets størrelse. Markedsstørrelsen af Europa var i 2007 opgjort til ca. 8.000 mio. EUR³⁰, mens Nordamerika var opgjort til ca. 6.000 mio. EUR. I 2011 var det europæiske marked faldet til 6.500 mio. EUR, svarende til et fald på 17,6 %, mens det nordamerikanske marked var faldet med 31,6 %

³⁰ http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2009/20090108_SEB-Nordic.pdf

til 4.100 mio. EUR. Branchen har således globalt set endnu ikke nået sit gamle niveau fra før finanskrisen.

Der er dog positive udsigter især i Europa, da der, som nævnt under PESTEL-analysen afsnit 7.1.1, er foretaget flere lovmæssige tiltag, som vil fremme salget af isolering.

Salgspriserne har været stigende i 2012, hvilket ligeledes tyder på fremgang for branchen.

Produktionen af isolering af meget omkostningstung, da der skal foretages store investeringer i opbygning af fabrikkerne samt i den daglige drift og råvareinput. Stenuldsproduktionen er særligt råvaretung, da der bruges store mængder koks til opvarmningsprocessen af stenene, hvilket derfor er en konkurrencemæssig ulempe for Rockwool overfor glasulds- og skumplast-producenterne.

Herudover er de geografiske markeder vokset, da der især i BRIK-landene (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) er kommet øget fokus på energibesparelser gennem god isolering - samt at dette foretages i brandsikre materialer. Dette kommer til udtryk i Rockwools produktionsudvidelser i 2012 og 2013 i Rusland - hvor de nu har 4 fabrikker, og i Kina, hvor der opføres en ny fabrik til opstart i 2014, da alle de nuværende fabrikker kører med fuld kapacitet³¹. Det er således også de oversøiske markeder (Asien, Nordamerika og andre), der står for den største omsætningsvækst i 2012 for Rockwool med hele 19,3 %³².

Samlet set vurderes konkurrenceintensiteten som et lille "+" for Rockwool, da de står med et stærkt brand og er på vej ud af krisen, men dog modarbejdes af en meget omkostningstung produktion overfor de ikke-stenuldsproducerende konkurrenter. Desuden er der flere meget store aktører på markedet, hvor Saint-Gobain er den største og mest konkurrencedygtige overfor Rockwool.

³¹ Rockwools årsrapport 2012, side 12

³² Rockwools årsrapport 2012, side 36

7.2.6. Konklusion Porters 5 Forces

Det kan konkluderes, at der er gode vækstmuligheder i branchen på alle de geografiske markeder - på de oversøiske gennem oprettelse af nye fabrikker, samt på det ellers stagnerende europæiske marked, hvor der for nyligt er vedtaget love og direktiver, der fremmer nødvendigheden af isolering til energirenovering af bygninger.

De nye, store geografiske markeder åbner op for øget konkurrenceintensitet, da der skal kæmpes om nye, store markedsandele. Rockwool vurderes at stå stærkt i denne kamp, da de har et stærkt brand samt den fornødne kapital til at oprette nye fabrikker. Dette er nødvendigt for at følge med den forventede øgede efterspørgsel, ligesom det ikke er alle deres store konkurrenter, der endnu har satset på Asien, som er et enormt marked med stort potentiale.

7.3. Porters generiske strategier

Michael Porter har udarbejdet en model, der arbejder med 4 forskellige generiske strategier. Teorien bygger på, at virksomheden kun skal følge én af disse for at opnå og fastholde deres konkurrencemæssige fordel. Hvis de vælger flere, risikerer de at blive "stuck-in-the-middle".

Først gives en beskrivelse af hver generisk strategi, og bagefter placeres Rockwools strategi på en - eller flere - af disse.

		Konkurrencemæssige fordele	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Målgrupper	Stor markedsandel: Bred målgruppe	Omkostningslederstrategi 1	Differentieringsstrategi 2
	Mindre markedsandel: Snæver målgruppe	Omkostningsfokusstrategi 4	Fokuseret differentieringsstrategi 3

Figur 7.3.1. Porters generiske strategier.

Kilde: http://zoom.systime.dk/index.php?id=811&tx_systimeglossary_pi1%5Bcharacter%5D=g&cHash=7f20f54d8b

Porters generiske strategier er fordelt ud fra et matrix af størrelsen på markedsandelen samt konkurrencemæssig fordel (om de har lave omkostninger eller et unikt produkt).

7.3.1. Omkostningsleder

Omkostningslederstrategien går ud på, at virksomheden har effektiviseret produktionen, så de kan producere sine produkter billigere end konkurrenterne. Dette skyldes bl.a., at de kan sælges deres produkter til en meget bred målgruppe og dermed opnå stordriftsfordele. Denne strategi bruges derfor typisk af meget store virksomheder.

7.3.2. Omkostningsfokus

En virksomhed med omkostningsfokusstrategi har, som omkostningslederen, en billigere produktion end konkurrenterne, men deres produkter henvender sig kun til en mindre målgruppe.

7.3.3. Differentiering

Ved en differentieringsstrategi har virksomheden en stor målgruppe, og de adskiller sig fra konkurrenterne ved at have skabt et unikt produkt, enten i form af et specielt design, brand, service, kvalitet eller lignende.

7.3.4. Fokuseret differentiering

Fokuseret differentiering er som ved differentieringsstrategien med fokus på at have et unikt produkt, men her henvender produktet sig kun til en smal målgruppe.

7.3.5. Rockwools generiske strategi

Rockwool er, som konkluderet under brancheanalysen Porters Five Forces, markedsleder inden for produktion af stenuldisolering, og nummer 2 på hele isoleringsmarkedet. De henvender sig derfor til en meget bred målgruppe. Deres produkter sælges i de fleste store gør-det-selv byggemarkeder i Europa, samt i de to førende i Nordamerika (Home Depot og Lowe's)³³, hvorfor de herigennem når ud til alle typer af både private og professionelle kunder.

Rockwool har et meget stærkt brand, så de behøver ikke fokusere på, at de skal have de laveste priser. Deres produkter har kvalitet, og det er deres kunder bevidste om og villige til at betale for. Dette afspejler sig ved, at de i 2012 har kunnet lade deres salgspriser stige og dermed forøget omsætningen³⁴. De producerer, modsat deres nærmeste konkurrenter, som identificeret under

³³ Rockwool årsrapport 2012, side 12

³⁴ <http://www.business.dk/industri/stigende-priser-sikrer-fremgang-for-rockwool>

brancheanalysen, afsnit 7.2, kun produkter af stenuld, da dette er det mest bæredygtige af de 3 isoleringstyper.

Det kan derfor konkluderes, at Rockwool følger en differentieringsstrategi, da de har et unikt produkt, der henvender sig til en bred målgruppe. De har blandt andet opnået deres brand gennem mange års erfaringer samt store investeringer i forskning og udvikling, som har ført til patenterede rettigheder af deres produktionsteknologier.

7.4. Ansoffs vækstmatrice

Ved hjælp af Ansoffs vækstmatrice gennemgås nedenfor, hvilke vækststrategier Rockwool har brugt for at opnå deres historiske vækst, samt hvilke strategier de har planlagt at bruge for at fortsætte denne vækst.

Matricen bevæger sig mellem eksisterende og nye produkter på eksisterende og nye markeder, jf. figur 7.4.1. Hver vækststrategi vil blive gennemgået individuelt og efterfølgende blive sammenholdt med Rockwools strategier.

		Products	
		Present	New
Markets	Present	Market penetration	Product development
	New	Market development	Diversification

Figur 7.4.1 - Ansoffs vækstmatrice. Kilde: http://en.wikipedia.org/wiki/File:Ansoff_diversification.JPG

7.4.1. Markedspenetration

Strategien markedspenetration defineres ved, at virksomheden skal forsvare sine nuværende markedsandele med sine nuværende produkter. Dette kan blandt andet opnås ved at øge markedsføringsindsatsen overfor eksisterende målgruppe eller effektiviseringer indenfor værdikæden (særligt produktion og distribution).

En anden måde at forsvare sine markedsandele på et specifikt marked kunne også være at frasælge andre aktiviteter og kun fokusere på et smallere marked og produktportefølje.

Markedspenetrationsstrategi vil altid være nødvendig for en virksomhed, da det er vigtigt at "please" sine trofaste kunder for at fastholde sine markedsandele og ikke kun søge nye markeder.

Rockwools brug af markedspenetration kommer blandt andet til udtryk ved deres åbning af en ny fabrik i Rusland. De russiske kunder var før serviceret af fabrikkerne i hovedsageligt Polen, men for at forbedre leveringstiderne og være tættere på kunderne, er der nu oprettet fire fabrikker i Rusland³⁵.

Herudover foretager Rockwool konstant forskning og udvikling af deres produktionsteknologier for at forbedre disse, ligesom der i 2012 er påbegyndt et omstrukturingsprojekt af de eksisterende fabrikker i Europa for at øge effektiviteten og dermed sikre en bedre overskudsgrad³⁶.

Rockwool fastholder ligeledes sine markedsandele ved at følge konkurrenternes prisændringer tæt, så konkurrenterne ikke får konkurrencefordel ved at have lavere priser, så de dermed kan vinde nogle af Rockwools markedsandele. Det har dog lykkedes Rockwool at lade priserne stige i 2012, og de opnåede derigennem en højere nettoomsætning³⁷.

7.4.2. Markedsudvikling

Ved markedsudvikling forstås, at virksomheden tilbyder sine eksisterende produkter til nye geografiske markeder eller målgrupper.

Dette kan opnås ved at opføre nye fabrikker eller salgskontorer i nye lande, eller modificere sin markedsføringsindsats, således at den målrettes nye kundegrupper. I Rockwools tilfælde kunne det f.eks. være at oprette deres egne Rockwool-varehuse henvendt til private - i stedet for nu, hvor de kun opererer B2B.

Rockwool har i høj grad benyttet sig af geografisk markedsudvikling ved opkøb og opførelse af fabrikker i nye geografiske områder, senest til Asien, hvor de øjner meget store potentielle markedsandele.

³⁵ Rockwools årsrapport 2012, side 12

³⁶ Rockwools årsrapport 2012, side 10

³⁷ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/09/14/rockwool-vi-vil-forsvare-markedsandele-med-alt-hvad-vi-har/12090072>

7.4.3. Produktudvikling

Produktudvikling er en strategi, hvor virksomheder skaber vækst ved at producere nye produkter til sine eksisterende markeder. Dette kan både være ved at udnytte sine gamle kompetencer eller anskaffe sig nye.

Rockwool søger konstant at udvikle deres eksisterende produkter, så de bliver bedre og mere effektive. De bruger derfor produktudvikling ved hjælp af deres medarbejderes know-how. Det er nødvendigt løbende at udvikle nye produkter, da de kun har en vis levealder før interessen for dem falder, eller konkurrenterne overhaler dem med nyere teknologier og bedre produkter.

7.4.4. Diversifikation

Den sidste vækststrategi er diversifikation, hvor virksomheden udbyder et nyt produkt til et nyt marked. Dette kan ske på to måder, enten ved relateret eller ikke relateret diversifikation, hvor den relaterede diversifikation bygger på virksomhedens eksisterende viden og produktionsmetoder, mens ikke relateret diversifikation slet ingen tilknytning har til de eksisterende produkter og markeder.

Indenfor isoleringssegmentet har Rockwool benyttet sig af relateret diversifikation ved at udvikle teknisk isolering. Dette produceres af samme råvarer og med samme teknologi, men henvender sig til et andet segment end bygningsisolering.

7.4.5. Konklusion Ansoffs vækstmatrice

For at skabe vækst på isoleringsmarkedet har Rockwool hovedsageligt brugt vækststrategierne markedspenetrering og markedsudvikling samt i lidt mindre grad produktudvikling. Især markedsudviklingen skaber stor vækst for Rockwool, da de er kommet ind på meget store, nye markeder i USA og Kina, ligesom de i de kommende år vil forbedre deres overskudsgrad ved højere salgspriser og effektiviserede produktioner.

7.5. SWOT-analyse og kapabiliteter

Til brug for afslutning og opsamling af hele den strategiske analyse bruges SWOT-analysen, som opsummerer Rockwools interne styrker og svagheder, samt deres eksterne muligheder og trusler. Slutteligt defineres deres kapabiliteter ud fra SWOT-analysen.

7.5.1. Muligheder

- Det asiatiske marked: et stort marked med ny fokus på brandsikker isolering.
- En produktionstung branche, hvor nye aktører har svært ved at komme ind.
- Faldende kokspriser i 2012, som forventes fortsætter i 2013 - dette vil medføre lavere produktionsomkostninger.
- Øget fokus på energibesparelser især i Europa - lovgivningsmæssige tiltag til energiforbedringer af bygninger.
- Forventet stigning i BNP, som sandsynligvis vil medføre større investeringer på et ellers presset byggemarked

7.5.2. Trusler

- Byggemarkedet er fortsat svækket af den globale finanskrisen.
- Valutarisici ved at handle på udenlandske markeder.
- Risici for modarbejdelse af myndigheder eller strenge lovgivninger i forbindelse med oprettelse af produktion i nye lande.
- Store, stærke konkurrenter - især markedslederen Saint-Gobain - som er interesseret i samme geografiske markeder.
- Produktionstung branche, hvor effektiviseringer er nødvendige for at holde salgspriserne nede.

7.5.3. Svagheder

- Har kun specialiseret sig i stenuldsisolering, mens de nærmeste konkurrenter har flere isoleringstyper.
- Konservativ finansieringspolitik, hvorfor de mister fordelene ved skatteskjoldet ligesom det påvirker Rockwools fair værdi.
- Stærkt afhængige af medarbejdernes viden og know-how.
- Stenuldsisolering er svært at komprimere, hvilket forøger transportomkostningerne.

7.5.4. Styrker

- Stærkt brand samt ejer mange patenter, der giver dem en konkurrencemæssig fordel i forhold til konkurrenterne.
- Medarbejdernes viden og know-how.

- Markedsleder indenfor stenuldsbranchen samt er rykket hurtigt på de nye store markeder, Rusland og Kina, som giver Rockwool stor vækst.
- Stor kapital, der giver mulighed for investeringer og modstandsdygtighed i krisetider.
- Risikospredning samt udnyttelse af kapabiliteter ved at investere på mange geografiske markeder.

7.5.5. Kapabiliteter

Et selskabs kapabiliteter defineres som "Virksomhedens ressourcer og kompetencer der er nødvendige for overlevelse og udvikling"³⁸. Ressourcer er de materielle og immaterielle "ting", det vil sige, det "vi har", mens kompetencer er, hvordan vi bruger disse ting. Ifølge VRIN-modellen, skal kapabiliteterne - for at opnå konkurrencefordele - være værdifulde for kunden (V), sjældne (R), svære/umulige at imitere (I) og svære/umulige at substituere (N)³⁹.

Ud fra opsummeringen i SWOT-analysen konkluderes Rockwools følgende kapabiliteter:

Ressourcer:

- Store produktionsfaciliteter, som er lokaliseret tæt på kunderne.
- Stor kapitalbeholdning.
- Medarbejdernes viden og know-how.
- Mange patenter.
- Rockwool-brandet.

Kompetencer:

- Effektivitet af produktionsfaciliteterne.
- Ledelsesbeslutninger omkring investeringer og markedsudvidelser.
- Udvikling af medarbejderne samt bruge deres viden til at skabe de mest bæredygtige produkter.
- Opretholde og styrke brandet gennem deres handlinger.

³⁸ Johnson, Whittington & Scholes - "Exploring Strategy", side 84.

³⁹ Johnson, Whittington & Scholes - "Exploring Strategy", side 89.

Det vurderes, at alle de ovennævnte kapabiliteter lever op til de fire kriterier i VRIN-modellen, hvorfor de skaber længerevarende konkurrencefordele for Rockwool og dermed profit.

7.6. Konklusion - strategisk analyse

Rockwool er leder på verdensmarkedet for produktion af stenuldsisolering, og er desuden nummer 2 efter den meget store, franske koncern Siant-Gobain på det samlede isoleringsmarked. De er på vej ud af krisen med vækst hvert år siden 2010, og på de nye, store markeder i Rusland og Kina er der god vækst og meget positive forventninger for fremtiden. Blandt andet fordi der er stor fokus på brandhæmmende isolering efter kæmpe bygningsbrande i især Kina.

Rockwool har altid haft stor fokus på miljøet, og de skaber bæredygtige produkter for at mindske CO₂- og energispild. Det er derfor meget positivt for dem, at der i flere europæiske lande, samt i EU generelt, er kommet stor fokus på energiforbedringer af bygninger. Ligeledes er stenuldsisolering meget brandsikkert, hvilket giver en konkurrencemæssig fordel overfor konkurrenterne med glasuld- og skumplastisolering.

Rockwool har et rigtig stærkt brand, som de har opnået gennem mange år på markedet samt kompetencerne til at udnytte de menneskelige vidensressourcer de besidder.

De har en god stærk kapital, som giver mulighed for at foretage de nødvendige investeringer, og som gør dem modstandsdygtige mod kriser som den, verden stadig oplever. Denne kapitalpolitik er dog også en ulempe, da Rockwool i mindre grad udnytter fordelene ved skatteskjoldet, ligesom det vil have betydning for selskabets fair værdi.

Rockwool har ligeledes igangsat investeringer til effektivisering af deres nuværende produktion, som vil give dem en forbedret overskudsgrad, hvilket ligeledes bliver hjulpet på vej af stigende salgspriser og faldende råvarepriser.

8. Regnskabsanalyse⁴⁰

I dette afsnit udføres en historisk regnskabsanalyse af Rockwool med udgangspunkt i de reformulerede regnskaber. Regnskabsanalysen kobles senere under budgetteringsafsnittet sammen med de ikke-finansielle værdidrivere identificeret i den strategiske analyse med henblik på at foretage en budgettering til brug for værdiansættelsen.

Først foretages reformuleringen af Rockwools årsregnskaber for årene 2008 til 2012. Ligeledes reformuleres balancen for 2007, da denne skal bruges til at udregne gennemsnitværdier i nøgletalsberegningerne. Reformuleringen skal foretages for at sikre en bedre sammenlignelighed i regnskabstallene, hvor usædvanlige poster udskilles. Reformuleringen har ligeledes til formål at adskille driftsaktiviteten fra finansieringsaktiviteten, med henblik på at kunne vurdere hvorfra værdiskabelsen kommer. Ud fra de reformulerede opgørelser beregnes herefter nøgletallene Return on Equity (ROE), Overskudsgraden (OG) og Aktivernes Omsætningshastighed (AOH), som hver dekomponeres i yderligere "under-nøgletal" for at forstå præcis, hvad der driver udviklingen af disse.

Til brug for denne opgave foretages ikke reformulering af pengestrømsopgørelsen, da det frie cash flow kan udledes af det budgetterede driftsoverskud fratrasket den budgetterede ændring i nettodriftsaktiverne, hvilket udledes af totalindkomstopgørelse og balance.

8.1. Reformulering

8.1.1. Generelle kommentarer

I 2011 foretog Rockwool en ændring i deres anvendte regnskabspraksis, som betød en ændring i 2010-sammenligningstallene i 2011-regnskabet. Til brug for reformulering og analyse af regnskabstallene vedrørende år 2010 er derfor brugt tallene fra årsrapporten 2011.

De officielle samt reformulerede opgørelser er vedlagt i bilagene 4-9.

⁴⁰ Er udarbejdet efter metoderne i bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang" af Ole Sørensen.

8.1.2. Egenkapitalopgørelsen

Årets bevægelser på egenkapitalen vedrører enten transaktioner med ejerne eller totalindkomst. Nogle af disse poster kan være såkaldte "dirty surplus"-poster, som reelt er en værdiskabelse for virksomheden, men som ifølge de gældende regnskabsregler ikke skal medtages i resultatopgørelsen, men føres direkte over egenkapitalen. Dette vil typisk være opskrivning af anlægsaktiver, sikringstransaktioner og valutakursreguleringer. Derfor udarbejdes reformuleringen af egenkapitalen som det første for at identificere disse poster, og for efterfølgende at kunne regulere disse i resultatopgørelsen.

Posten på egenkapitalen vedrørende "omkostningsført værdi af udstedte optioner" er behandlet som totalindkomst, hvorfor denne også føres over den reformulerede totalindkomstopgørelse.

8.1.3. Balancen

I balancen opdeles de likvide beholdninger i driftslikviditet og likvide beholdninger. Denne opdeling skyldes, at virksomheder har brug for en "buffer" til at kunne betale regningerne hurtigt. Dette er et ikke-rentebærende driftsaktiv, som dog i årsregnskabet typisk vises sammen med finansieringslikviditeten som en samlet sum⁴¹. Driftslikviditeten skønnes til at være ½ % af omsætningen.

Andre hensatte forpligtelser består primært af medarbejderforpligtelser, reklamationer og retssager. Dette klassificeres derfor som driftslikviditet.

Beløbet vedrørende "Pensionsforpligtelser" består, jf. noten i regnskabet, både af pensionsaktiver og pensionsforpligtelser. Dette er derfor splittet op i den reformulerede balance.

"Langfristede deposita og tilgodehavender" er klassificeret som kernerdriftsaktiv. Regnskabet melder ikke noget om, hvad det præcis vedrører. Det vurderes derfor at vedrøre depositum, som selskabet har betalt for leje af bygninger, maskiner mv., som indgår i driften.

⁴¹ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 183.

"Aktier i associerede virksomheder" er typisk strategiske investeringer i selskaber med relaterede aktiviteter, hvor Rockwool blot ejer en mindre del af aktierne. Posten klassificeres derfor som driftsaktivitet.

Nedenfor er vist hovedtallene fra den reformulerede balance. For nærmere specifikation, se bilag 7.

mio.kr.	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kernedriftsaktiver	9.539	11.095	10.432	11.663	12.066	12.244
Driftsforpligtelser	-3.359	-3.151	-2.970	-3.182	-3.438	-3.458
Kerne nettodriftsaktiver	6.180	7.944	7.462	8.481	8.628	8.786
Ikke-kernedriftsaktiver	523	529	674	773	827	883
Netto driftsaktiver	6.703	8.473	8.136	9.254	9.455	9.669
Netto finansielle forpligtelser	1.074	-509	92	-479	-820	-241

Egenkapital koncern	-7.777	-7.964	-8.228	-8.775	-8.635	-9.428
Minoritetsinteresser	188	246	269	212	12	24
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	-7.965	-8.210	-8.497	-8.987	-8.647	-9.452

Figur 8.1.3.1 - Reformuleret balance i hovedtal. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Rockwools årsrapporter.

8.1.4. Resultatopgørelsen

I noten "Pensionsforpligtelser" er opgjort det omkostningsførte beløb i året vedrørende pensioner. Omkostningen bliver hvert år reduceret med indtægten "forventet afkast af ordningens aktiver". Det vurderes, at denne post ikke er en del af den normale drift, hvorfor den flyttes ned under "usædvanlige poster", så personaleomkostningerne bliver derfor forøget - og core-driftsoverskud dermed formindsket⁴².

Årets nedskrivninger af materielle aktiver, samt tilbageførsel af tidligere års nedskrivninger fjernes fra "af- og nedskrivninger" under core-driftsresultat og flyttes ned under usædvanlige poster. Dette skyldes, at de er et estimat, der ikke er afhængige af driften.

Af samme grund flyttes "nettogevinst/-tab ved salg/udrangering af aktiver" fra driftsindtægterne ned under usædvanlige poster.

⁴² Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 291.

Der føres årligt nedskrivninger af tilgodehavender fra salg, som primært vedrører tilgodehavender forfaldent mere end 90 dage. Disse nedskrivninger føres jf. IFRS som en omkostning i resultatopgørelsen. Det vurderes dog mere korrekt at vise nedskrivningen som en reduktion af omsætningen, da nedskrivningen er et udtryk for, at de ikke forventer at modtage betaling fra kunden for deres produkt/ydelse. Det er således en lettere kunstig oppustning af omsætningen. Beløbet er specificeret under noten "Tilgodehavender fra salg" i årsrapporten.

De nettofinansielle omkostninger opdeles i core og usædvanlige poster. Renteindtægter og -omkostninger er core-poster, da de udspringer direkte fra de nettofinansielle forpligtelser (/aktiver), mens kurstab og kursgevinst er usædvanlige poster, der hovedsageligt stammer fra selskabets køb og salg af varer og tjenesteydelser i udenlandsk valuta. Dette beløb kan svinge meget fra år til år, og er afhængigt af volatiliteten af den handlede valuta.

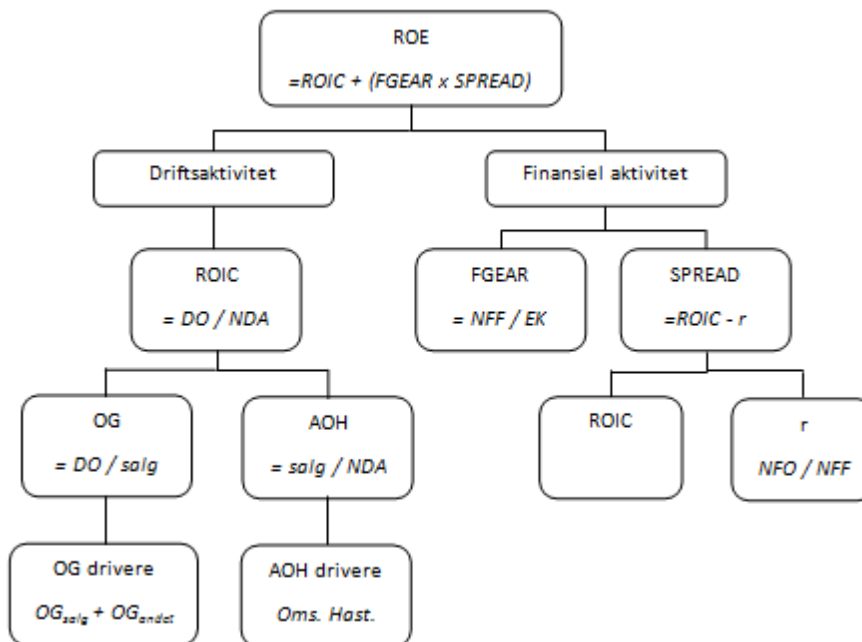
Nedenfor er opgjort hovedtallene af den reformulerede resultatopgørelse. For nærmere specifikation, se bilag 5.

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	13.677	11.164	11.717	13.743	14.650
Bruttoresultat	8.911	7.280	7.559	8.378	9.116
Core driftsoverskud fra salg efter skat	885	267	403	461	700
Andet driftsoverskud efter skat	154	92	111	155	104
Andet usædvanligt driftsoverskud inkl dirty surplus(efter-skat-poster)	-493	133	307	-161	262
Driftsoverskud efter skat	546	493	821	455	1.065
Core netto finansielle indtægter/omkostninger efter skat	-16	-5	-15	-16	-23
Usædvanlige netto finansielle indtægter/omkostninger efter skat	22	-27	2	-20	-18
Nettofinansielle indtægter/omkostninger i alt, efter skat	6	-32	-13	-35	-41
Totalindkomst for koncernen	552	461	808	420	1.024
Minoritetsinteresser	-38	-18	-45	16	-3
Totalindkomst for aktionærer	514	443	763	436	1.021

Figur 8.1.4.1 - Reformuleret totalindkomstopgørelse i hovedtal. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i Rockwools årsrapporter

8.2. Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen foretages med udgangspunkt i Dupont-pyramiden, jf. nedenstående figur.



Figur 8.2. - Dupont-pyramiden. Kilde: Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 255 og egen tilvirkning

Modellen viser ROE som den overordnede værdidriver samt alle de underliggende værdidrivere, der skaber ROE. Den venstre side analyserer driftsaktiviteten - ROIC (niveau 1), OG og AOH (niveau 2) samt OG og AOH dekomponeret (niveau 3), mens den højre side viser værdidriverne for finansieringsaktiviteten.

Alle de beregnede nøgletal, som bliver gennemgået i de følgende afsnit, er vist i bilag 10. De vigtigste tal vil blive inddraget i teksten nedenfor for at fremme forståelsen heraf.

8.2.1. Analyse af ROE

ROE er et udtryk for selskabets evne til at forrente egenkapitalen; det viser således totalindkomsten som afkast af egenkapitalen.

ROE er drevet af tre faktorer⁴³:

- ROIC - et nøgletal der beskriver det driftsmæssige afkast af nettodriftsaktiverne
- FGEAR - som viser selskabets finansielle gearing
- SPREAD - forskellen mellem ROIC og renten r

ROE har været meget svingende over de sidste 5 år på grund af de store udfordringer i byggebranchen som følge af finanskrisen. 2008, 2010 og 2012 har været "gode" år, mens ROE dykker i 2009 og 2011. I 2012 har de dog opnået et flot afkast på 11,3 %, men i ingen af årene har de opnået deres erklærede mål på et afkast på 15 %, som tidligere nævnt i afsnit 6.3. For bedre at forstå, hvordan dette afkast er skabt, skal ROE's tre drivere yderligere analyseres. Først gennemgås de tre overordnede drivere som nævnt ovenfor, hvorefter disse dekomponeres i to yderligere niveauer.

8.2.2. Niveau 1 - ROIC, FGEAR og SPREAD

Dekomponering af ROE - niveau 1	2008	2009	2010	2011	2012
ROE inkl minoriteter	7,0%	5,7%	9,5%	4,8%	11,3%
ROIC	7,2%	5,9%	9,4%	4,9%	11,1%
F-GEAR	-0,036	0,026	0,023	0,075	0,059
r	2,1%	15,1%	6,6%	5,4%	7,8%
SPREAD	5,1%	-9,2%	2,8%	-0,6%	3,4%
Core ROIC	12,5%	3,5%	5,1%	5,4%	8,0%
Core r	-5,6%	2,2%	7,8%	2,4%	4,4%

Figur 8.2.2.1 - dekomponering af ROE. Kilde: Egen tilvirkning

ROIC er et udtryk for afkastet på selskabets nettodriftsaktiver (DO/NDA).

ROIC følger bevægelserne i ROE meget nøjagtigt, og ligger meget tæt op af ROE med kun 0,1 og 0,2 procentpoint imellem, hvilket viser, at ROE er mest drevet af ROIC.

FGEAR var negativ i 2008 som følge af, at Rockwool havde netto finansielle aktiver (NFA) i 2007. (FGEAR er beregnet med gennemsnit for 2007 og 2008 - og de store NFA i 2007 opvejer de relativt mindre NFF i 2008).

⁴³ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 256.

SPREAD er et udtryk for ROIC-r. Som følge af den negative finansielle gearing i 2008 var core r også negativ i 2008, hvilket trak SPREAD op til 12,8 %. I de efterfølgende år, hvor r var mellem 2,2 og 7,8 %, var SPREAD også det forholdvist mindre - dog trukket op af ROIC, især i 2012.

Core r beregnes som kerne nettofinansielle omkostninger som procent af de gennemsnitlige NFF. Forskellen mellem core r og den "almindelige" r viser, hvor stor indvirkning de usædvanlige finansielle poster har på SPREAD.

Core ROIC afviger flere af årene fra tendensen i ROIC - i 2008 og 2011 var core ROIC højest, mens i 2009, 2010 og 2012 var ROIC højest. Begrundelsen herfor undersøges nærmere i dekomponeringen af ROIC's drivere, OG og AOH, afsnit 8.2.3 og 8.2.4.

Grundet de nettofinansielle aktiver i både 2007 og 2009 var ROIC større end ROE i 2008 og 2009, hvilket viser påvirkningen af selskabets kapitalstruktur på ROE, da FGEAR og SPREAD her har trukket ROE ned.

Rockwool har en meget lav finansiell gearing, hvilket som tidligere nævnt er et bevidst konservativt valg fra ledelsens side. Hvis den finansielle gearing havde været større - dvs. hvis selskabet havde en højere andel fremmedkapital end det er tilfældet nu - havde dette afspejlet sig positivt på ROE. Dette er derfor et godt eksempel på, hvordan finansieringspolitik afspejler sig på et selskabs nøgletal. Med en meget lav fremmedkapital, bliver driften (ROIC) derfor den primære driver for ROE - og dermed afkastet til ejerne. I de år, hvor selskabet har nettodriftsaktiver, bliver ROE påvirket *negativt*. Den lave F-GEAR er dog også en fordel for selskabet, da deres lave andel af fremmedkapital gør deres finansielle risiko meget lav.

8.2.3. Niveau 2 - dekomponering af ROIC

Som netop konkluderet, er ROIC den bestemmende driver for ROE. Derfor dekomponeres nu ROIC i dennes to underliggende drivere, overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Dekomponering af ROIC - niveau 2	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	7,2%	5,9%	9,4%	4,9%	11,1%
Overskudsgrad (OG)	4,0%	4,4%	7,0%	3,3%	7,3%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,803	1,344	1,348	1,469	1,532
1/AOH	0,555	0,744	0,742	0,681	0,653

Figur 8.2.3.1 - dekomponering af ROIC. Kilde: Egen tilvirkning.

OG beregnes som driftsoverskud (DO) efter skat divideret med nettoomsætningen, det viser dermed, hvor stort et driftsoverskud der skabes for 1 kroners salg⁴⁴. OG har i lighed med ROIC været svingende over de sidste 5 år, hvor 2010 og 2012 har været de mest positive år. Her hænger stigning i ROIC således tæt sammen med stigningen i OG. Den store stigning i OG i 2012 er et udtryk for de stigende salgspriser, som Rockwool kunne gennemføre.

I 2009 var OG dog stigende, mens ROIC faldt, hvilket skyldes ROIC's påvirkning af AOH. AOH er et udtryk for hvor meget omsætning, der skabes af 1 krone investeret i nettodriftsaktiver. Den inverse værdi af AOH viser omvendt, hvor meget kapital der er bundet i virksomheden for at skabe 1 kroners salg⁴⁵. AOH er således et udtryk for, hvor kapitaltung selskabet er, og det er meget forskelligt fra branche til branche. Isoleringsbranchen er, som nævnt under den strategiske analyse, meget kapitaltung idet det er nødvendigt at have store produktionsapparater. AOH har derfor en betydelig påvirkning på ROIC - men AOH bliver dog også holdt nede af det faktum, at der er produktionsbegrænsninger på fabrikkerne, hvorfor AOH ikke kan stige uhæmmet.

AOH og OG har dermed begge en betydelig indflydelse på ROIC. Men i og med at AOH er forholdsvis stabil i 2010 til 2012, kommer AOHs påvirkning ikke nævneværdigt til udtryk, hvorfor det her er ændringerne i OG, der er mest tydelige.

Til brug for en mere detaljeret forståelse af udviklingen i OG og AOH, foretages yderligere dekomponering heraf i næste afsnit.

⁴⁴ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 261.

⁴⁵ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 262.

8.2.4. Niveau 3 - dekomponering af OG og AOH

OG

OG er drevet af overskuddet fra salg samt overskuddet fra andre driftsposter. Nedenfor er denne opdeling vist.

Niveau 3 - Dekomponering af OG	2008	2009	2010	2011	2012
OG	4,0%	4,4%	7,0%	3,3%	7,3%
OG fra salg efter skat	6,5%	2,4%	3,4%	3,4%	4,8%
OG fra andre driftsposter efter skat	-2,5%	2,0%	3,6%	0,0%	2,5%

Figur 8.2.4.1 - dekomponering af OG. Kilde: egen tilvirkning.

Denne figur viser, at OG hovedsageligt er drevet af OG fra salget, da dette udgør den største andel af OG. I 2008 blev den endda overgået af OG fra salg i og med, at OG fra andre driftsposter var negativ. Dette skyldes en stor omkostning vedrørende valutakursregulering af datterselskaber (flyttet fra egenkapitalopgørelsen) på -552 mio. kr. i 2008.

I 2010 gik tendensen den modsatte vej; her var OG fra andre driftsposter på 3,6 %, mens OG fra salg kun var 3,4 %. Dette skyldtes igen valutakursreguleringer af datterselskaber overført fra egenkapitalopgørelsen på 244 mio. kr. - denne gang dog med positivt fortegn. Så i dette tilfælde trak OG fra andre driftsposter dermed den samlede OG op.

Andre driftsposter kan dermed sagtens påvirke overskudsgraden betydeligt, men i hovedtræk skabes overskuddet hovedsageligt fra salget. Det gode niveau i 2012 er en følge af øgede salgspriser samt bedre udnyttelse af flere fabrikker, lige som der spares på transportomkostninger, når der åbnes nye fabrikker til servicering af eksisterende kunder i fabrikkens geografiske område, som nævnt i den strategiske analyse.

I 2009 til 2011 var der dog en relativt dårlig overskudsgrad fra salget, hvilket kan tyde på, at selskabet havde svært ved at tilpasse omkostningerne til det nye, lavere salgsniveau efter krisen. De direkte omkostninger til salget fulgte dog den nye tendens i aktiviteten, hvilket ses ved den uændrede dækningsgrad, jf. bilag 10 - dekomponering af OG. I 2007 var dækningsgraden =

$(13.700-4.766)/13.700*100 = 65,21\%$ ⁴⁶, dvs. på niveau med 2008 til 2010. Det er således ikke fra produktionsomkostningerne, at den lavere OG er opnået, da disse har fulgt salget. Derimod er personaleomkostningerne som procent af omsætningen steget fra -23,4 % i 2008 til -26,8 % i 2009, hvilket tyder på, at Rockwool ikke har været hurtige nok til at tilpasse antallet af medarbejdere til den nye, lave aktivitet. Dette kan enten skyldes manglende reaktion fra Rockwools ledelse, eller det kan tyde på, at ledelsen ikke forventede at krisen ville være langvarig, og at de ikke ville miste vigtige medarbejdere og dermed den know-how, som er så vigtig en ressource for Rockwool.

Også andre eksterne omkostninger som procent af omsætningen var højere i 2009 end i de andre år. Dette indebærer mange omkostninger, som ligeledes kan være svære hurtigt at tilpasse, fx husleje samt andre lejekontrakter med længere opsigelsesperiode (transportaftaler, telefonabonnementer mv.).

Slutteligt er der sket en stigning i nedskrivningerne af materielle anlægsaktiver som følge af nedskrivningstests⁴⁷, hvilket ligeledes påvirker OG negativt.

En høj overskudsgrad er kendetegnet for virksomheder, der som Rockwool vil differentiere sig på kvalitet og brand frem for lave priser. De har ikke kunnet opretholde denne gode overskudsgrad igennem de hårde krise år, men da råvarepriserne (koks) er på vej ned, og salgspriserne er på vej op, forventes den positive tendens fra 2012 at fortsætte.

AOH

AOH kan splittes op i omsætning fra kerne- og ikke-kernenettdriftsaktiver, jf. figur 8.2.4.2.

Dekomponering af 1/AOH	2008	2009	2010	2011	2012
1/AOH_kerneNDA	0,516	0,690	0,680	0,622	0,594
1/AOH_ikke-kerneNDA	0,038	0,054	0,062	0,058	0,058
Sum = 1/AOH	0,555	0,744	0,742	0,681	0,653

Figur 8.2.4.2 - Dekomponering af AOH. Kilde: egen tilvirkning.

⁴⁶ Udregnet ud fra nettoomsætning samt omkostninger til råvarer og produktion, Rockwools årsrapport 2008, side 27.

⁴⁷ Rockwools årsrapport 2009, side 33.

I og med at Rockwool ikke har mange ikke-kerne-NDA, skabes den største del af AOH fra kerne-NDA. Niveauet mellem kerne- og ikke-kerne-NDA ligger relativt stabilt.

Den største kapitalbinding ligger i anlægsaktiverne⁴⁸, hvor den inverse værdi af kerne-NDA er yderligere dekomponeret. Dette skyldes, som tidligere nævnt, at det kræver store produktionsanlæg for at være konkurrencedygtig i isoleringsbranchen. Ligeledes er der bundet meget kapital i varebeholdninger samt tilgodehavender fra salg.

Efter faldende effektivitet og i de første år efter finanskrisen er AOH er steget igen i 2011 og 2012 som følge af øget fokus på produktionseffektivisering, hvilket betyder, at den samme mængde anlæg har kunnet skabe større omsætning.

8.2.5. Konklusion på rentabilitetsanalysen

Rockwool har en utraditionel kapitalstruktur med meget lidt fremmedkapital. Dette påvirker afkastningsgraden, ROE, da den bliver meget afhængig af rentabiliteten af driftsaktiverne, og kun i meget lille grad påvirkes af den finansielle gearing og SPREAD. Deres finansielle risiko er derfor meget lav, og risikoen for, at de ikke vil kunne betale leverandørerne ved eksempelvis kortere kredittider, vurderes til at være minimal.

ROIC består af OG og AOH, og da AOH ikke har varieret meget, har OG haft den største påvirkning på udsvingene i ROIC over perioden. De store udsving i OG tyder på, at Rockwool har haft svært ved at tilpasse omkostningerne til salgsniveauet. Det er hovedsageligt omkostningerne til personale samt andre eksterne omkostninger og nedskrivninger, der ikke er faldet forholds-mæssigt med omsætningen.

Ligeledes omkostninger, der ikke er relateret til salget, kan påvirke OG betydeligt, som det var tilfældet i 2008 og 2010 med meget store kursreguleringer af dattervirksomhederne.

⁴⁸ Bilag 10 - nøgletal.

9. Budgettering

Til brug for værdiansættelsen af Rockwool skal der udarbejdes en budgetteret totalindkomstopgørelse og balance - også kaldet proforma-opgørelser. Disse foretages dog ikke ned på hver enkel regnskabspost, da det ikke vurderes muligt at indsamle tilstrækkelig information herfor som ekstern analytiker. Derfor foretages budgetteringen kun på enkelte hovedposter⁴⁹.

Budgetteringen udarbejdes med udgangspunkt i den strategiske analyse (de ikke-finansielle værdidrivere) samt den identificerede udvikling i de historiske nøgletal for årene 2008 til 2012 (de finansielle værdidrivere). Ud fra budgetopgørelserne beregnes efterfølgende de fremtidige frie cash flow til brug for den endelige værdiansættelse.

9.1. Budgetperioden

Budgetperioden er den periode, hvor selskabet forventes at have konkurrencefordel og dermed opnå overnormale afkast. Efter konkurrencefordelsperioden kommer terminalperioden, når regnskabsposterne forventes at stige en konstant vækstrate. Dette tidspunkt kaldes steady state. Denne metode bruges frem for at lave et uendeligt budget for resten af virksomhedens levetid, hvilket ikke ville være muligt og ikke ville give megen mening, da der ikke kan gives kvalificerede bud på selskabets udvikling så mange år frem.

Ved fastlæggelse af budgetperioden skal vurderes flere faktorer; hvis det er et mættet marked, og selskabet ingen umiddelbare udvidelsesplaner har, vil budgetperioden blive kort, da væksten hurtigt vil nå en fast rate. Er det derimod en nystartet virksomhed eller en virksomhed på et nyt marked med stort vækstpotentiale, skal budgetperioden være længere for at sikre, at salget i branchen når at stabilisere sig.

⁴⁹ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 313.

Terminalperioden nås, når 4 betingelser er opfyldt⁵⁰:

- 1 Væksten i salget er faldet til en konstant (langsigtet) vækstrate.
- 2 Overskudsgraden forbliver konstant.
- 3 Aktivernes omsætningshastighed forbliver konstant.
- 4 FGEAR forbliver konstant.

Sammenhængen mellem disse fire værdidrivere sikrer, at alle posterne i proforma-opgørelserne vokser med samme vækstrate i terminalperioden.

Rockwool har gennem de seneste 5 år været tydeligt ramt af finanskrisen, men er igen på vej op. Den store fokus på CO₂-udledning og energispild i samfundet giver Rockwool gode muligheder for at vokste i de kommende år, ligesom der forventes stor vækst på især det nye, asiatiske marked⁵¹, blandt andet som følge af øget fokus på brandsikre bygninger. Det vurderes derfor, at en budgetperiode på 10 år er nødvendig for at sikre, at al overnormal salgsvækst er væk.

9.2. Budgettering af værdidriverne

Da DCF-modellen er valgt til brug for værdiansættelsen, skal der kun foretages budgettering af resultatopgørelsen til og med linjen "driftsoverskud efter skat", det frie cash flow udledes af DO/ΔNDA. Der foretages ligeledes budgettering af minoriteternes andel af årets totalindkomst for til sidst at få summen "Aktionærernes totalindkomst fra driften".

9.2.1. Salgsvækst

Som tidligere nævnt har Rockwools omsætning varieret meget over de sidste 5 år.

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Vækst i nettoomsætning	1,6%	-18,4%	5,0%	17,3%	6,6%

Figur 9.2.1.1 - vækst i nettoomsætning. Kilde: Egen tilvirkning med udgangspunkt i de reformulerede opgørelser.

Rockwool kommer i årsrapporten for 2012 selv med et bud på, hvordan sammensætningen af omsætningen vil udvikle sig i 2013. De forventer en svag stigning i forhold til 2012 hovedsageligt

⁵⁰ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 315.

⁵¹ Jf. afsnit 7.

fra Kina og Nordamerika, mens der i Europa forventes aftagende omsætning⁵². Med denne beskrivelse må forstås en forventet samlet stigning i omsætningen på mellem 3 og 6 %.

Isoleringsbranchen forventes, jf. brancheanalysen afsnit 7.2, generelt set at være i vækst set over hele verden grundet det store fokus på bygningsisoleringens evne til at formindske mindske varmeudslip og dermed spare energi, samt nødvendigheden af ikke-brændbare bygningsmaterialer.

Da Rockwool er markedsleder indenfor stenuldsmarkedet - og nummer to på hele isoleringsmarkedet, forventes de at få en stor del af denne forventede vækst.

Det vurderes derfor, at Rockwools salgsvækst 2013 vil være på niveau med 2012, altså 6 %, hvilket også begrundes med Rockwools egne forventninger som nævnt ovenfor. I 2014 åbner Rockwool nye fabrikker i både Kina og USA, som begge henvender sig til et stort marked i god vækst. I 2014 og 2015 forventes derfor en øget omsætning på disse markeder, som vil afspejle sig i en omsætningsvækst på i alt 8 %. Herefter vil omsætningsvæksten igen være mindre for i terminalperioden at ende på niveau med væksten i BNP.

Rockwool er repræsenteret i mere end 40 lande fordelt over Europa, Asien, Nord- og Sydamerika⁵³. Til fastsættelse af væksten i BNP bruges derfor den samlede forventede BNP for hele verden som opgjort af OECD⁵⁴. Gennemsnittet af BNP-væksten i 2012 samt den forventede vækst i 2013 og 2014 er 3,5 %. Dette skaleres dog lidt ned til 2 %, da størstedelen af Rockwools omsætning stammer fra Vesteuropa, og den forventede BNP-vækst er noget lavere i disse lande. Salgsvæksten i terminalperioden sættes dermed til 2 %⁵⁵.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminalperioden
Salgsvækst	6,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Omsætning	15.529	16.771	18.113	19.381	20.544	21.776	22.865	23.780	24.731	25.473	25.982

Figur 9.2.1.1 - budgettering af salgsvækst. Kilde: Egen tilvirkning

⁵² Rockwools årsrapport 2012, side 17.

⁵³ <http://www.rockwool.dk/om+rockwool/rockwool+koncernen>

⁵⁴ Bilag 3 - udtræk fra OECD, forventet vækst i BNP

⁵⁵ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 320

9.2.2. Kerne AOH og kerne NDA

For at beregne de forventede kerne-NDA, skal først budgetteres den inverse værdi af AOH, da kerne-NDA = salg* (1/kerneAOH). Den inverse værdi af AOH består af anlægskapitalens og arbejdskapitalens forhold til omsætningen, idet følgende er gældende⁵⁶:

$$\frac{1}{AOH} = \frac{Anlægskapital}{Omsætning} + \frac{Arbejdskapital}{Omsætning}$$

Til brug for budgettering er kerne-1/AOH dekomponeret yderligere for at undersøge præcis, hvordan de enkelte omsætningshastigheder har udviklet sig, og herefter er hver enkelt omsætningshastighed budgetteret. Se bilag 13 for specifikationer.

Anlægskapitalen består af materielle og immaterielle anlæg, mens arbejdskapitalen består af andre langfristede aktiver, varebeholdninger, tilgodehavender fra salg samt andre kortfristede driftsaktiver og -forpligtelser.

Immaterielle anlægsaktiver

1/AOH på de immaterielle anlægsaktiver er steget svagt over de sidste 5 år som følge af opkøb af virksomheder. Rockwool har ikke offentliggjort planer om nye opkøb, hvorfor det ikke er muligt at budgettere en ændring heri. Derfor anvendes 1/AOH for 2012 på 0,39 for de immaterielle anlægsaktiver.

Materielle anlægsaktiver

Der har været stor udvikling i 1/AOH for de materielle anlægsaktiver som følge af kapitaltilpasninger og opførelse af nye fabrikker. I deres forventninger for 2013⁵⁷ oplyser Rockwool forventede investeringer på 1.000 mio. kr. til kapacitetsudvidelser og opførelse af fabrikkerne i Kina og USA. Anlægsaktiverne vil således stige med 1.000 mio. kr. i 2013 fratrasket en estimeret årlig afskrivning på 100 mio. kr. I hvert år efterfølgende reguleres de materielle anlægsaktiver kun med minus 100 mio. kr. i afskrivninger de første par år og derefter færre i takt

⁵⁶ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 269

⁵⁷ Rockwools årsrapport 2012, side 17.

med, at NDA falder. Herefter beregnes $1/AOH$ af de materielle anlæg ud fra de estimerede materielle anlæg samt den budgetterede omsætning.

Andre langfristede aktiver

Andre langfristede aktiver består af finansielle deposita samt udskudte skatteaktiver. Det vurderes ikke muligt at budgettere udviklingen i disse, hvor den inverse AOH fra 2012 på 0,24 anvendes i hvert budgetår.

Varebeholdninger og tilgodehavender fra salg

Varebeholdninger samt tilgodehavender fra salg vurderes at have en udvikling i lighed med nettoomsætningen, da de er direkte afhængige af denne. Derfor budgetteres ændringerne i selve beløbene med samme vækst som i omsætningen for hvert år, hvorefter den inverse AOH beregnes.

Andre kortfristede driftsaktiver og -forpligtelser

Det vurderes ikke umiddelbart muligt at budgettere andre kortfristede driftsaktiver og -forpligtelser, da disse består af mange forskellige forhold, som ikke kan udledes af regnskaberne. Derfor anvendes en gennemsnitlig $1/AOH$ for de forrige 5 år.

Den inverse værdi af AOH er derfor budgetteret jf. nedenstående figur 9.2.2.1, hvor kerne NDA ligeledes er beregnet ud fra ovennævnte formel.

Den inverse værdi af AOH samt kerne NDA estimeres derfor således:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminalperioden
$1/kerne_AOH$	0,627	0,578	0,533	0,496	0,466	0,438	0,416	0,399	0,382	0,370	0,361
Kerne NDA	9.734	9.688	9.647	9.613	9.574	9.548	9.516	9.486	9.458	9.430	9.392

Figur 9.2.2.1 - budgetteret kerne NDA. Kilde: egen tilvirkning

Dette viser, at nettodriftsaktiver vil stige kraftigt i 2013 som følge af de store investeringer, hvorefter de vil stagnere for at nå det endelige niveau i terminalperioden. Se bilag 13 for specifikke beregninger.

9.2.3. OG og driftsoverskud fra salg før skat

For at budgettere det forventede driftsoverskud fra salg før skat, skal først budgetteres OG fra salg før skat. Den historiske ændring i OG fra salg før skat er beregnet nedenfor.

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Overskud fra salg før skat	1.297	453	645	697	1.003
OG fra salg før skat	9,5%	4,1%	5,5%	5,1%	6,8%

Figur 9.2.3.1 - historisk udvikling i OG. Kilde: egen tilvirkning

Beregningen viser et stort fald i OG fra salg før skat fra 2008 til 2009, hvilket, som nævnt under nøgletalsanalysen, hovedsageligt skyldes de store udfordringer med tilpasning til den lave aktivitet i forbindelse med finanskrisen. Herefter er den igen svagt stigende.

Det må forventes, at OG fra salg vil stige som følge af den effektiviserede produktion, der gennemføres over de næste par år, ligesom råvarepriserne på koks er faldende og omsætningen stigende.

OG vil derfor blive klart forbedret frem til 2015 hvor den topper med 10 %, hvorefter Rockwools konkurrencefordel fra effektiviseringerne vil blive indhentet af konkurrenterne og lande på et niveau på 5 % i terminalperioden.

Ud fra den budgetterede OG samt nettoomsætning beregnes det budgetterede driftsoverskud fra salg før skat, da $OG \cdot \text{salg} = \text{overskud}$.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal-perioden
OG fra salg før skat	7,5%	8,5%	11,0%	9,5%	9,0%	8,0%	8,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Overskud fra salg før skat	1.165	1.426	1.992	1.841	1.849	1.742	1.829	1.427	1.237	1.274	1.299

Figur 9.2.3.2 - budgetteret OG fra salg før skat. Kilde: egen tilvirkning.

For at beregne driftsoverskuddet fra salg efter skat skal beregnes den effektive skatteprocent, hvilket udføres i det efterfølgende afsnit.

9.2.4. Effektiv skatteprocent og overskud fra salg efter skat

Selskabsskatten i Danmark er på 25 %, men da Rockwool har størstedelen af deres aktiviteter i udlandet, hvor der også skal betales skat, afviger den effektive skatteprocent fra den danske. Nedenfor er anført den effektive skatteprocent som angivet i skattenoten i Rockwools årsrapporter:

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Effektiv skatteprocent jf. skattenote	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%	29,5%

Figur 9.2.4.1 - historisk effektiv skatteprocent. Kilde Rockwools årsrapporter 2008 til 2012.

Alle årene har den effektive skatteprocent ligget over den danske, dog med en faldende tendens siden 2009. Det forventes, at denne tendens vil fortsætte, da flere lande er begyndt at nedsætte deres selskabsskatteprocenter for blandt andet at tiltrække og/eller fastholde virksomhederne i landet, senest i Sverige, Finland og Storbritannien⁵⁸.

Det må derfor forventes, at den effektive skatteprocent vil fortsætte dette fald, først med et tydeligt fald i de første år, hvorefter den vil blive konstant i årene frem til steady state.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal-perioden
Effektiv skatteprocent	28,5%	27,0%	26,5%	26,5%	26,4%	26,2%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%	26,0%
Skat af driftoverskud	-332	-385	-528	-488	-488	-456	-476	-371	-322	-331	-338
Driftoverskud fra salg efter skat	833	1.041	1.464	1.353	1.361	1.286	1.354	1.056	915	943	961

Figur 9.2.4.1 - budgetteret effektiv skatteprocent og DO fra salg efter skat. Kilde: Egen tilvirkning

9.2.5. Andet driftsoverskud efter skat

Andet DO har ikke nogen direkte værdidrivere, som de tidligere budgetterede regnskabsposter. Det må derfor forudsættes, at andet driftsoverskud til en vis grad følger omsætningen⁵⁹. Analyse af de historiske regnskabstal underbygger dette:

⁵⁸ Bilag 14 - selskabsskatteprocenter i OECD og BRIK-landene

⁵⁹ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 326.

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Andet driftsoverskud efter skat	154	92	111	155	104
Som procent af salg	1,1%	0,8%	0,9%	1,1%	0,7%

Figur 9.2.5.1 - Andet driftsoverskud som procent af nettoomsætning. Kilde: Egen tilvirkning

Beregningerne viser, at andet DO efter skat ligger meget på stabilt omkring 1 % af nettoomsætningen - gennemsnitligt 0,95 %. Det vælges derfor at budgettere andet DO efter skat med 0,95 % af nettoomsætningen årligt samt i terminalperioden.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Terminal-perioden
Andet DO som % af salg	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%	0,95%
Andet DO efter skat	148	159	172	184	195	207	217	226	235	242	247

Figur 9.2.5.2 - budgetteret andet driftsoverskud efter skat. Kilde: Egen tilvirkning

9.2.6. Usædvanlige poster efter skat

Det er ikke muligt at foretage et estimat af usædvanlige driftsposter, da disse ingen sammenhæng har til driften eller underliggende værdidrivere. Posten sættes derfor til 0 i proformaopgørelsen⁶⁰.

9.2.7. Minoriteter

Selskabets minoritetsinteresser modtager hvert år en del af overskuddet i de af Rockwools datterselskaber, hvor de ejer en mindre aktieandel. Dette er derfor ikke en del af den værdi, som tilfalder Rockwools aktionærer, hvorfor det skal trækkes fra i egenkapitalværdien for koncernen for at beregne den værdi, der tilfalder aktionærerne.

Det årlige resultat til minoritetsinteresser er afhængigt af resultatet i de pågældende datterselskaber. Disse resultater fremkommer dog ikke separat i Rockwool regnskaber, hvorfor det ikke er muligt at budgettere direkte.

Nedenfor foretages beregning af, om der er en mulig indikation af sammenhæng mellem nettoomsætningen samt DO og resultatet til minoriteter:

⁶⁰ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 326.

mio.kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Minoritetsinteresser	-38	-18	-45	16	-3
Som % af nettoomsætning	-0,28%	-0,16%	-0,38%	0,12%	-0,02%
Som % af driftsoverskud efter skat	-6,96%	-3,65%	-5,48%	3,51%	-0,28%

Figur 9.2.7.1 - minoriteters resultatandel som procent af nettoomsætningen samt DO - historisk. Kilde: Egen tilvirkning

De negative fortegn viser, at i årene 2008-2010 samt 2012 fik minoriteterne et positivt resultat, mens det i 2011 var negativt.

Der kan ikke konkluderes nogen direkte sammenhæng mellem hverken nettoomsætning eller DO på baggrund heraf. Til brug for værdiansættelsen pr. 4. marts 2013 bruges derfor den bogførte værdi af minoriteternes egenkapitalandel på 24 mio. kr.

10. Værdiansættelse

Med baggrund i den udarbejdede proformaopgørelse i ovenstående afsnit udføres her den endelige værdiansættelse. Værdiansættelsen er et udtryk for selskabets fair værdi, beregnet på baggrund af de identificerede ikke-finansielle værdidrivere i den strategiske analyse samt de finansielle værdidrivere i regnskabsanalysen.

Værdiansættelse udføres ved hjælp af den indirekte cash flow-model, DCF-modellen. Her tilbage-diskonteres de budgetterede frie cash flow, som udarbejdet i sidste afsnit, med diskonterings-faktoren kaldet WACC. WACC er et udtryk for de vægtede kapitalomkostninger i virksomheden til henholdsvis ejernes afkast samt renterne på fremmedkapital. Det skal nævnes, at en forudsætning for at beregne selskabets værdi ved hjælp af diskonteringsfaktoren WACC er, at WACC forudsættes at være konstant i alle årene. Dette vil dog ikke i praksis være muligt, da den vil ændre sig, såfremt en af parametrene ændres (gældsandel, beta, markedets risikopræmie mv.)

10.1. Beregning af WACC

WACC'en beregnes ved hjælp af følgende formel:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * r_g$$

Figur 10.1.1 - WACC-formel. Kilde: Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 54

Hvor:

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = markedsværdi af virksomheder ($V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = finansielle forpligtelsers afkastkrav

Nedenfor gennemgås hver enkelt komponent i formlen, hvorefter WACC'en til sidst beregnes.

10.1.1. Kapitalstrukturen

Da WACC'en er et udtryk for de *vægtede* kapitalomkostninger, skal der fastlægges en forventet langfristet kapitalstruktur.

Som nævnt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen, har Rockwool en historisk meget lav finansiell gearing som følge af en konservativ investeringspolitik. I 2007 og 2009 havde de endda netto finansielle aktiver.

Det vurderes dog, at disse år med netto finansielle aktiver ikke vil komme igen, da Rockwool før finanskrisen havde en voldsomt stor vækst i aktiviteterne. Det forventes jf. ovenstående budgetter ikke, at væksten vil komme op på dette niveau igen, hvorfor det vurderes, at de fortsat må optage lån til brug for store investeringer. F-GEAR sættes til 0,045 for hvert af de efterfølgende år, da dette er gennemsnittet for årene 2009-2012. (2008, hvor F-GEAR var negativ, medtages ikke)⁶¹.

⁶¹ Bilag 10 - dekomponering af finansielle værdidrivere

10.1.2. Markedsværdien af egenkapitalen og netto finansielle forpligtelser

Markedsværdien af egenkapitalen er et udtryk for den aktuelle handlede værdi af selskabets aktier. Da værdiansættelsen foretages pr. 4. marts 2013, anvendes salgskursen pr. denne dato.

Lukkekursen for Rockwools A-aktier var 671,00⁶², mens lukkekursen for B-aktierne var 677,00⁶³.

Som nævnt under virksomhedsbeskrivelse afsnit 6.2, består Rockwools aktiekapital pr. 31. december 2012 af 11.231.627 A-aktier samt 10.743.296 B-aktier. Markedsværdien pr. 4. marts 2013 kan dermed opgøres som følger:

$$(11.231.627 * 671,00) + (10.743.296 * 677,00) = \mathbf{14.809.633.109 \text{ kr.}} = V_0^E$$

Der er i Rockwools regnskaber ingen specifik information om de finansielle forpligtelsers markedsværdier. Der må derfor tages udgangspunkt i den budgetterede F-GEAR som fastsat ovenfor til 0,045 = 4,5 %. Herudfra beregnes markedsværdien af de finansielle forpligtelser som 4,5 % af egenkapitalens markedsværdi (da F-GEAR = NFF/EK):

$$14.809.633.109 * 0,045 = \mathbf{666.433.490 \text{ kr.}} = V_0^{NFF}$$

Herudfra kan V_0^{NDA} udledes som $V_0^E + V_0^{NFF} = 14.809.633.109 + 666.433.490 = \mathbf{15.476.066.599 \text{ kr.}}$

10.1.3. Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav (r_e) fastsættes ud fra CAPM-formlen. CAPM står for Capital Asset Pricing Model og undersøger sammenhængen mellem markedets risiko, investors risikovillighed og alternativafkastet⁶⁴.

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Figur 10.1.3.1 - formel ejernes afkastkrav. Kilde: Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 51.

⁶² http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3454

⁶³ http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3456

⁶⁴ Brealey, Myers & Allen - "Principles of Corporate Finance", side 222.

Hvor:

r_f = den risikofrie rente

β = den systematiske risiko

r_m = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$r_m - r_f$ = markedets risikopræmie

10.1.3.1. Den risikofrie rente

Den risikofrie rente er et udtryk for den alternative investering, som aktionærene kan foretage uden risici.

Til brug for fastsættelse af den risikofrie rente bruges i praksis renten på den 10-årige statsobligation. Denne var pr. 1. marts 2013 **1,55 %**⁶⁵.

10.1.3.2. Beta

Beta er en værdi, der viser risikoen ved at investere i den pågældende aktie i forhold til det samlede aktiemarked. Hvis $\beta = 1$, er der den samme risiko ved at investere i aktien, som der er på resten af markedet. Ved et β over 1, er der større risiko ved at investere i aktien (dvs. hvis markedet falder med 1 %, vil aktien falde med mere end 1 % - og omvendt hvis markedet stiger med 1 %, vil aktien stige med mere end 1 %), og ved et β under 1 er der mindre risiko ved aktien end ved det samlede marked. Slutteligt er en β på 0 et udtryk for en risikofri investering⁶⁶. Beta er således et udtryk for aktiens volatilitet samt dennes korrelation med resten af markedet.

Der er tre måder at udlede β ⁶⁷: ved beregning af samvariansen mellem aktien og aktiemarkedet; ved common sense-metoden, hvor der foretages en kvalitativ vurdering af selskabets samlede risiko; samt ved regressionsanalyse af historiske β 'er og virksomhedens fundamentale karakteristika.

⁶⁵

http://investor.borsen.dk/artikel/1/253630/obligationer_smaa_bevaegelser_foer_jobrapport.html?hl=c3RhdHNvYmxpZ2F0aW9uOzEw

⁶⁶ Brealey, Myers & Allen - "Principles of corporate finance", side 202.

⁶⁷ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 53.

Til brug for denne opgave vælges den første metode. Ulempen ved denne metode er, at den udelukkende bygger på historiske data, og der er derfor ikke noget fremtidsaspekt. Men da denne metode anvendes af de store analysebureauer⁶⁸, vurderes den ligeledes passende til denne opgave. I følsomhedsanalysen til sidst i opgaven, foretages der en analyse af, hvor stor en effekt en ændring af det anvendte beta vil have på virksomhedsværdien.

Beta-værdien er trukket fra analysesiden Euroinvestor⁶⁹, som beregner beta på baggrund af historisk tal. De oplyser et gearret beta på 1,04. Herudover er der indhentet det opgjorte beta fra Bloombergs databaser, som giver et gearret beta på 0,97⁷⁰. De to beta-værdier ligger meget tæt på hinanden, dog med den væsentlige forskel, at den ene ligger under 1, mens den anden ligger over.

Når man sammenligner grafer for niveauet i Large Cap (som er den "gruppe", Rockwool befinder sig i på Fondsbørsen) med niveauet i Rockwool B-aktiens udvikling over de sidste 5 år, er der svage tegn på, at Rockwool er på vej mod en mindre sammenhæng til Large Cap, jf. figur 10.1.3.2.1:



Figur 10.1.3.2.1 - udvikling i Rockwools B-aktie og Large Cap. Kilde: <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/rockwool-international-b/208411/graf>

Den blå graf viser udviklingen i Rockwools B-aktie, mens den brune graf viser ændringer i Large Cap. Her er tendensen i 2012, at Rockwools aktie stiger i mindre grad end Large Cap. Dette

⁶⁸ <http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

⁶⁹ <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/rockwool-international-b/208411/analyse>

⁷⁰ Bilag 11 - udtræk af beta-værdier

vurderes derfor som en indikation på, at beta skal være under 1, hvorfor beta sættes lidt under de to oplyste beta'er. Det gearede beta er derfor **0,90**.

I følsomhedsanalysen, afsnit 10.3, foretages en beregning af, hvilken effekt ændringer i beta har på egenkapitalens værdi.

10.1.3.3. Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie ($r_m - r_f$) er et udtryk for investorernes gennemsnitlige risikovillighed til at investere i aktier frem for i risikofri værdipapirer - i dette tilfælde den 10-årige statsobligation som nævnt ovenfor.

Markedets risikopræmie kan estimeres på 3 måder: spørgeskemaundersøgelse til aktieinvestorer om deres skøn på risikopræmien; beregning på baggrund af historiske data; samt beregning på baggrund af aktuelle aktiekurser ved hjælp af residualindkomstmodellen.

Revisions- og rådgivningsfirmaet KPMG foretog i 2011 en rundspørge hos investeringsbanker, rådgivere og institutionelle investorer i Europa⁷¹. Resultatet heraf blev en gennemsnitlig markedsrisiko på 5,0 %. De fleste svar lå mellem 4,5 % og 5,5 %.

Markedets risikopræmie fastsættes derfor til **5,0 %**.

10.1.3.4. Beregning af ejernes afkastkrav

Udover de estimerede værdier anbefaler bl.a. Duff & Phelps⁷² samt Ibbotson⁷³, at der tillægges en ekstra risikopræmie til værdien på mellem 4 og 6 %. I denne opgave anvendes 4 %.

Ud fra den nu fastsatte risikofri rente, beta og markedets risikotillæg, kan beregnes ejernes afkastkrav ved hjælp af den tidligere nævnte formel:

$$r_e = 1,55 \% + (0,90 \cdot 9,0 \%) + 4,0 \% = \mathbf{10,05 \%}$$

⁷¹ <https://www.kpmg.com/CH/en/Library/Articles-Publications/Documents/Advisory/pub-20120427-cost-of-capital-study-2012-en.pdf>

⁷² Risk premium report 2012 side 12, <http://www.bvmarketdata.com/pdf/RiskPremiumReport2012Excerpt.pdf>

⁷³ Ibbotson SBBI Valuation Yearbook 2013

De 10,05 % er således det afkast, aktionærene minimum forventer at få på deres investering i Rockwool. Dette høje forventede afkast afspejler således den store usikkerhed på markedet, hvorfor ejerne kræver et større afkast ved at investere i Rockwool.

10.1.4. Finansielle forpligtelsers afkastkrav

De finansielle forpligtelsers afkastkrav (r_g) er et udtryk for den rente, selskabet kan låne fremmedgæld til (efter skat). Det beregnes ved formlen:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t)$$

Hvor:

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = selskabsskatteprocent

Det selskabsspecifikke risikotillæg er et udtryk for den ekstra rente, långiveren vil kræve fra selskabet på baggrund af deres kreditværdighed udover den risikofri rente.

Da Rockwool har en meget lille andel af fremmedgæld, vurderes dette risikotillæg til at være meget lavt, hvilket ligeledes begrundes med analysen af "core r" under regnskabsanalysen, som er forholdsvis lav. Derfor fastsættes den selskabsspecifikke risiko fra långiverne til 0,7 %.

Selskabsskatteprocenten fastsættes til 25 %, da dette er den gældende sats i Danmark. Denne skal fratrækkes for at få renten efter skat.

Herudover estimeres de finansielle forpligtelsers afkastkrav til:

$$r_g = (1,55\% + 0,7\%) * (1 - 25\%) = \mathbf{1,69\%}$$

10.1.5. Beregning af WACC

Alle komponenterne i WACC er nu beregnet og estimeret, hvorfor den endelige WACC kan udledes:

$$\text{WACC} = (14.809.633.109 / 15.476.066.599) * 10,05\% + (666.433.490 / 15.476.066.599) * 1,66\% = \mathbf{9,69\%}$$

En forudsætning for at beregne selskabets værdi ved hjælp af diskonteringsfaktoren WACC er, at WACC forudsættes at være konstant i alle årene. Dette vil dog ikke i praksis være muligt, da den vil ændre sig, såfremt en af parametrene ændres (gældsandel, beta, markedets risikopræmie mv.)

10.2. Værdiansættelse - DCF-modellen

I dette afsnit beregnes den endelige værdi af Rockwool pr. 4. marts 2013. Beregningen bliver foretaget på baggrund af proformaopgørelsen, som blev udarbejdet i det tidligere afsnit. Proformaopgørelsen tog udgangspunkt i de tidligere identificerede finansielle og ikke-finansielle værdidrivere.

Til brug for værdiansættelsen beregnes de forventede fremtidige frie cash flows for budgetperioden og terminalperioden, som efterfølgende tilbagediskonteres til nutidsværdi. Herudfra beregnes selskabets værdi, egenkapitalens værdi samt værdi pr. aktie.

10.2.1. Valg af værdiansættelsesmodel

Der kan vælges mellem to typer af værdiansættelsesmodeller, enten de direkte, som beregner egenkapitalens værdi, eller de indirekte, som beregner virksomhedens værdi. Herunder kan vælges mellem tre forskellige værdiattributter, som skal budgetteres; cash flow, dividende samt residualoverskud. Alle modellerne vil føre til det samme resultat, såfremt de samme forudsætninger anvendes. DCF-modellen er en indirekte model, og det er den mest populære blandt analytikere, da den anser driftsaktiviteten som den eneste værdidriver for virksomheden⁷⁴.

Fordelen ved at bruge cash flow-modellen er, at den kun fokuserer på driftsaktiviteten som værdiskabende faktor, mens ulempen er, at en stor del af den endelige værdi vil stamme fra terminalperioden, mens der ved residualmodellen vil være en mindre del af værdien, der stammer fra terminalperioden. Det vurderes dog, at budgetperioden i denne opgave på 10 år er tilstrækkelig lang til at sikre, at en stor del af værdien vil stamme fra konkurrencefordelsperioden.

⁷⁴ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 37.

10.2.2. Værdiansættelse - beregning

DCF-modellen udtrykkes således:

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

Formlen er et udtryk for, at man skal tilbagediskontere de frie cash flow hvert år frem til år T, hvor selskabet opnår steady state. Herefter kommer terminalperioden (T+1), som er et udtryk for et uendeligt frit cash flow med den konstante vækstrate g (g = konstant vækst i salget i terminalperioden). g kunne også have været = 0, som blot ville være et udtryk for, at selskabet ville have konstant nul-vækst⁷⁵. Den konstante vækstrate er, jf. afsnit 9.2.1, estimeret til 2 %.

Hovedtallene i værdiansættelsen er som følger: (For detaljeret beregning af egenkapitalens værdi, se bilag 12.)

Sum af nutidsværdi FCF	7.756	
Nutidsværdi af terminalperioden	6.425	
Kerne virksomhedsværdi	14.181	
Ikke-kerne NDA	883	
Virksomhedsværdi	15.064	
Markedsværdi af NFF	-666	
Egenkapitalens værdi - koncern	14.398	
Minoriteter	-24	
Egenkapitalens værdi - aktionærandel	14.374	
Antal udestående aktier (aktie i alt minus egne aktier)	21,55	mio. stk
Værdi pr. aktie	667,07	
Markedsværdi af B-aktien pr. 4. marts 2013	677,00	
Aktien er undervurderet med	9,93	

Figur 10.2.2.1 - værdiansættelsesberegning. Kilde: egen tilvirkning.

Markedsværdien af ikke-kerne driftsaktiver skal tillægges den tilbagediskonterede værdi af budgetperioden og terminalperioden, da FCF kun er beregnet på baggrund af kerne NDA. Ikke-

⁷⁵ Ole Sørensen - "Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang", side 38.

kerne NDA består jf. den reformulerede balance af aktier i associerede virksomheder samt pensionsaktiver. Da der ikke er tilstrækkelig information til at regulere de bogførte værdier til markedsværdi, anvendes de bogførte beløb for 2012 - i alt 883 mio.kr.

For at få aktionærernes andel af egenkapitalen, fratrækkes minoriteternes andel, der, som tidligere nævnt, er sat til 24 mio. kr.

Aktionærernes andel af egenkapitalen er estimeret til en værdi på 14.374 mio. kr. Dette giver en værdi pr. aktie på 667,07 kr., da selskabets udestående aktiekapital i alt (A+B-aktier fra trukket beholdningen af egne aktier⁷⁶) består af 21,55 mio. aktier.

Som nævnt under afgrænsningen, foretages der kun sammenligning med kursen af selskabets B-aktier, da dette er den mest omsatte aktie.

10.2.3. Konklusion - værdiansættelse ved DCF-modellen

B-aktien havde pr. 4. marts 2013 en lukkekurs på 677,00 kr., hvorfor der er en forskel på 9,93 kr. pr. aktie til beregningen af selskabets værdi ved hjælp af DCF-modellen, svarende til en forskel på 1,47 %. Den fair værdi ligger således meget tæt op ad markedsværdien, hvorfor aktien ikke kan klassificeres som et godt køb. Denne konklusion skyldes, at man som investor ikke får mere værdi, end hvad man betaler for. Havde den fair værdi i stedet været estimeret væsentligt over markedsværdien, havde aktien været et godt køb pr. 4. marts, da den reelt havde været mere værd end salgsværdien.

I denne forbindelse skal nævnes de begrænsede informationer, der ligger til grund for denne opgave, mens professionelle investorer og analytikere typisk har adgang til større databaser vedrørende nøgletal for markedet, konkurrenter mv.

Da den fair værdi ligger så tæt op af markedsværdien, vil små ændringer i budgetforudsætningerne kunne give en væsentligt ændret konklusion. En stor faktor i WACC-beregningen er beta, hvorfor der nedenfor vil foretages en følsomhedsanalyse af, hvordan ændringer i disse faktorer vil påvirke egenkapitalens værdi. Ligeledes foretages en multipel-

⁷⁶ Rockwools årsrapport 2012, side 45.

analyse med henblik på at få en indikation af, om den beregnede værdi er indenfor et korrekt niveau.

10.3. Følsomhedsanalyse

I denne følsomhedsanalyse beregnes egenkapitalens og B-aktiens værdi ud fra forskellige scenarier, hvor enten beta eller terminalværdien er ændret. Alle andre forudsætninger forbliver uændret.

Ændring i beta		Ny WACC	Ny nutidsværdi af FCF	Ny nutidsværdi af TP	Ny EK-værdi aktionærer	Ny værdi pr. aktie	% forskel til markedsværdi
-0,30		8,25%	8.317	9.012	17.521	813,15	20,1%
-0,20		8,73%	8.124	8.010	16.327	757,71	11,9%
-0,10		9,21%	7.937	7.157	15.287	709,46	4,8%
0,00		9,69%	7.756	6.425	14.374	667,07	-1,5%
0,10		10,17%	7.581	5.791	13.565	629,52	-7,0%
0,20		10,65%	7.411	5.239	12.843	596,01	-12,0%
0,30		11,13%	7.247	4.754	12.194	565,90	-16,4%
Ændring i terminalvækst (g)		Ny g	Nutidsværdi FCF (uændret)	Ny nutidsværdi af TP	Ny EK-værdi aktionærer	Ny værdi pr. aktie	% forskel til markedsværdi
1,50%		3,50%	7.756	8.099,29	16.048	744,78	10,0%
1,00%		3,00%	7.756	7.457,75	15.407	715,00	5,6%
0,50%		2,50%	7.756	6.905,44	14.854	689,37	1,8%
0,00%		2,00%	7.756	6.424,95	14.374	667,07	-1,5%
-0,50%		1,50%	7.756	6.003,13	13.952	647,50	-4,4%
-1,00%		1,00%	7.756	5.629,85	13.579	630,17	-6,9%
-1,50%		0,50%	7.756	5.297,19	13.246	614,73	-9,2%

Figur 10.3.1 - følsomhedsanalyse, ændring i beta og terminalvækst. Kilde: egen tilvirkning

De ovenstående beregninger viser, at selv en lille ændring i beta eller terminalvæksten, kan give en fair værdi, der er højere end markedsværdien (scenarierne markeret med rødt). Især en ændring i beta kan hurtigt give en stor forskel til markedsværdien på op til 20 % ved selv en ændring på -/+0,30, jf. ovenstående figur 10.3.1. Det vurderes dog, at det anvendte beta på 0,90 bygger på tilstrækkelig troværdig dokumentation til at være retvisende, ligesom en ændring på 0,30 svarer til $= 0,30/0,90 \cdot 100 = 33 \%$, hvilket er en meget stor ændring, som ikke vurderes sandsynlig.

En ændring i terminalvæksten fører til knap så store ændringer i den fair værdi. En forskel til markedsværdien på 6-7% (som det er tilfældet ved en ændring i g på ± 1 procentpoint) vurderes ikke som en tilstrækkelig forskel til at ændre konklusionen om, at aktien ikke er et godt køb, da den fair værdi fortsat vil ligge tæt op af markedsværdien.

10.4. Prismultiple

En simpel sammenligningsmetode er prismultiple, der anvendes for at få en indikator for, om den tidligere estimerede værdi ligger på et korrekt niveau. Multipelanalysen inddrager ligeledes værdierne for konkurrenterne.

Prismultiple er et nøgletal, der udelukkende beregnes på baggrund af markedsværdien over en bogført værdi i regnskabet. I dette tilfælde anvendes EBIT (E), nettoomsætning (S) og bogført værdi (B), som opgøres pr. aktie. Resultat bliver nøgletallene P/E , P/S og P/B .

Multiplen for Rockwool beregnes på baggrund af gennemsnittet for beregnede multiple for konkurrenterne, som ganges på de respektive beløb for Rockwool (omsætning mv.), og resultatet heraf bliver værdien af Rockwool.

Da beregningerne tager udgangspunkt i bogførte værdier i regnskabet, ses der i denne værdiansættelsesmodel helt bort fra forhold vedrørende klassifikation af regnskabsposter samt drifts- og finansieringsaktivitet, som var formålet med reformuleringen til brug for værdiansættelsen med DCF-modellen.

Ligeledes tager beregningerne udgangspunkt i markedsværdien af aktierne, hvilket forudsætter, at prisen på markedet er fastsat korrekt.

Rockwools nærmeste konkurrenter, Kingspan, Saint-Gobain og Knauf, blev identificeret under den strategiske analyse. Da Knauf ikke er et børsnoteret selskab, er det ikke muligt at medtage dem i multipelanalysen, da der skal bruges den handlede markedsværdi af aktien. I stedet for Knauf inddrages det amerikanske selskab Owens-Corning, en anden af de store aktører på isoleringsmarkedet jf. figur 7.3.1. Dette ekstra selskab inddrages, da det vurderes at to selskaber vil være for lidt til at foretage multipelanalyse, da multiplen beregnes som et gennemsnit. Så hvis

værdierne for selskaberne ligger meget langt fra hinanden, vil flere selskaber alt andet lige give en mere retvisende værdi.

De bogførte værdier fra de offentliggjorte 2012-regnskaber er trukket fra www.Euroinvestor.dk.

	Lukkekurs 04/03-13 (EUR)	Antal aktier	Markeds- værdi 04/03- 13, mio. EUR	Omsæt- ning, mio. EUR	EBITDA, mio. EUR	EBIT, mio. EUR	Bogført værdi af egenkapital , mio. EUR	P/S	P/EBITDA	P/EBIT	P/B
Owens-Corning	30,18	118.300.000	3.570	3.976	433	165	3.575	0,90	8,25	21,70	1,00
Saint-Gobain	30,06	526.434.577	15.825	43.198	4.731	2.810	17.851	0,37	3,34	5,63	0,89
Kingspan	9,05	173.403.075	1.569	1.629	446	105	813	0,96	3,52	14,99	1,93
Gennemsnit								0,74	5,04	14,11	1,27

mio. DKK	Rockwool	Gns. Multiple fra konkurrenter	Værdi Rockwool
Omsætning	14.664	0,74	10.889
EBITDA	2.051	5,04	10.331
EBIT	1.141	14,11	16.095
Bogført værdi af egenkapital	9.428	1,27	11.987
Gennemsnit			12.326
Antal udestående aktier			21,55
Værdi pr. aktie			572,01
Værdi jf. DCF-model			667,07
Forskel			-95,06

Figur 10.4.1 - multipelanalyse. Kilde: Egen tilvirkning.

Resultatet af multipelanalysen er, at de beregnede værdier for Rockwools egenkapital alle ligger forholdsvis tæt op af hinanden, med undtagelse af EBIT-værdien på 16.095 mio. kr. Dette skyldes de store forskelle i multiplerne for EBIT fra Saint-Gobain på 5,63 til Owens-Corning på 21,70. Disse store forskelle i multiplerne viser tydeligt, hvor usikker en metode multipelanalysen er.

Analysen kan dog godt bruges som et overordnet pejlemærke for markedsværdien af Rockwools aktie. Resultatet af multipelanalysen er en værdi på 572,01 kr. pr. aktie, kun 95,06 kr. lavere end værdien estimeret ud fra DCF-modellen.

Da DCF-modellen vurderes at være den mest retvisende af de to anvendte modeller, grundet den omfattende strategiske og finansielle analyse, samt budgetteringen på baggrund heraf, er resultatet heraf stadig det, der vægter højest.

Multipelanalysens resultat anses dog som en indikation på, at den fair værdi er en smule lavere end først estimeret. Et samlet estimat af værdien pr. aktie vurderes derfor mellem 640 og 670 kr. Hermed er estimatet fra multipelanalysen indarbejdet samt usikkerheden i de estimerede faktorer, som behandlet under følsomhedsanalysen.

Konklusionen fra DCF-modellen kan dermed fastholdes; markedsværdien af aktien er kun en smule overvurderet, og anbefalingen er derfor at afvente at købe aktier i Rockwool, da der ikke opnås end højere værdi, end de er værd.

10.5. Delkonklusion - værdiansættelse

Værdiansættelse af Rockwool er baseret på de identificerede finansielle og ikke-finansielle værdidrivere, som ligger til grund for proformaopgørelsen.

Til brug for selve værdiansættelsesberegningen er valgt en indirekte model, DCF-modellen, som ud fra det tilbagediskonterede frie cash flow beregner virksomhedens værdi og fratrækker markedsværdien af de netto finansielle forpligtelser for at få egenkapitalens værdi.

Diskonteringsrenten, WACC, beregnes på baggrund af flere faktorer, markedsværdien af gæld, egenkapital og virksomheden samt ejernes og långivernes afkastkrav. Det er derfor en vægtet rente, da kapitalstrukturen tages med i beregningen.

Resultatet af DCF-modellen blev en fair værdi pr. aktie på 667,07 kr., mens markedsværdien af B-aktien var 677,00 kr. d. 4. marts 2013. Konklusionen blev derfor, at markedsværdien ligger på et korrekt niveau, hvorfor aktien ikke er et godt køb i sin nuværende markedsværdi. Denne konklusion blev efterfølgende underbygget af en multipelanalyse, og den endelige fair værdi af aktien fastsættes til et niveau mellem 640 og 670 kr.

11. Konklusion

Opgavens hovedformål var ifølge problemformuleringen, afsnit 2, at fastlægge en fair værdi af Rockwools aktie pr. 4. marts 2013.

Værdiansættelsen af Rockwool er foretaget med udgangspunkt i DCF-modellen. Alle data til brug for beregningen er estimeret på baggrund af de finansielle værdidrivere fastlagt under regnskabsanalysen samt de ikke-finansielle værdidrivere identificeret i den strategiske analyse.

Strategisk analyse:

Den strategiske analyse er opdelt i to hovedområder; den eksterne og den interne analyse. Den eksterne analyse har til formål at identificere de ikke-finansielle værdidrivere i omverdenen samt i isoleringsbranchen. Til brug for at fastlægge disse blev anvendt PESTEL-analysen og Porters Five Forces. Til at identificere de ikke-finansielle værdidrivere internt i Rockwool anvendtes Porters generiske strategier og Ansoffs vækstmatrice, hvorefter SWOT-analysen opsummerede de førnævnte modeller og identificerede Rockwools kapabiliteter.

Rockwool har historisk haft stor geografisk markedseksansion, der har skabt stor vækst. De sidste 5 år har selskabet dog været stærkt påvirket af finanskrisen, hvorfor de havde negativ vækst i 2008 og 2009. De sidste tre år har de dog vist mere positive tendenser især som følge af øget fokus i samfundet på miljø og brandsikkerhed.

Rockwool har et stærkt brand og et meget bæredygtigt produkt, som udover at være energibesparende også er ikke-brandbart. Disse to faktorer er meget positive, da der er stor fokus på nedbringelse af CO₂-udledningen - hovedsageligt i Europa - samt på konstruktion af bygninger med brandhæmmende materialer - især i Kina og Rusland. I EU samt lokalt i flere europæiske lande er der indført direktiver samt incitamentsprogrammer til bygningsforbedringer der skal sikre et lavere energiforbrug. Rockwool står stærkt blandt sine konkurrenter på isoleringsmarkedet, som den førende inden for stenuld samt nummer to på hele isoleringsmarkedet, kun overgået af kæmpe-koncernen Saint-Gobain.

Som følge af de positive forventninger til markedet samt Rockwools stærke strategiske position, forventes de positive takter at fortsætte grundet det nye store asiatiske marked - herunder især Kina - som de for nylig er gået ind på. Også i Nordamerika forventes stor vækst, og både i USA og Kina er nye fabrikker under opførelse til start i 2014.

Resultatet af den strategiske analyse var derfor i hovedtræk en forventet positiv fremtid for Rockwool med stigende omsætning og driftsoverskud efter skat som følge af stigende salgspriser, faldende råvarepriser (koks) samt geografisk ekspansion og fortsat markedspenetration af de nuværende markeder. Til brug herfor skal Rockwool foretage store investeringer i nye fabrikker samt effektivisering af de gamle, som forhøjer den bundne kapital (NDA). Ligeledes skal nævnes den faldende effektive skatteprocent i andre europæiske lande, som forbedrer bundlinjen.

Regnskabsanalyse:

Til brug for regnskabsanalysen skulle først foretages en reformulering af årsrapporterne for 2008 til 2012. Denne reformulering havde til formål at opdele Rockwools resultatopgørelse og balance i driftsaktivitet og finansieringsaktivitet, samt ændre resultatopgørelsen til en total-indkomstopgørelse, som også indeholdt dirty surplus-poster fra egenkapitalopgørelsen. Dirty surplus-poster er værdier, som egentlig er en indtægt/omkostning for virksomheden, men som ifølge gældende regnskabsregler skal føres direkte på egenkapitalen, og dermed ikke har nogen resultateffekt i de bogførte opgørelser.

Selve regnskabsanalysen tog udgangspunkt i ROE - egenkapitalens afkastningsgrad - da dette er det vigtigste nøgletal for aktionærerne, nemlig hvor stort et afkast de får af deres investerede kapital. ROE har været meget svingende over de sidste 5 år som følge af usikkerhederne på byggemarkedet under finanskrisen - dog sluttende med et pænt niveau på 11,8 % i 2012.

ROE er drevet af nøgletallene ROIC og den finansielle gearing samt den interne lånerente. Da Rockwool har en meget lav finansiell gearing, er ROIC den primære driver for ROE, hvilket også afspejler sig i, hvor tæt ROIC lå op ad ROE.

ROIC styres af to nøgletal, OG og AOH, som blev dekomponeret for at undersøge, hvor ændringerne i disse stammede fra. OG blev hovedsageligt styret af OG fra salg, dog med undtagelse af to år, hvor OG blev "forstyrret" af to store valutakursreguleringer på datterselskaber overført fra egenkapitalen. Desuden tydede det på, at Rockwool havde svært ved at få tilpasset deres omkostninger til det nye, lavere aktivitetsniveau, da OG fra salg blev forringet. Dette skyldtes hovedsageligt for høje personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger i forhold til nettoomsætningen.

Størstedelen af AOH bestod af anlægsaktiverne, hvilket skyldes den store og tunge produktion af stenuldsmaterialer.

Budgettering:

På baggrund af de analyserede værdidrivere i regnskabsanalysen, kombineret med de ikke-finansielle værdidrivere i den strategiske analyse samt de forventede fremtidsudsigter for branchen og Rockwools planlagte investeringer, blev proformaopgørelsen udarbejdet. Det var nødvendigt at nedbryde 1/AOH i dens underliggende værdidrivere, da denne drives af mange forskellige typer driftsaktiver, som hver har en forskellig forventet udvikling.

De frie cash flows udledtes af proformaopgørelsen, og DCF-modellen tilbagediskonterede disse for hvert år i budgetperioden med den fastsatte WACC.

WACC er et udtryk for de vægtede kapitalomkostninger til henholdsvis aktionærene og långiverne, hvorfor Rockwools konservative holdning til fastlæggelse af kapitalstruktur her kom til udtryk. Størstedelen af værdien af WACC'en stammer således fra ejernes afkastkrav, da ca. 95 % af den forventede fremtidige kapital stammer fra egenkapitalen.

Ejernes afkastkrav er beregnet på baggrund af markedets risikopræmie, beta og den risikofri rente. Især de to første er der store usikkerheder i at estimere, da de udelukkende er baseret på historiske data. Derfor blev det identificerede beta reguleret en smule for at få den forventede udvikling med, hvor Rockwools aktie forventes at være mindre volatil end det samlede aktiemarked. For at forstå, hvor stor en betydning det anvendte beta havde af den endelige værdi

pr. aktie, blev der udarbejdet en følsomhedsanalyse med flere forskellige mulige betaer. Konklusionen herpå var, at beta skulle ændre sig en stor del for at rykke ved den endelige anbefaling af aktien.

I følsomhedsanalysen blev ligeledes beregnet ændringerne i terminalvæksten, som er den forventede konstante vækst i salg og driftsoverskud efter skat. Da terminalvæksten oftest ligger op ad væksten i BNP, er denne meget svær at fastlægge, da det er nær umuligt at gisne om verdensøkonomien om +10 år.

Værdien pr. aktie blev estimeret til et niveau mellem 640 og 670 kr. pr stk. Dette niveau blev ligeledes underbygget af en simpel multipelanalyse, hvor realiserede regnskabstal samt markedsværdier for Rockwools nærmeste konkurrenter blev inddraget.

Rockwools B-aktie havde pr. 4. marts 2013 en lukkekurs på 677 kr. Da den estimerede fair værdi af aktien ligger meget tæt op ad markedskursen, er aktien ikke et aktuelt godt køb, da investor ikke får en højere værdi, end hvad den reelt er værd

12. Perspektivering

Slutteligt skal nævnes de under afgrænsningen anførte usikkerheder, der er i forbindelse med en værdiansættelse udført af ekstern analytiker. Der har kun været adgang til offentliggjorte regnskabstal samt yderligere offentlige oplysninger. Hvis selskabet har fastlagt andre strategier, end hvad de har oplyst i fondsbørsmeddelelser mv., har det ikke været muligt at inddrage dette i proformaopgørelsen, da det er ren intern information. Ligeledes kan en vis grad af subjektivitet fra opgaveskriver ikke undgås i fastlæggelse af de forskellige faktorer i budgetteringen. Det vurderes dog, at disse bygger på en så velbegrundet strategisk og finansiel analyse, at det i overordnede træk er retvisende.

I problemformuleringen blev specificeret en præcis skæringsdato for værdiansættelsen af Rockwool, hvorfor al information fremkommet herefter ikke har været muligt at inddrage i analysen. Derfor har det ikke været muligt at inddrage den nye vækstplan vedtaget af regeringen ultimo april 2013, hvor et af hovedpunkterne var at nedsætte selskabsskatten i 2016 fra 25 % til 22 %⁷⁷. Dette vil alt andet lige have en positiv effekt på værdien af Rockwool, da deres effektive skatteprocent vil falde fra 2016 og driftsoverskuddet dermed vil stige. Dette vil medføre et større frit cash flow og dermed endeligt større egenkapitalværdi samt værdi pr. aktie.

Skæringsdatoen er ligeledes bestemmende for den præcise markedsværdi, resultatet af værdiansættelsen sammenlignes med. Det er således tilfældet, at Rockwools B-aktie var oppe i 776,50 kr. pr. aktie d. 7. maj 2013 - altså kun to måneder efter skæringsdatoen. Havde dette været sammenligningsværdien, havde konklusionen højst sandsynligt været anderledes, med mindre der mellem 4. marts og 7. maj var fremkommet nye oplysninger, der ville ændre på proformaopgørelserne. Havde budgetforudsætningerne således været uændrede, havde aktien været overvurderet med ca. 100 kr. - svarende til ca. 14 %. Den ændrede konklusion ville derfor være, at aktien var overvurderet, og anbefalingen ville være at sælge sine nuværende aktier, da der kunne opnås et højere afkast, end hvad aktien er værd.

⁷⁷

http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/256716/her_er_hovedelementerne_i_vaekstplanen.html?hl=c2Vsc2thYnNza2F0O1NlbHNrYWJzc2thdA,,

13. Kildeliste

13.1. Litteratur

Titel: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang

Udgave: 3. udgave, 2009

Forfatter: Ole Sørensen

Forlag: Gjellerup

Titel: Exploring Strategy

Udgave: 9. udgave, 2011

Forfattere: Gerry Johnson, Richard Whittington, Kevan Scholes

Forlag: Financial Times Prentice Hall

Titel: Principles of Corporate Finance - Global Edition

Udgave: 10. udgave, 2011

Forfattere: Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen

Forlag: McGraw-Hill Irwin

Titel: Valg der skaber viden - om samfundsvidenskabelige metoder

Udgave: 1. udgave, 2010

Forfatter: Søren Vøxted

Forlag: Academica

13.2. Artikler

Titel: Opsparing mod nye højder

Udgiver: Berlingske Business

Forfatter: Frederik M. Juel

Dato: 5. juni 2012

Link: <http://www.business.dk/privatoekonomi/opsparing-mod-nye-hoejder>

Titel: Nyt EU-direktiv giver masser af danske job

Udgiver: Jyske Vestkysten

Forfatter: Gitte Nielsen (Berlingske Nyhedsbureau)

Dato: 14. juni 2012

Link: <http://www.jv.dk/artikel/1359198:Business--Nyt-EU-direktiv-giver-masser-af-danske-job>

Titel: Obligationer: Små bevægelser før jobrapport

Udgiver: Børsen

Forfatter: "Af Ritzau Finans"

Dato: 8. marts 2013

Link: http://investor.borsen.dk/artikel/1/253630/obligationer_smaa_bevaegelser_foer_jobrapport.html?hl=c3Rh dHNvYm x p Z 2 F 0 a W 9 u O z E w

Titel: Rockwool: Vi vil forsvare vores markedsandele med alt, hvad vi har

Udgiver: Euroinvestor.dk

Forfatter: Morten Rasmussen (Ritzau Finans)

Dato: 14. september 2012

Link: <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2012/09/14/rockwool-vi-vil-forsvare-markedsandele-med-alt-hvad-vi-har/12090072>

Titel: Stigende priser sikrer fremgang for Rockwool

Udgiver: Berlingske Business

Forfatter: Morten Bang Jørgensen

Dato: 24. august 2012

Link: <http://www.business.dk/industri/stigende-priser-sikrer-fremgang-for-rockwool>

Titel: Lavere elafgift: et skridt i den rigtige retning

Udgiver: Dansk Energi

Forfatter: Jesper Koch

Dato: 12. november 2012

Link: http://www.danskenergi.dk/Aktuelt/Arkiv/2012/November/12_11_12B.aspx

Titel: COP18: Kyoto-aftalen er forlænget til 2020

Udgiver: Børsen

Forfatter: "Af Ritzau"

Dato: 9. december 2012

Link: http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/247580/cop18_kyoto-aftalen_er_forlaenget_til_2020.html

Titel: Her er hovedelementerne i vækstplanen

Udgiver: Børsen

Forfatter: "Af Ritzau"

Dato: 25. april 2013

Link: http://borsen.dk/nyheder/oekonomi/artikel/1/256716/her_er_hovedelementerne_i_vaekstplanen.html?hl=c2Vsc2thYnNza2F0O1NlbHNrYWJzc2thdA,,

13.3. Publikationer og udgivelser

Titel: Risk Premium Report 2012

Udgiver/forfatter: Duff & Phelps

Dato: 2012

Link: <http://www.bvmarketdata.com/pdf/RiskPremiumReport2012Excerpt.pdf>

Titel: Cost of Capital Study 2012

Forfatter/udgiver: KPMG International

Dato: 2012

Link: <https://www.kpmg.com/CH/en/Library/Articles-Publications/Documents/Advisory/pub-20120427-cost-of-capital-study-2012-en.pdf>

Titel: Prisfastsættelse på aktiemarkedet

Udgiver/forfatter: PwC A/S

Dato: 2011

Link: <http://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Titel: Finansanalysen - aktiemarkedet på tæt hold

Udgiver/forfatter: Handelsbanken, Capital Markets

Dato: 7. januar 2013

Link: http://www.1-1portal.dk/imagegallery/handelsbanken/B%C3%B8rsnyt_2012/B%C3%B8rsnyt%207.%20januar%202013.pdf

Titel: Nyt fra Danmarks Statistisk, nr. 67

Udgiver/forfatter: Danmarks statistik

Dato: 12. februar 2013

Link: <http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2013/NR067.pdf>

Titel: Ibbotson SBBI Valuation Yearbook 2013 - Market Results for Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 1926-2012

Udgave: 2012

Forfatter: Ibbotson Associates, Inc.

Forlag: Morningstar U.S.

13.4. Information om Rockwool samt konkurrenter fra selskabet selv

- <http://www.rockwool.dk/om+rockwool/rockwool+koncernen>
- http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2012/20121128_Dansk%20Aktionærforening_Vestegnen_v1.pdf
- http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2012/20120412_Toronto-NY_SEB.pdf
- http://www.rockwool.com/files/COM2011/Investor/Presentations/2009/20090108_SEB-Nordic.pdf
- <http://www.rockwool.com/about+the+group/media/corporate+news/news+viewer?newsid=4318&title=Ministerial%20opening%20for%20Croatian%20factory>
- <http://www.rockwool.com/about+the+group/company+information/history>
- <http://www.rockwool.com/csr/governance/mission+and+values>
- <http://www.kingspan.com/investors/key-financial/five-year-summary.aspx>
- http://www.knauf.com/www/enueber-knauf/vom-familienunternehmen/partnerfirmen/vom-familienunternehmen_1.php

13.5. Links til figurer

- <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/rockwool-international-b/208411/graf>
- http://zoom.systime.dk/index.php?id=811&tx_systimeglossary_pi1%5Bcharacter%5D=g&cHash=7f20f54d8b
- http://en.wikipedia.org/wiki/File:Ansoff_diversification.JPG
- <http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/rockwool-international-b/208411/analyse>
- http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3454
- http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3456

13.6. Generelle hjemmesider anvendt

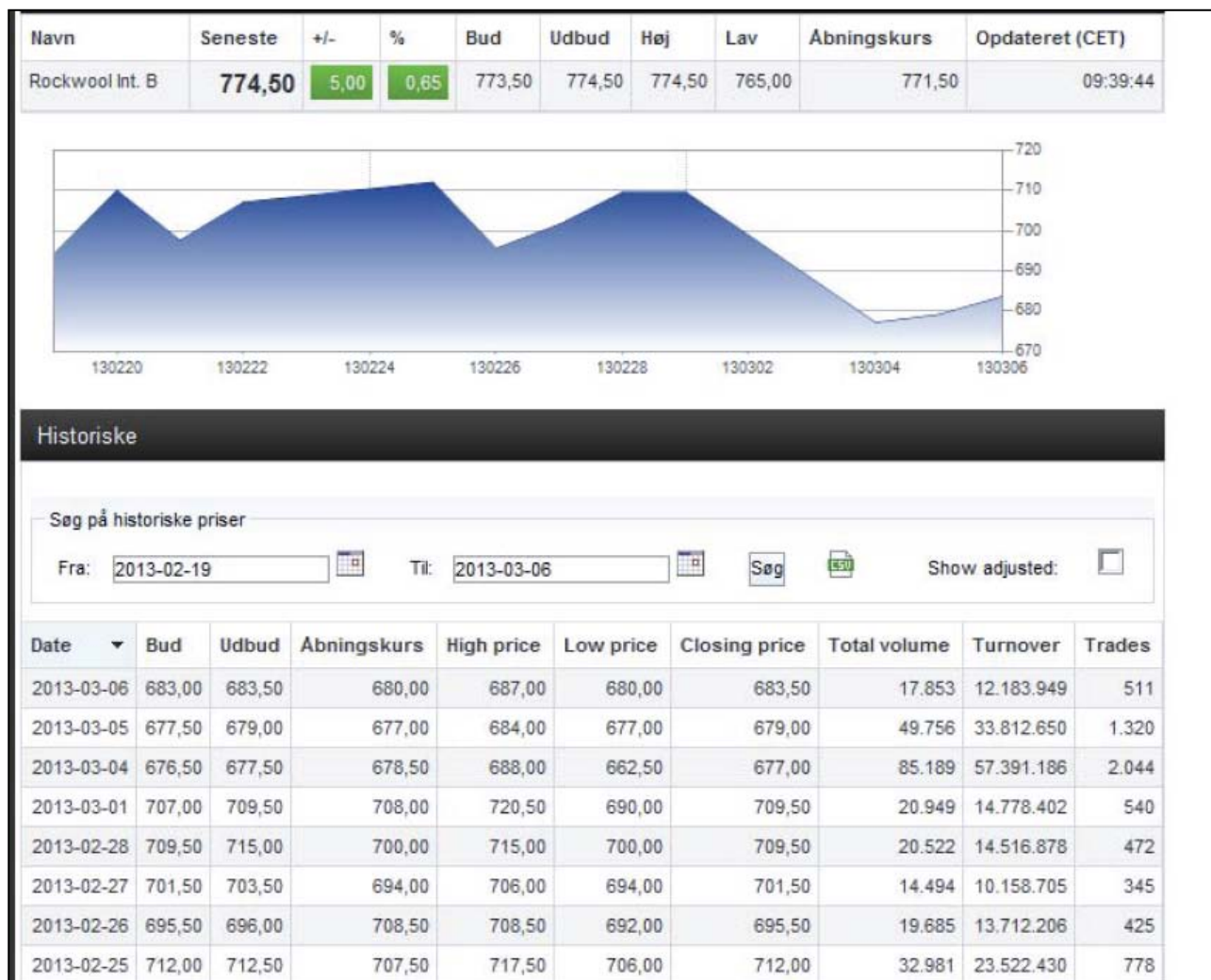
- www.rockwool.dk
- www.kingspan.com
- www.knauf.com
- www.owenscorning.com
- www.saint-gobain.com

Bilag 1 - Udviklingen i Rockwools B-aktie for perioden 1. januar 2007 til 4. marts 2013



Kilde: www.euroinvestor.dk

Bilag 2 - Udviklingen i Rockwools B-aktie omkring datoen for offentliggørelse af 2012-regnskabet.



Kilde: <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

Bilag 3 - Udtræk fra OECD's database, realiseret vækst i BNP i 2012 samt forventet vækst i 2013+2014.

Dataset: Economic Outlook No 92 - December 2012 - OECD Annual Projections		Variable	GDPV ANNPCT: GDP growth		
		Frequency	Annual		
		Time	2012	2013	2014
Country					
Australia			3,6957982	2,9997004	3,1701776
Austria			0,5971568	0,780119	1,8403741
Belgium			-0,1328721	0,5285095	1,5832151
Canada			2,0360882	1,8209257	2,4091211
Chile			5,2402673	4,6461409	5,3816766
Czech Republic			-0,9150636	0,7595862	2,4251168
Denmark			0,244309	1,3916545	1,7295339
Estonia			3,1470447	3,7494946	3,4356823
Finland			0,6715699	1,1416694	2,1559039
France			0,1737497	0,3253934	1,2625963
Germany			0,9448299	0,5593143	1,9437521
Greece			-6,2674114	-4,5492569	-1,2714769
Hungary			-1,5707671	-0,126689	1,1627501
Iceland			2,529898	2,7264507	2,671401
Ireland			0,4754412	1,3387007	2,1890449
Israel			3,1315345	2,900874	3,9014306
Italy			-2,1620188	-0,9842487	0,5502348
Japan			1,6375934	0,6503918	0,7629526
Korea			2,2447556	3,0545888	4,4162291
Luxembourg			0,5668292	1,1927901	1,9769551
Mexico			3,804349	3,3144626	3,569355
Netherlands			-0,863195	0,1915084	1,4637922
New Zealand			1,6424808	2,3801709	2,9136078
Norway			3,3242208	2,5062194	2,021349
Poland			2,4797039	1,5777603	2,5470929
Portugal			-3,0943251	-1,7509373	0,9107161
Slovak Republic			2,6436824	1,9526846	3,3839826
Slovenia			-2,3677762	-2,0760218	1,0764889
Spain			-1,2894815	-1,4170548	0,5378711
Sweden			1,2046341	1,8825083	3,0285474
Switzerland			0,8384497	1,0824166	2,2884657
Turkey			2,8555552	4,1091873	5,1590375
United Kingdom			-0,1385585	0,8960535	1,5546372
United States			2,2438681	2,0104895	2,8132027
Euro area (15 countries)			-0,4094484	-0,0932878	1,3073816
OECD - Total			1,4023981	1,4054691	2,3099985
World			2,9235696	3,435179	4,2335631
Non-OECD Member Economies			..	..	..
Non-OECD Member Economies	Brazil		1,5279512	4,0415429	4,0641407
	China		7,5398201	8,5317671	8,881706
	India		4,515379	5,9164089	7,0353874
	Indonesia		6,2264934	6,3421325	6,5297822
	Russian Federation		3,4416867	3,7773443	4,0832829
	South Africa		2,6170261	3,2527969	4,047111
	Former Economies		..	..	..
	Former Economies	Former Federal Republic of Germany	..	..	..
Dynamic Asian Economies			3,2832255	4,4605171	4,7926241
Other oil producers			4,5181867	5,8617249	6,1703682

data extracted on 18 Apr 2013 10:30 UTC (GMT) from OECD.Stat

Kilde: http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO92_INTERNET

Bilag 4 - Offentliggjort resultatopgørelse for årene 2008 til 2012.

Resultatopgørelse (mDKK)	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	13.700	11.168	11.732	13.748	14.664
Andre driftsindtægter	251	194	175	141	189
Indtægter i alt	13.951	11.362	11.907	13.889	14.853
Omkostninger til råvarer og produktionssmaterialer	4.766	3.884	4.158	5.365	5.534
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	2.260	1.757	1.896	2.149	2.083
Øvrige eksterne omkostninger	1.380	1.221	1.177	1.352	1.449
Personaleomkostninger	3.172	2.971	2.894	3.219	3.547
Af- og nedskrivninger	871	953	989	900	1.099
Driftsomkostninger	12.449	10.786	11.114	12.985	13.712
Resultat af primær drift	1.502	576	793	904	1.141
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	35	22	36	42	12
Finansielle indtægter	221	175	109	120	115
Finansielle omkostninger	213	217	126	167	170
Resultat før skat	1.545	556	812	899	1.098
Skat af årets resultat	465	206	275	276	324
Årets resultat	1.080	350	537	623	776
Minoritetsinteresser	76	28	25	-17	2
Årets resultat efter minoritetsinteresser	1.004	322	512	640	774

Kilde: Rockwools årsrapporter 2008-2012.

Bilag 5 - Reformuleret totalindkomstopgørelse for årene 2008 til 2012.

	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	13.677	11.164	11.717	13.743	14.650
Omkostninger til råvarer og produktionssmaterialer	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365	-5.534
Bruttoresultat	8.911	7.280	7.559	8.378	9.116
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-2.260	-1.757	-1.896	-2.149	-2.083
Øvrige eksterne omkostninger	-1.357	-1.217	-1.162	-1.347	-1.435
Personaleomkostninger	-3.206	-2.996	-2.922	-3.245	-3.571
Afskrivninger	-760	-807	-877	-872	-944
Nedskrivninger	-31	-50	-57	-68	-80
Core driftsoverskud fra salg før skat	1.297	453	645	697	1.003
<i>Skat herpå</i>					
Årets skat jf. årsregnskabet	-465	-206	-275	-276	-324
Skattefordel på finansielle poster	2	-11	-4	-12	-14
Skatteeffekt på andet driftsoverskud	51	31	37	52	35
Core driftsoverskud fra salg efter skat	885	267	403	461	700
<i>Andet driftsoverskud (før-skat-poster)</i>					
Andre driftsindtægter	251	194	175	141	189
Usædvanlige driftsposter vedr. anlægsaktiver (se note)	-80	-96	-55	40	-75
Forventet afkast på pensionsaktiver	34	25	28	26	24
	205	123	148	207	138
Skatteeffekt af andet driftsoverskud (25%)	-51	-31	-37	-52	-35
Andet driftsoverskud efter skat	154	92	111	155	104
<i>Andet usædvanligt driftsoverskud inkl dirty surplus(efter-skat-poster)</i>					
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	35	22	36	42	12
Valutakursreguleringer og sikringstransaktioner	-564	83	244	-218	240
Omkostningsført værdi af udstedte aktieoptioner	36	28	18	15	10
Ændret regnskabspraksis vedr. indregning af pensionsforpligtelser	0	0	9	0	0
Andet usædvanligt driftsoverskud inkl dirty surplus(efter-skat-poster)	-493	133	307	-161	262
Driftsoverskud efter skat	546	493	821	455	1.065
<i>Core netto finansielle omkostninger</i>					
Core finansielle omkostninger	-67	-17	-31	-49	-67
Core finansielle indtægter	46	11	11	28	36
Core netto finansielle indtægter/omkostninger	-21	-6	-20	-21	-31
Skatteeffekt af core netto finansielle indtægter/omkostninger	5	2	5	5	8
Core netto finansielle indtægter/omkostninger efter skat	-16	-5	-15	-16	-23
<i>Usædvanlige netto finansielle omkostninger</i>					
Usædvanlige finansielle indtægter	-146	-200	-95	-118	-103
Usædvanlige finansielle omkostninger	175	164	98	92	79
Usædvanlige netto finansielle omkostninger	29	-36	3	-26	-24
Skatteeffekt af usædvanlige netto finansielle indtægter/omkostninger	-7	9	-1	7	6
Usædvanlige netto finansielle indtægter/omkostninger efter skat	22	-27	2	-20	-18
Nettofinansielle indtægter/omkostninger i alt, efter skat	6	-32	-13	-35	-41
Totalindkomst for koncernen	552	461	808	420	1.024
Minoritetsinteresser	-38	-18	-45	16	-3
Totalindkomst for aktionærer	514	443	763	436	1.021

Bilag 6 - Offentliggjort balance for årene 2007 til 2012.

Balance	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Goodwill	45	44	44	117	133	136
Software	93	126	125	143	154	180
Kunderrelationer		0	0	129	174	162
Andre immaterielle anlægsaktiver	46	153	104	62	98	110
Immaterielle aktiver i alt	184	323	273	451	559	588
Grunde og bygninger	2.116	2.487	3.037	3.385	3.315	3.653
Tekniske anlæg og maskiner	2.783	3.315	3.886	3.903	3.729	3.897
Driftsmateriel, EDB-udstyr og inventar	135	147	128	122	106	95
Forudbetalinger og anlæg under udførelse	805	1.040	289	617	952	507
Materielle aktiver i alt	5.839	6.989	7.340	8.027	8.102	8.152
Aktier i associerede virksomheder	168	173	217	285	334	334
Langfristede deposita og tilgodehavender	3	22	22	53	67	47
Udskudte skatteaktiver	234	248	265	287	315	270
Finansielle aktiver i alt	405	443	504	625	716	651
Anlægsaktiver i alt	6.428	7.755	8.117	9.103	9.377	9.391
Varebeholdninger	1.267	1.323	801	1.007	1.110	1.268
Tilgodehavender fra salg	1.499	1.471	1.299	1.398	1.541	1.509
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	13	11	10	11	12	11
Andre tilgodehavender	366	400	229	251	204	249
Periodeafgrænsningsposter	64	63	53	57	60	69
Selskabsskat	0	176	84	62	27	8
Likvide beholdninger	1.257	444	733	347	347	484
Omsætningsaktiver i alt	4.466	3.888	3.209	3.133	3.301	3.598
Aktiver i alt	10.894	11.643	11.326	12.236	12.678	12.989
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiekapital	220	220	220	220	220	220
Valutakursreguleringer	25	-527	-398	-169	-354	-131
Foreslået udbytte	312	207	207	207	207	220
Overført resultat	7.032	7.791	7.939	8.317	8.569	9.119
Sikringstransaktioner	0	27	-9	-12	-19	-24
Minoritetsinteresser	188	246	269	212	12	24
Egenkapital i alt	7.777	7.964	8.228	8.775	8.635	9.428
Udskudt skat	460	491	361	420	464	447
Pensionsforpligtelser	151	154	182	212	234	224
Andre hensatte forpligtelser	325	177	230	187	181	158
Banklån og andre lån	42	804	423	381	489	204
Langfristede forpligtelser i alt	978	1.626	1.196	1.200	1.368	1.033
Langfristet gæld, der forfalder indenfor 1 år	2	4	17	171	134	153
Bankgæld	69	76	145	215	475	295
Leverandører af varer og tjenesteydelser	1.047	967	756	957	1.103	1.044
Selskabsskat	164	0	0	0	0	0
Andre hensatte forpligtelser	51	125	64	52	79	98
Anden gæld	806	881	920	866	884	938
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	2.139	2.053	1.902	2.261	2.675	2.528
Forpligtelser i alt	3.117	3.679	3.098	3.461	4.043	3.561
Passiver i alt	10.894	11.643	11.326	12.236	12.678	12.989

Kilde: Rockwools årsrapporter 2008-2012.

Bilag 7 - Reformuleret balance for årene 2007 til 2012.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kerndriftsaktiver						
Goodwill	45	44	44	117	133	136
Software	93	126	125	143	154	180
Kunderelationer	0	0	0	129	174	162
Andre immaterielle anlægsaktiver	46	153	104	62	98	110
Grunde og bygninger	2.116	2.487	3.037	3.385	3.315	3.653
Tekniske anlæg og maskiner	2.783	3.315	3.886	3.903	3.729	3.897
Driftsmateriel, EDB-udstyr og inventar	135	147	128	122	106	95
Forudbetalinger og anlæg under udførelse	805	1.040	289	617	952	507
Langfristede deposita og tilgodehavender	3	22	22	53	67	47
Udskudte skatteaktiver	234	248	265	287	315	270
Varebeholdninger	1.267	1.323	801	1.007	1.110	1.268
Tilgodehavender fra salg	1.499	1.471	1.299	1.398	1.541	1.509
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	13	11	10	11	12	11
Andre tilgodehavender	366	400	229	251	204	249
Periodeafgrænsningsposter	64	63	53	57	60	69
Selskabsskat	0	176	84	62	27	8
Driftslikviditet	70	69	56	59	69	73
Kerndriftsaktiver	9.539	11.095	10.432	11.663	12.066	12.244
Driftsforpligtelser						
Udskudt skat	-460	-491	-361	-420	-464	-447
Pensionsforpligtelser	-506	-510	-639	-700	-727	-773
Andre hensatte forpligtelser	-325	-177	-230	-187	-181	-158
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-1.047	-967	-756	-957	-1.103	-1.044
Selskabsskat	-164	0	0	0	0	0
Andre hensatte forpligtelser	-51	-125	-64	-52	-79	-98
Anden gæld	-806	-881	-920	-866	-884	-938
Driftsforpligtelser	-3.359	-3.151	-2.970	-3.182	-3.438	-3.458
Kerne nettodriftsaktiver	6.180	7.944	7.462	8.481	8.628	8.786
Ikke-kerne driftsaktiver						
Aktier i associerede virksomheder	168	173	217	285	334	334
Pensionsaktiver	355	356	457	488	493	549
Ikke-kerne driftsaktiver	523	529	674	773	827	883
Netto driftsaktiver (NDA)	6.703	8.473	8.136	9.254	9.455	9.669
Netto finansielle forpligtelser						
Likvide beholdninger	1.187	376	677	288	278	411
Banklån og andre lån	-42	-804	-423	-381	-489	-204
Langfristet gæld, der forfalder indenfor 1 år	-2	-4	-17	-171	-134	-153
Bankgæld	-69	-76	-145	-215	-475	-295
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	1.074	-509	92	-479	-820	-241
Egenkapital koncern	-7.777	-7.964	-8.228	-8.775	-8.635	-9.428
Minoritetsinteresser	188	246	269	212	12	24
Egenkapital for moderselskabets aktionærer	-7.965	-8.210	-8.497	-8.987	-8.647	-9.452

Bilag 8 - Offentliggjorte egenkapitalopgørelser for årene 2008 til 2012.

	Aktiekapital	Valutakurs-reguleringer	Foreslået udbytte	Overført overskud	Sikrings-transaktioner	Minoritets-interesser	I alt
Egenkapital 1/1 2008	220	25	312	7.031	1	188	7.777
Årets resultat							
Anden totalindkomst							
Årets totalindkomst	0	-552	207	797	26	38	516
Handel med egne aktier	0	0	0	-72	0	0	-72
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	0	0	0	36	0	0	36
Betalt udbytte til aktionærer	0	0	-312	-1	0	0	-313
Til-/afgange af minoritetsandele	0	0	0	0	0	20	20
Egenkapital 31/12 2008	220	-527	207	7.791	27	246	7.964
Egenkapital 1/1 2009	220	-527	207	7.791	27	246	7.964
Årets resultat							
Anden totalindkomst							
Årets totalindkomst	0	129	207	115	-36	18	433
Handel med egne aktier	0	0	0	5	0	0	5
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	0	0	0	28	0	0	28
Betalt udbytte til aktionærer	0	0	-207	0	0	0	-207
Til-/afgange af minoritetsandele	0	0	0	0	0	5	5
Egenkapital 31/12 2009	220	-398	207	7.939	-9	269	8.228
Egenkapital 1/1 2010	220	-398	207	7.939	-9	269	8.228
Årets resultat							
Anden totalindkomst							
Ændring af anvendt regnskabspraksis				-23			-23
Årets totalindkomst	0	229	207	312	-3	45	790
Handel med egne aktier	0	0	0	17	0	0	17
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	0	0	0	18	0	0	18
Betalt udbytte til aktionærer	0	0	-207	0	0	-52	-259
Til-/afgange af minoritetsandele	0	0	0	0	0	4	4
Bevægelser mellem minoritets- og majoritetsaktionærer	0	0	0	54	0	-54	0
Egenkapital 31/12 2010	220	-169	207	8.333	-12	212	8.775
Egenkapital 1/1 2011	220	-169	207	8.317	-12	212	8.775
Årets resultat	0	0	207	433	0	-17	623
Anden totalindkomst	0	-185	0	-27	-7	1	-218
Årets totalindkomst	0	-185	207	406	-7	-16	405
Handel med egne aktier	0	0	0	-53	0	0	-53
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	0	0	0	15	0	0	15
Betalt udbytte til aktionærer	0	0	-207	0	0	0	-207
Til-/afgange af minoritetsandele	0	0	0	-116	0	-184	-300
Egenkapital 31/12 2011	220	-354	207	8.569	-19	12	8.635
Egenkapital 1/1 2012	220	-354	207	8.569	-19	12	8.635
Årets resultat	0	0	220	552	0	2	774
Anden totalindkomst	0	223	0	21	-5	1	240
Årets totalindkomst	0	223	220	573	-5	3	1.014
Handel med egne aktier	0	0	0	-24	0	0	-24
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	0	0	0	10	0	0	10
Betalt udbytte til aktionærer	0	0	-207	0	0	0	-207
Til-/afgange af minoritetsandele	0	0	0	-9	0	9	0
Egenkapital 31/12 2012	220	-131	220	9.119	-24	24	9.428

Kilde: Rockwools årsrapporter 2008-2012.

Bilag 9 - Reformulerede egenkapitalopgørelser for årene 2008 til 2012.

mio. kr.	2008	2009	2010	2011	2012
Egenkapital 1/1 200x	7.777	7.964	8.228	8.775	8.635
<i>Transaktioner med ejerne og minoriteter</i>					
Betalt udbytte	-313	-207	-259	-207	-207
Handel med egne aktier	-72	5	17	-53	-24
Til-/afgange af minoriteter	20	5	4	-300	0
	-365	-197	-238	-560	-231
<i>Totalindkomst</i>					
Årets resultat	1.080	350	537	623	774
Valutakursreguleringer og sikringstransaktioner	-564	83	244	-218	240
Omkostningsført værdi af udstedte optioner	36	28	18	15	10
Ændring af anvendt regnskabspraksis	0	0	-23	0	0
Ændret indregning af pensionsforpligtelser	0	0	9	0	0
	552	461	785	420	1.024
Egenkapital ultimo 200x inkl. minoritetsinteresser	7.964	8.228	8.775	8.635	9.428
Minoriteter	246	269	212	12	24
Egenkapital ultimo 200x ekskl. minoritetsinteresser	7.718	7.959	8.563	8.623	9.404

Bilag 10 - Beregninger af historiske nøgletal på baggrund af de reformulerede opgørelser

	2008	2009	2010	2011	2012
ROE ejerne	6,4%	5,3%	8,7%	4,9%	11,3%
ROE inkl. minoriteter	7,0%	5,7%	9,5%	4,8%	11,3%
Dekomponering af ROE - niveau 1	2008	2009	2010	2011	2012
ROE inkl. minoriteter	7,0%	5,7%	9,5%	4,8%	11,3%
ROIC	7,2%	5,9%	9,4%	4,9%	11,1%
F-GEAR	-0,036	0,026	0,023	0,075	0,059
r	2,1%	15,1%	6,6%	5,4%	7,8%
SPREAD	5,1%	-9,2%	2,8%	-0,6%	3,4%
Core ROIC	12,5%	3,5%	5,1%	5,4%	8,0%
Core r	-5,6%	2,2%	7,8%	2,4%	4,4%
Dekomponering af ROIC - niveau 2	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	7,2%	5,9%	9,4%	4,9%	11,1%
Overskudsgrad (OG)	4,0%	4,4%	7,0%	3,3%	7,3%
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	1,803	1,344	1,348	1,469	1,532
1/AOH	0,555	0,744	0,742	0,681	0,653
Niveau 3					
Niveau 3 - Dekomponering af OG	2008	2009	2010	2011	2012
OG	4,0%	4,4%	7,0%	3,3%	7,3%
OG fra salg efter skat	6,5%	2,4%	3,4%	3,4%	4,8%
OG fra andre driftsposter efter skat	-2,5%	2,0%	3,6%	0,0%	2,5%
<i>Yderligere dekomponeret</i>					
OG_bruttoresultat	65,2%	65,2%	64,5%	61,0%	62,2%
OG_levering og indirekte omk.	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%	-14,2%
OG_personaleomk.	-23,4%	-26,8%	-24,9%	-23,6%	-24,4%
OG_Andre eksterne omk.	-9,9%	-10,9%	-9,9%	-9,8%	-9,8%
OG_af- og nedskrivninger	-5,8%	-7,7%	-8,0%	-6,8%	-7,0%
OG_skat på DO fra salg	-3,0%	-1,7%	-2,1%	-1,7%	-2,1%
Sum = OG fra salg efter skat	6,5%	2,4%	3,4%	3,4%	4,8%
Dekomponering af 1/AOH	2008	2009	2010	2011	2012
1/AOH_kerneNDA	0,516	0,690	0,680	0,622	0,594
1/AOH_ikke-kerneNDA	0,038	0,054	0,062	0,058	0,058
Sum = 1/AOH	0,555	0,744	0,742	0,681	0,653
1/AOH_kerne NDA dekomponeret					
Anlægsaktiver	0,487	0,668	0,687	0,624	0,594
Andre langfristede driftaktiver	0,019	0,025	0,027	0,026	0,024
Varebeholdninger	0,095	0,095	0,077	0,077	0,081
Tilgodehavender fra salg	0,109	0,124	0,115	0,107	0,104
Andre kortfristede driftsaktiver	0,045	0,052	0,037	0,030	0,027
Kortfristede driftsforpligtelser	-0,238	-0,274	-0,263	-0,241	-0,235
1/AOH_arbejdskapital	0,029	0,022	-0,006	-0,001	0,000
Sum = 1/AOH_kerne NDA	0,516	0,690	0,680	0,622	0,594

Bilag 11 - Betaværdier trukket fra Bloombergs databaser

Beta value calculation					
Company	Equity beta	Debt/equity	Unlevered beta	R ²	Unlevered beta adj. for low R ²
ROCKWOOL INTL A/S-B SHS	0,97	-0,69	3,10	0,39	3,10
KINGSPAN GROUP PLC	1,02	0,16	0,88	0,35	0,88
COMPAGNIE DE SAINT-GOBAIN	1,26	0,55	0,81	0,77	0,81
URALITA SA	0,36	1,22	0,16	0,00	
Average	0,90	0,31	1,24	0,38	1,60
Median	1,00	0,35	0,85	0,37	0,88

Source: Bloomberg
01-05-2013
D/E method: Historical average

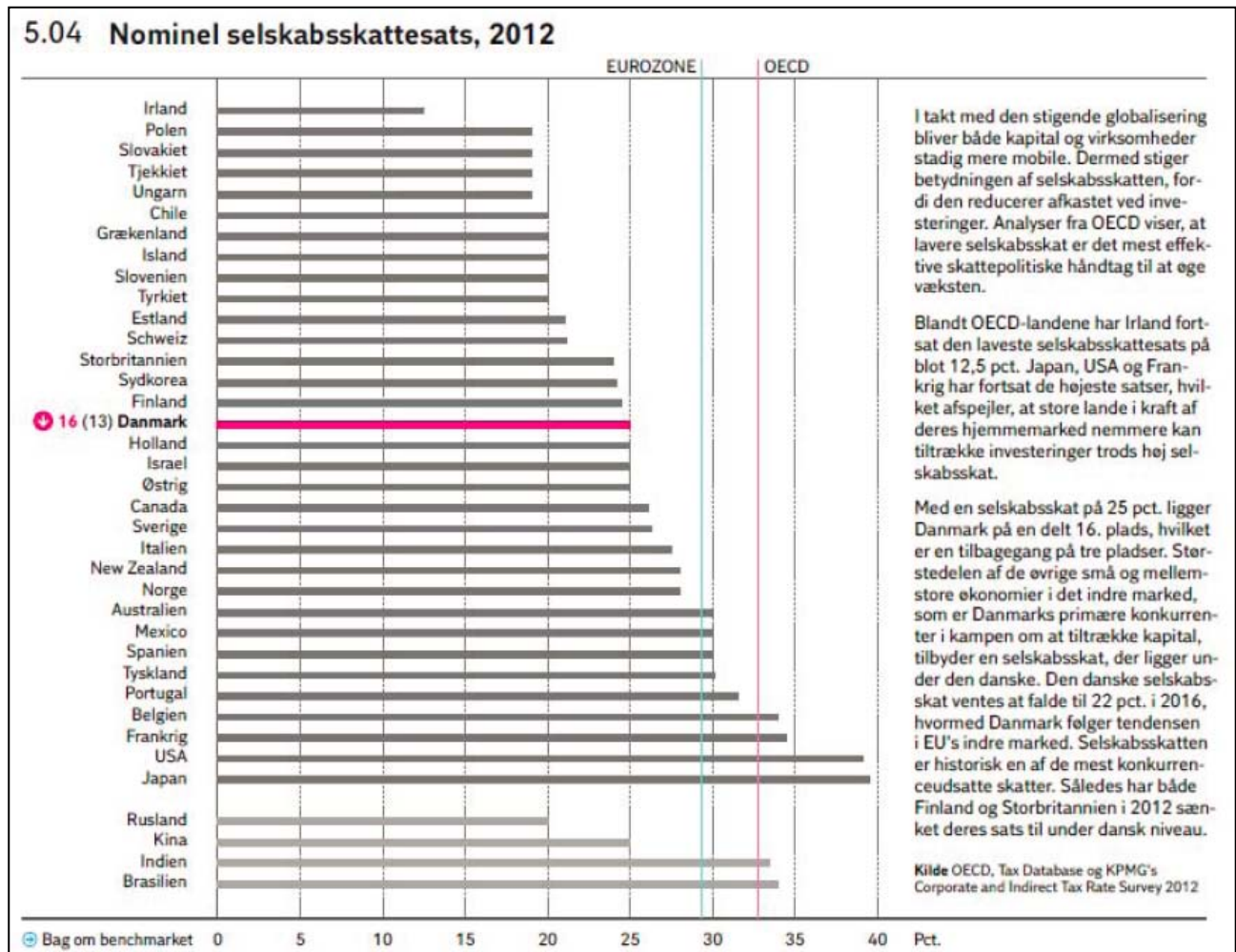
Bilag 12 - Værdiansættelsesberegning ved DCF-modellen

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Terminal- perioden
Salgsvækst		6,0%	8,0%	8,0%	7,0%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%
Omsætning		15.529	16.771	18.113	19.381	20.544	21.776	22.865	23.780	24.731	25.473	25.982
Driftsomkostninger		-14.364	-15.346	-16.121	-17.540	-18.695	-20.034	-21.036	-22.353	-23.494	-24.199	-24.683
Driftsoverskud fra salg før skat		1.165	1.426	1.992	1.841	1.849	1.742	1.829	1.427	1.237	1.274	1.299
Skat af driftsoverskud		-332	-385	-528	-488	-488	-456	-476	-371	-322	-331	-338
Driftsoverskud fra salg efter skat		833	1.041	1.464	1.353	1.361	1.286	1.354	1.056	915	943	961
Andet driftsoverskud efter skat		148	159	172	184	195	207	217	226	235	242	247
Driftsoverskud i alt efter skat		980	1.200	1.637	1.537	1.556	1.493	1.571	1.282	1.150	1.184	1.208
Kerne NDA	8.786	9.734	9.688	9.647	9.613	9.574	9.548	9.516	9.486	9.458	9.430	9.392
<i>Det frie cash flow (FCF)</i>												
Årets DO efter skat		980	1.200	1.637	1.537	1.556	1.493	1.571	1.282	1.150	1.184	1.208
Ændring i kerne NDA		947	-45	-41	-34	-39	-26	-32	-30	-28	-27	-38
FCF (DO - ændring NDA)		33	1.245	1.678	1.572	1.595	1.518	1.603	1.312	1.178	1.212	1.246
Værdiansættelse DCF-modellen												
mio.kr	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Terminal- perioden
FCF		33	1.245	1.678	1.572	1.595	1.518	1.603	1.312	1.178	1.212	1.246
Diskonteringsfaktor ((1+WACC)^t)		1,0969	1,2032	1,3198	1,4477	1,5879	1,7418	1,9106	2,0957	2,2988	2,5215	
Nutidsværdi af FCF (FCF/df)		30	1.035	1.271	1.086	1.004	872	839	626	513	481	
Sum af nutidsværdi FCF	7.756											
Nutidsværdi af terminalperioden	6.425											
Kerne virksomhedsværdi	14.181											
Ikke-kerne NDA	883											
Virksomhedsværdi	15.064											
Markedsværdi af NFF	-666											
Egenkapitalens værdi - koncern	14.398											
Minoriteter	-24											
Egenkapitalens værdi - aktionærandel	14.374											
Antal udestående aktier (aktie i alt minus egne aktier)	21,55	mio. stk										
Værdi pr. aktie	667,07											
Markedsværdi af B-aktien pr. 4/3-2013	677,00											
Aktien er undervurderet med	9,93											

Bilag 13 - Dekomponering af 1/AOH til brug for budgettering

Udvikling i kerne-1/AOH dekomponeret	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Terminal-perioden
Imm. Anlægsaktiver	588											
Inverse AOH	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039	0,039
Matr. Anlægsaktiver	8.152	9.052	8.952	8.852	8.762	8.672	8.592	8.512	8.442	8.372	8.312	8.252
Inverse AOH	0,555	0,583	0,534	0,489	0,452	0,422	0,395	0,372	0,355	0,339	0,326	0,318
Andre langfristede driftaktiver	317											
Inverse AOH	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Varebeholdninger	1.268	1.344	1.452	1.568	1.677	1.778	1.885	1.979	2.058	2.141	2.205	2.249
Inverse AOH	0,081	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087	0,087
Tilgodehavender fra salg	1.509	1.600	1.728	1.866	1.996	2.116	2.243	2.355	2.449	2.547	2.624	2.676
Inverse AOH	0,104	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103
Andre kortfristede driftsaktiver	410											
Inverse AOH	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027	0,027
Kortfristede driftsforpligtelser	-3.458											
Inverse AOH	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235	-0,235
Kerne 1/AOH	0,627	0,578	0,533	0,496	0,466	0,438	0,416	0,399	0,382	0,370	0,361	

Bilag 14 - Selskabsskatteprocenter



Kilde: Dansk Industri. "Globaliseringsredegørelse 2013 - sådan ligger landet". Link

<http://publikationer.di.dk/di/754660932/>