

Opgaveløser: Rasmus Kristian Mogensen
Vejleder: Palle Nierhoff

Opgave nr. 41

VÆRDIANSÆTTELSE OG AKTIEANALYSE

ROCKWOOL INTERNATIONAL A/S

Handelshøjskolen i København
Institut for finansiering

Aflevering 4. Maj 2009

INDHOLDSFORTEGNELSE

INDHOLDSFORTEGNELSE	1
1.0 INDLEDNING	4
1.1 Problemfelt	4
1.2 Problemformulering.....	5
1.3 Metode og modelvalg	6
1.4 Afgrænsning	9
1.5 Kildekritik	10
1.6 Målgruppe og analytisk fokus	10
2.0 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE.....	11
2.1 Rockwools historie	11
2.2 Rockwool i dag	13
2.2.1 Ejerstrukturen	13
2.2.2 Forretningsområder	14
2.3 Økonomisk situation og finansielle målsætninger.....	17
2.3.1 Seneste resultater og forventninger	17
2.3.2 Aktieperformance	19
2.4 Konkurrenter	20
2.5 Konklusion på virksomhedsbeskrivelsen	21
3.0 CORPORATE GOVERNANCE.....	22
3.1 Konklusion på Corporate Governance	25
4.0 ANALYSE AF IKKE FINANSIELLE VÆRDIDRIVERE	25
4.1 Værdier, strategi og mål.....	26
4.1.1 Værdier og mission	26
4.1.2 Strategi	27
4.2 Ekstern strategisk analyse	29
4.2.1 Omverdensanalyse – PEST	29
4.2.2 Konklusion på PEST	34
4.2.3 Brancheanalyse - Porters Five Forces	35
4.2.4 Konklusion på brancheanalysen.....	43
4.3 Intern strategisk analyse	44
4.3.1 Ressourcer, færdigheder og kompetencer	44
4.3.2 Struktur, systemer og processer	47
4.3.3 Ejernes og ledernes præferencer	48

4.3.4 Værdikædeanalyse.....	48
4.4 SWOT analyse.....	50
4.4.1 SWOT modellen.....	50
4.4.2 Konklusion på SWOT	52
4.5 KONKLUSION PÅ IKKE FINANSIELLE VÆRDIDRIVERE.....	52
5.0 REGNSKABSANALYSE.....	53
5.1 Reformulering	54
5.2 Rentabilitetsanalyse	55
5.2.1 Overordnet: Egenkapitalens forrentning - ROE	55
5.2.2 Driftsaktivitetens påvirkning på ROE	56
5.2.3 Den finansielle aktivitetens påvirkning på ROE.....	57
5.3 Analyse af risiko	58
5.3.1 Variabilitetsrisiko.....	58
5.3.2 Vækstrisiko	59
5.4 Konklusion på regnskabsanalysen.....	59
6.0 VÆRDIANSÆTTELSE.....	60
6.1 Budgettering	60
6.1.1 Salgets vækstrate	60
6.1.2 Overskudsgrad fra salg før skat.....	61
6.1.3 Effektiv skatteprocent.....	61
6.1.4 Andet driftsoverskud efter skat	62
6.1.5 Aktivernes omsætningshastighed.....	62
6.1.6 Finansiell gearing	63
6.1.7 Minoritetsinteresser	64
6.1.8 Kapitalomkostninger	65
6.1.9 Konkurrencefordelsperioden	67
6.2 Værdiansættelsen	67
6.2.1 Modelvalg.....	67
6.2.2 Cash flow modellen.....	68
6.2.3 Residual indkomst modellen.....	69
6.2.4 RIDO vs. DCF.....	70
6.3 Peer Group valuation	70
6.4 Følsomhedsanalyse	71
6.5 KONKLUSION PÅ VÆRDIANSÆTTELSEN	72
7.0 AKTIEANALYSE.....	73
7.1 Kombination af analyser	73

7.2 Fundamentalanalyse	74
7.2.1 Konklusion på fundamentalanalyse	77
7.3 Teknisk analyse	77
7.3.1 RSI – Relative Strength Index	77
7.3.2 Glidende gennemsnit	78
7.3.3 Teknisk analyse på Rockwool B.....	78
7.3.4 Konklusion på teknisk analyse	80
7.4 Konklusion på aktieanalyse	80
8.0 SAMLET KONKLUSION	81
9.0 LITTERATURLISTE.....	84
BILAG	87

1.0 INDLEDNING

To samtaleemner det er svært at komme udenom for tiden er uomtvisteligt klimadebatten med et forestående klimatopmøde i København og finanskrisen der startede med en bankkrise, men som det seneste år har udviklet sig til en omfattende global økonomisk krise.

Ikke mange virksomheder er gået upåvirket igennem krisen, resultaterne er blevet forringet og aktiekurserne på selv velrenommerede selskaber har på rekordtid mistet mere end halvdelen af markedsværdien. Det lyder i sig selv voldsomt og det er også voldsomme erindringer og indtryk investorerne slæber rundt på. Vigtige spørgsmål at stille sig selv i denne situation er imidlertid, hvilket niveau vi kommer fra og hvad der så reelt bærer 'skylden' for denne udvikling? Skyldes det irrationelle marked domineret af panik og frygt for hvad fremtiden bringer eller skal vi længere tilbage og betragte udviklingen frem til toppen i 2007? Gik det for godt og var vi ved at opbygge en økonomisk bobl, som havde bragt indtjeningsforventninger aktiekurser kunstigt højt op?

Når politisk fokus for en kort stund ikke er rettet mod finanskrisen, er det mest 'hotte' emne for tiden klimadebatten, der med indsættelse af Obama som præsident for USA ikke har fået mindre fokus. Til december skal der være klimatopmøde i København, hvor Kyoto aftalen fra 1997 efter planen skal erstattes eller udvides med en ny 'Københavneraftale' hvor formentlig endnu flere lande tilslutter sig, herunder specielt USA. Det væsentligste fokus til topmødet er, at reducere udslippet af drivhusgasser, som menes at være medvirkende til den globale opvarmning.

Hensigten med denne hovedopgave er hverken at løse de globale klimaproblemer eller redegøre for årsagerne til den globale økonomiske krise og dertilhørende konsekvenser. De aktuelle emner er til inspiration og motivation for valget af en virksomhed, der ønskes nærmere analyseret.

1.1 Problemfelt

Finanskrisen eller klimadebat, det danske selskab Rockwool International A/S (herefter Rockwool) er højaktuelt for begge temaer.

På Rockwools hjemmeside og mange andre steder på internettet støder man kampagnen "Stop local warming". Kampagnens hovedbudskab er, at bedre isolering giver mere energirigtige bygninger, hvorved CO₂ forureningen, der netop er én af de vigtigste drivhusgasser i klimadebatten, mindskes. Idet 40 % af den energi der bruges i Europa og USA stammer fra

bygninger, kan det ikke undgås at være et vigtigt fokusområde for den overordnede debat.

Rockwool skriver på deres hjemmeside at:

"Et typisk Rockwool isoleringsprodukt vil i sin levetid spare miljøet for 100 gange den energi og CO₂-udledning, som det tager at fremstille og distribuere produktet og skaffe det af vejen, når det er udtjent. Det gør isolering til det mest effektive initiativ, vi som samfund kan tage for at forbedre verdens klimaproblemer."

Mange lande har allerede igangsat projekter og opstillet krav til nybyggeri, som sætter fokus på energiforbrug og derved isolering af boliger. Det gælder alt fra krav om lavenergi huse til plus energi huse, hvor huset producerer mere energi end der forbruges. Udover at spare miljøet for CO₂ omkostninger, reducerer det naturligvis også husets opvarmningsudgifter.

Dette og forventeligt mange flere tiltag på miljø- og klimaområdet de kommende år, vil alt andet lige være til gavn for Rockwool og dens fremtidsudsigter.

Den økonomiske krise spiller her naturligvis en rolle og ser vi tilbage i tid, har de seneste 10 års konjunkturudsving haft enorm betydning for Rockwool såvel regnskabsmæssigt som på aktien.

Rockwool aktien er én af de mest stigende fra bund til top med en fremgang på svimlende 2180 % fra kurs 88 den 3. december 2002 til kurs 2.006 den 29. august 2007. Flere og flere analytikere optog dækning af aktien og aktionærantallet strøg i vejret i perioden, hvor Rockwools aktiekurs mere end nogen anden nød godt af højkonjunktoren og det voldsomme opsving i byggebranchen.

Til sammenligning steg Rockwools nærmeste konkurrenter i omegnen 300-350 % og det danske C20 indeks ca. 200 % i samme periode.

Fra toppen er aktien faldet med 80 % og det seneste regnskab for året 2008 viste et fald i årets resultat på næsten 50 % og en forventning om en nedgang i overskuddet på 60 % i 2009.

Det er svært – hvis overhovedet muligt, at finde aktier der er strøget til vejrs med samme hastighed som Rockwools og alligevel har tilbagefaldet procentuelt være af samme størrelse som de andre hvilket giver Rockwool en spændende indgangsvinkel for værdiansættelse.

1.2 Problemformulering

Med udgangspunkt i den enormt turbulente og volatile udvikling i Rockwools aktiekurs samt de imponerende resultater helt frem til 1. kvartal 2008, hvor resultater og forventninger for første

gang i mange år skuffede markederne, synes det interessant at analysere de fundamentale forhold i selskabet og med fremtidsudsigterne omkring øget fokus på energivenligt byggeri for øje at vurdere markedets prissætning af selskabet og hvorvidt det er interessant at investere heri på nuværende tidspunkt eller ej. Det leder frem til følgende konkrete hovedproblemstillinger:

- ***Hvad er fair value for Rockwool International A/S' B aktie med udgangspunkt i en fundamentalanalyse af virksomheden? Og hvilke fremtidsperspektiver er der ved investering i aktien?***
- ***Kan fundamentalanalyse og fair value stå alene som aktieanalyse?***

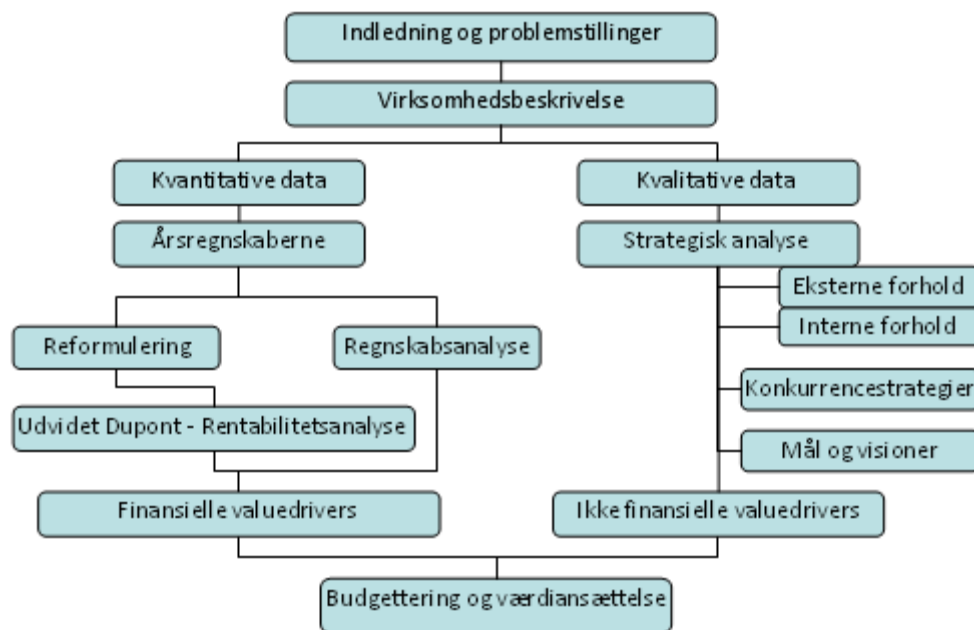
Rockwools fair value og fremtidsudsigter søges besvaret ved hjælp af følgende underspørgsmål og analyser:

- Strategisk analyse
 - *Hvad er Rockwool for en virksomhed*
 - *Hvilke omverdensfaktorer har indflydelse på Rockwool?*
 - *Hvordan er konkurrencesituationen på markedet for isoleringsprodukter?*
 - *Hvilke interne faktorer har betydning for selskabets værdi?*
- Regnskabsanalyse
 - *Hvordan har Rockwools økonomiske udvikling historisk set været?*
- Værdiansættelse
 - *Hvordan ser Rockwools fremtidige budgetter ud med udgangspunkt i ovenstående strategiske og regnskabsmæssige situation?*
 - *Hvilke værdidrivere har speciel betydning for værdien af selskabet?*
 - *Hvad er den teoretiske aktiekurs ud fra værdiansættelsesmodellerne?*

Om fundamentalanalysen kan stå alene, vil forsøges afdækket ved at betragte historisk performance af tidligere eksterne aktieanalyser samt søge mulige supplementer til den gennemføre fundamentalanalyse.

1.3 Metode og modelvalg

Den valgte metode for værdiansættelsen følger primært Jens O. Elling og Ole Sørensens bog "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", herefter [ROV] samt "Strategi i Vindervirksomheder af Jørgen Lægaard og Mikael Vest", herefter [SIV]. Den overordnede værdiansættelsesproces som hovedopgaven vil følge er herunder sat op i diagramform.



Kildehenvisninger er anført i en firkantet parentes [. . .] med angivelse af kilde og i nogle tilfælde side eller kapital nr. på kilden, og henviser til litteraturlisten bagest i opgaven.

1.3.1 Kvalitativ: Strategisk analyse

Målet med den strategiske analyse er som illustreret at finde frem til de ikke finansielle værdidrivere, der anvendes til at budgettere de værdidrivere i virksomheden, som ligger til grund for selve værdiansættelsen.

Som indledning til den strategiske analyse gennemgås Rockwool koncernens mål, vision og strategier med den hensigt at vurdere, om det er noget der er med til eller har mulighed for at skabe værdi for aktionærerne.

I den forbindelse laves også en analyse af Rockwools holdning til Corporate Governance og dertilhørende anbefalinger fra Nørbyudvalget, da dette også kan have indflydelse på shareholder value.

Den første del er omverdensanalysen, hvor det er målet at bestemme hvilke eksterne faktorer der påvirker virksomheden. Hertil anvendes PEST(EL) modellen, med det formål at belyse hvilke samfundsrelaterede faktorer, der påvirker Rockwool. Dernæst anvendes Porters Five Forces modellen til at give et indtryk af isoleringsbranchens attraktivitet og konkurrenceintensiteten og på den måde virksomhedens evne til at skabe aktionærværdi.

Den anden del er interne forhold, der typisk er lidt sværere at vurdere som udenforstående. Det er her relevant at komme ind på ressourcerne i virksomheden, herunder præferencer og kompetencer. Også Porters værdikæde bliver anvendt til at belyse de interne strategifaktorer i Rockwool koncernen.

Den strategiske analyse afsluttes og opsamles i en SWOT analyse, som både medtager muligheder og trusler fra omverdenen samt svage og stærke sider med hensyn til interne ressourcer og kompetencer.

1.3.2 Kvantitativ: Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen vil indeholde en kort analyse baseret på historiske nøgletal sammenholdt med tilsvarende nøgletal og aktiekurser for de nærmeste konkurrenter. Herved skulle det være muligt at få et indtryk af Rockwools regnskabsmæssige styrke i forhold til konkurrenterne.

Som oplæg til den egentlige værdiansættelse reformuleres regnskabstallene for historiske regnskaber fem år tilbage, dette for at adskille finansiell aktivitet fra driftsaktivitet og dernæst analysere på egenkapitalen, resultatopgørelsen, balancen og pengestrømmen med henblik på at vurdere Rockwool koncernens rentabilitet og risiko, som danner grundlag for nogle af de finansielle værdidrivere som er udgangspunktet for værdiansættelsen.

Rentabilitetsanalysen laves med udgangspunkt i den udvidede DuPont model og risikoanalysen opdeles i vækst- og variabilitetsrisiko.

1.3.3 Værdiansættelse

Selve værdiansættelsen opdeles i en budgetteringsdel og en endelig værdiansættelse.

Budgetteringsdelen har til formål at vurdere fremtidig niveau og retning for de syv finansielle værdidrivere med udgangspunkt i den strategiske analyse og de ikke-finansielle værdidrivere og hvilke forventninger til fremtiden disse giver anledning til at have.

Der findes flere modeller til værdiansættelsen, men i denne opgave udvælges to modeller. I praksis benyttes ofte én model, men idéen ved her at vælge to er at bedømme i hvilken grad værdiansættelsen er afhængig af modelvalget.

DCF modellen anvendes oftest i praksis, når man læser analyser eller hører analytikere udtale sig omkring fundamentalanalyse og fair værdi. Som supplement til DCF modellen foretages også værdiansættelse med RIDO modellen.

Modellerne anvendt i denne opgave forklares i værdiansættelsesafsnittet senere i opgaven.

1.3.4 Aktieanalyse

Aktieanalysen er primært baseret på viden og information opnået ved praktisk erfaring gennem et job som investeringsrådgiver og generel interesse for aktieinvestering gennem mange år. Afsnittet bygger derfor ikke på så mange teoretiske modeller og henvisninger til litteratur og andre kilder, er der derfor ikke mange af. De forskellige analyseværktøjer stammer fra Reuters Trader Nordic.

1.4 Afgrænsning

For at få retvisende beregninger og mulighed for fuldendelse af opgaven er det nødvendigt at fastlægge en skæringsdato og dermed også dato for værdiansættelsen. Data fremkommet herefter lægges ikke til grund for opgavens analyser eller værdiansættelse.

Årsregnskabet for 2008 er sidste benyttede regnskabskilde idet 1. kvartalsregnskab ikke forventes før den 25. maj 2009. Aktiekurser og øvrige oplysninger er opgjort pr. 30. april 2009.

Analyserne er baseret på offentligt tilgængeligt materiale og derved henvendt til den mindre eller mellemstore investor, da der kan være interne forhold, som der naturligt nok ikke er adgang til, idet virksomheder typisk offentliggør så få data som muligt for at beskytte sig selv bedst muligt, men som det ville være aktuelt at have adgang til, hvis casen eksempelvis var baseret på en kapitalfonds opkøb af Rockwool koncernen e.l.

Idet opgaven er henvendt til den mindre eller mellemstore investor, vurderes informations niveauet at være på et tilfredsstillende niveau.

I bestemmelse af fair værdi og den efterfølgende diskussion af aktiekursen, tages der udgangspunkt i Rockwools B-aktie, da det klart er den mest handlede og den de fleste små og mellemstore investorer er interesserede i at følge.

I selve værdiansættelsen tillægges det ikke en anderledes værdi, at A aktierne har ekstra stemmeret, da dette forhold ikke er af særlig interesse for den lille eller mellemstore investor.

Der er ikke taget højde for juridiske og skattemæssige forhold i forbindelse med investering i virksomheden e.l.

1.5 Kildekritik

Mange informationer stammer fra Rockwools egen hjemmeside, årsrapporter og andet informationsmateriale og kan derfor være farvet.

Årsrapporterne er dog blåstemplet af revisorer og med Rockwools professionelle status, er det usandsynligt, at der fremgår direkte urigtige oplysninger af materialet.

Information indhentet fra banker, medier, internet og andre inspirationskilder kan have en skjult dagsorden. Bankernes analyser kan forsøge at give et billede af en bestemt retning for at skabe omsætning, nyhedsmedierne vil lave gode historier og større instanser som IMF og centralbanker har et politisk pres over skuldrene, der gør at de vil forsøge at påvirke tingene i positiv retning.

Årsrapporten for 2008 synes ikke helt så meddelsom som de øvrige årsrapporter. Det kan naturligvis tænkes at have noget at gøre med at resultaterne var dårligere end de senere år, og den økonomiske krise er behandlet, men mest fokus er blevet tillagt klimadebatten og det forestående klimatopmøde i København.

1.6 Målgruppe og analytisk fokus

Det er målet at rette opgaven mod potentielle større investorer i Rockwool der ønsker en grundig baggrundsviden om hvad Rockwool er for en type virksomhed samt indblik i interne og eksterne strategiske forhold og deres økonomiske status baseret på såvel historisk regnskabsanalyser samt budgetterede proforma regnskaber.

Det er hensigten at læser af opgaven skal være i stand til at vurdere attraktiviteten i at foretage en investering i Rockwool.

2.0 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

2.1 Rockwools historie

Rockwool og familien bag denne succesrige danske virksomhed med en markedsværdi på ca. 7,74 mia. DKK, er en dansk industrihistorie i sig selv med dybe rødder helt tilbage til bondesamfundet i 1800 tallet, hvor den nuværende bestyrelsesformand Tom Kählers tipoldefar Gustav Kähler startede et teglværk op. [Cordua; 2007]

2.1.1 Tilblivelsen

I 1909 opstartede Gustav Kählers søn Teglværksejer Valdemar Kähler sammen med murermester Henrik Johan Henriksen "Korsør Stenforretning", det vi i dag kender som Rockwool International A/S. [Cordua; 2007] Egentlig startede forretningen på Omø, hvor de gravede sten og grus, men de udvidede løbende og købte i 1927 en skærvfabrik i Hedehusene – der hvor Rockwools hovedkontor ligger i dag.

Første generationsskifte i Kähler familien fandt sted i 1916, hvor Gustav Kähler overtog efter sin far, grundlæggeren af virksomheden Valdemar Kähler. Den anden grundlægger murermester Henriksen døde i 1933, men hans søn Finn repræsenterede fortsat familien i virksomheden og på en studierejse til USA i 1935 købte han opskriften og rettighederne til produktion af stenuld for den i dag relativt beskedne sum af 5000 kr. [The History]

I 1937 begyndte de produktionen af stenuld og samme år opstartede de et nyt forretningsområde – produktion af gasbeton, som også blev en rigtig god forretning. [Cordua; 2007] Allerede i løbet af et par år havde de produktion kørende i både Danmark, Sverige og Norge, men 2. verdenskrig kostede en del på aktivitetsniveauet i både Danmark og Norge.

Der kom gang i forretningen igen og i 50'erne opstartedes i Tyskland den første produktion uden for Skandinavien. Det var Gustav Kähler der siden murermester Henriksen døde suverænt havde ledet virksomheden, men i 1948 blev hans søn Claus Kähler ansat og løbende draget mere og mere ind i ledelsen heraf. Da Gustav Kähler døde i 1958 opstod der de to familier imellem uenighed om den fremtidige 'magtfordeling' i virksomheden. [The History] Claus Kähler lavede derfor et oplæg til opdeling af virksomheden og familien Henriksen fik lov at vælge – de valgte grusgravene og gasbetonindustrien og opererer i dag under navnet H+H International A/S.

2.1.2 Udviklingen

Det er herefter Kähler familien der står bag udviklingen i Rockwool og Claus Kähler tilskrives en meget stor del af æren for den transformation af virksomheden, der gjorde at Rockwool voksede sig til at blive en stærk international industrikoncern. [Prospectus]

1960'erne gav nogle hårde år for stenulden idet der for alvor opstod konkurrence på markedet, primært fra store glasuldsproducenter i USA og Frankrig, heriblandt Saint Gobain, som den dag i dag også er en væsentlig konkurrent til Rockwool.

Det tog dog igen fart op gennem 70'ernes energikrise og deraf følgende fokus på energipriser, der fik folk til at få øjnene op for den positive effekt ved isolering af boliger og bygninger. Rockwool oplevede således for sin tid en rigtig pæn udvikling i omsætningen fra 360 mio. DKK i 1970 til 1600 mio. i 1979. [The history]

Claus Kähler stiftede i 1981 "Rockwool fonden", som har til formål henholdsvis at være til gavn for almenheden gennem eksempelvis samfundsrelevant forskning, men også som storaktionær i Rockwool gruppen at have selskabets langsigtede interesser, strategi og ledelse for øje.

Op gennem 80'erne opdagede man de mange andre anvendelsesmuligheder i stenuld end isolering og efter mange års udvikling kunne Rockwool opstarte nye forretningsområder med bl.a. akustiske produkter, skillevægge, vandabsorberende mineraluld mv., som ligger til grund for de forskellige divisioner i nutidens Rockwool. [The history]

I 1986 overtog Claus Kählers søn, Tom Kähler ledelsen af koncernen og kort tid efter i 1988 startede de produktion i Nord Amerika. Herefter gik det stærkt og Rockwool oplevede en voldsom geografisk ekspansion op gennem 90'erne, først Øst Europa, så Syd Europa og i 2000 Fjernøsten. Op gennem starten af 2000 tallet er der sket store udvidelser og nyopstart af produktion i Central- og Østeuropa, som har været et meget betydningsfuldt vækstområde de senere år.

En af 90'ernes store begivenheder for Rockwool koncernen var børsnoteringen i 1996, der var slået stort op blandt analytikere og de forskellige finanshuse, men efter introduktion i kurs 170 og en kortvarig optur faldt aktien hurtigt tilbage igen og Rockwool leverede i årene herefter hverken kursstigninger eller voldsom resultatfremgang. [Jakobsen; 2007]

Tom Kähler fik meget af skylden og mange mente at han havde drevet forretningen for aggressivt, men Tom var sikker i sin sag og det har da også vist sig at give bonus, såvel resultatmæssigt som på aktiekursen i opgangsperioden fra 2000 til 2007. [Jakobsen; 2007]

2.2 Rockwool i dag

Det er i år 100 år siden at grundstenene til Rockwool koncernen, jf. ovenstående blev lagt og i dag beskæftiger koncernen omkring 8500 medarbejdere, driver 23 fabrikker og har et globalt net af salgskontorer, distributionskanaler og samarbejdspartnere. Udviklings- og hovedkontor er beliggende i Hedehusene uden for København.

Den øverste ledelse varetager Eelco van Heel, der har siddet på koncerndirektørposten siden han overtog den fra Tom Kähler i 2004. Efter hans tiltrædelse nød Rockwool frem til 2007 godt af de mange udvidelser af forretningsområderne og fik således det fulde udbytte af højkonjunktoren frem mod 2007/2008. Forretningsudviklingen har heller ikke ligget stille, der er siden 2000 bygget flere nye fabrikker og konsulentdelen BuildDesk er blevet etableret.

2.2.1 Ejerstrukturen

Rockwools aktiekapital på i alt knap 220 mio. DKK er delt op på A- og B- aktier, begge med en nominel værdi på DKK 10. Der er 13.072.800 stk. A-aktier som hver giver 10 stemmer og 8.902.123 stk. B-aktier som hver giver 1 stemme.

2.2.1.1 Rockwool Fonden

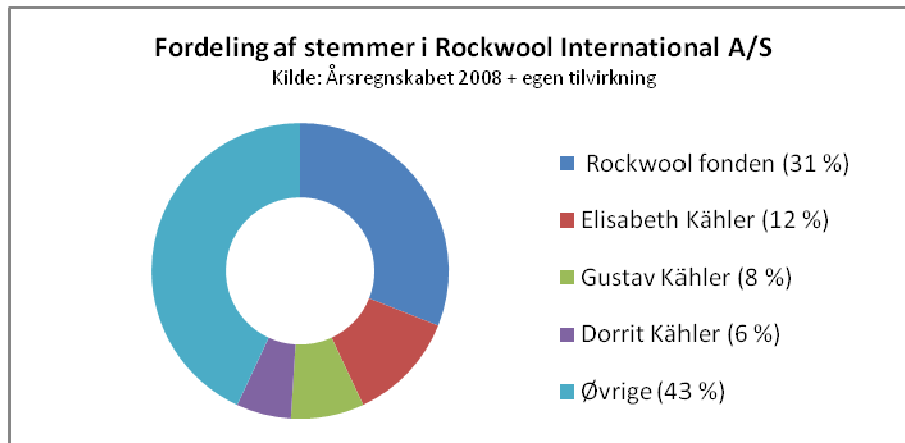
Rockwool fonden som Claus Kähler m.fl. stiftede i 1981 sidder på 23 % af aktiekapitalen og 31 % af stemmerne. Tom Kähler er i dag bestyrelsesformand i fonden, der iflg. fundatsen skal bruge stemmeretten til at tage rimeligt hensyn til selskabets interesser. Det betyder i princippet at fonden kan afværge overtagelsesforsøg o.l. hvis det bliver aktuelt – dog under den forudsætning at det er i 'selskabets interesse'.

Fonden er stiftet som almennyttig og størstedelen af fondens midler går til samfundsrelevant forskning i bl.a. sort arbejde og integration af indvandrere. Derudover tildeles en mindre del af midlerne til ekstern forskning af forskellig art, 3. verdens lande projekter, bedre integration i Danmark og endelig individuelle formål eller støttesager.

2.2.1.2 Familien Kähler

Tom Kähler er bestyrelsesformand i bestyrelsen for Rockwool koncernen og hans søn Thomas Kähler som er 5. generation af Kähler familien på ledende poster i Rockwool, er direktør for 'RockDelta' divisionen og tiltrådte i forbindelse med 2008 regnskabet som nyt medlem af bestyrelsen. [Årsrapporten 2008]

Kähler familien har altså langt fra sluppet grebet om den virksomhed de gennem 4 generationer har opbygget. Og godt nok er Rockwool noteret på fondsbørsen, men udover Rockwool fonden, sidder tre Kähler familiemedlemmer tilsammen på 26 % af stemmerne. [Årsrapporten; 2008] Dertil kommer spredte ejerandele som må formodes at ligge hos diverse familiemedlemmer, heriblandt Tom Kähler selv, der alt andet lige må have en større portion aktier i selskabet.



Der holdes løbende såkaldte familiemøder hvor familiemedlemmer frivilligt kan deltage. På disse møder diskuteres og koordineres, hvorledes 'man' ønsker at udviklingen skal gå og således indirekte drøfter hvordan der stemmes. [Jakobsen; 2007] Uanset hvordan man vender og drejer den, så er det stadig Kählerne der i øverste led af kæden svinger taktstokken for Rockwool.

2.2.2 Forretningsområder

Rockwool koncernen er verdens største leverandør af produkter og løsninger baseret på stenuld, herunder verdens næststørste producent af isoleringsmateriale.

"Med vores isolering og andre produkter til byggeriet såsom akustiklofter og facadeplader samt konsulentdivisionen BuildDesk sikrer koncernen energieffektive og brandsikre bygninger med god akustik, kvalitetsfacader og behageligt indeklime." [Årsrapporten; 2008]

Isolering med stenuld har store miljømæssige fordele, idet Rockwools produkter kan spare mere end 100 gange den energi det kræver at fremstille, distribuere og bortskaffe produktet.

Derudover er det et meget temperatur modstandsdygtigt materiale, der kan modstå mere end 1000 gr. C og således anvendeligt som brandhæmmende i byggeri af enhver art. [Årsrapporterne]

2.2.2.1 Isolering

Langt størstedelen af Rockwools forretning er baseret på isoleringsforretningen og 83 % af omsætningen stammer således herfra. Det er byggeindustrien der aftager størstedelen af produkterne, men også industriel og teknisk isolering samt marine og offshore isolering bidrager til omsætningen. [Årsrapporten; 2008]

2.2.2.1.1 Bygningsisolering

For 2008 har det med nedturen på det globale byggemarked været svært at holde 'dampen oppe', specielt i Central- og Østeuropa der ellers tidligere har været et vigtigt geografisk vækstområde for Rockwool.

Et meget vigtigt marked indenfor bygningsisolering er iflg. årsrapporten 2008 isolering af flade tage, hvor Rockwool koncernen er førende i Europa – det er primært erhvervsbyggeri af større art. Derudover er markedet for sandwichpaneler i hastigere udvikling end det generelle marked – her er Rockwool en lille aktør, da det er domineret af skumplastisolering, der dog ikke som Rockwools produkter er brandhæmmende.

2.2.2.1.2 Industriel og teknisk isolering

På markederne for teknisk isolering er Rockwool koncernen førende leverandør og leverer løsninger til isolering af rørinstallationer og ventilationskanaler i bygninger samt isolering af rør og kedler på kraftværker, raffinaderier mv. Denne slags isolering kan i levetiden spare miljøet for over 10.000 gange den CO₂ det 'koster' at producere isoleringsmaterialet. Markedet indenfor industriel og teknisk isolering var i rimelig udvikling i 2008.

2.2.2.1.3 Marine og offshore

Indenfor ikke-brændbar isolering til marine- og offshore sektoren oplevede Rockwool i 2008 fremgang og blev også her én af de førende leverandører. Udover Rockwools egen markedsføring med løbende fokus på brandbeskyttelse, kørte en international kampagne, der lagde vægt på de akustiske fordele ved Rockwools løsninger. Denne kampagne var medvirkende til den gode fremgang i salget i 2008. [Årsrapporten; 2008]

2.2.2.2 BuildDesk gruppen

BuildDesk gruppen er Rockwool koncernens nyeste forretningsområde fra 2001 og fungerer som konsulentvirksomhed på de europæiske markeder. [Årsrapporten; 2008] BuildDesk tilbyder konsulentbistand omkring klimapolitik & klimaforandringer, energiforsyning & energiuudnyttelse samt bygningsoptimering med høje IT standarder.

Derudover blev der i 2008 tilføjet et forretningsområde med fokus på klimaneutralitet og BuildDesk skal således stå for trin-for-trin køreplaner for hvordan man får klimaneutralitet i syv hollandske byer indenfor to til tre årtier.

2.2.2.3 Systems Division

Systems division består af fem forskellige forretningsområder uden for isoleringsområdet og tegner sig for ca. 17 % af Rockwool koncernens omsætning. Det var de første af disse forretningsområder der udviklede sig op gennem 80'erne, jf. Rockwools historie.

Hele divisionen opnåede en vækst på 9 % i 2008 og en resultatforbedring på 4 %, sandsynligvis pga. en væsentlig lavere eksponering mod boligmarkedet.

2.2.2.3.1 Rockfon loftløsninger

Udvikler og markedsfører integrerede loftløsninger, der bidrager aktivt til at forbedre akustikken, æstetikken og indendørsmiljøet. Rockwool er førende leverandør af forsænkede loftsystemer og oplevede i 2008 tilfredsstillende stigning i omsætning og overskud for Rockfon.

2.2.2.3.2 Grodan dyrkningsløsninger

Udvikler og leverer bæredygtige løsninger til dyrkning af afgrøder indenfor drivhusgartneri, som er baseret på dyrkning uden jord. En rentabel løsning for gartnerierne, som skulle kunne forbedre lønsomheden. Tilpassede i 2008 organisationen til de ændrede markedsforhold.

2.2.2.3.3 Rockpanel facadeløsninger

Markedsfører dekorative plader til forskellige anvendelser i bygninger til konkurrencedygtige priser. Det giver en holdbar løsning med smukt design og et minimum af vedligeholdelse. Også her oplevede gruppen en positiv udvikling i omsætning og overskud, dog med aftagende tempo i andet halvår.

2.2.2.3.4 Lapinus Fibres – intelligente fibre til armering

Udvikler og markedsfører stenuldsfibre til armering af friktionsmaterialer, pakninger og andre specielle industriapplikationer. Lapinus har opnået en førende position på verdensplan indenfor sit felt og oplevede i 2008 et tilfredsstillende resultat.

2.2.2.3.5 RockDelta – vibrations- og støjbekæmpelse

Leverer løsninger til bekæmpelse af vibrationer fra jernbanetrafik og støj fra veje. Produkterne er forskellige former for vibrationsmateriale til alt fra montering under jernbanespor til støjskærme langs trafikerede veje o.l. Også her udviklede 2008 sig positivt.

2.3 Økonomisk situation og finansielle målsætninger

2.3.1 Seneste resultater og forventninger

Rockwools resultat for 2008 var knap så imponerende læsning som de senere år, men dog nogenlunde på linje med markedets forventninger. Både 2006 men i særdeleshed 2007 gav anledning til rekord resultater for Rockwool koncernen, men allerede mod slutningen af 2007, kunne det ses på aktiviteterne, at de var påvirkede af den negative konjunkturudvikling i verdenssamfundet – og i særdeleshed for bolig- og byggemarkedet. [Årsrapporten; 2007]

2.3.1.1 Kort resume af 2008 udviklingen

2008 gik hårdest ud over markederne for nybyggeri og geografisk stod Central- og Østeuropa for den største nedgang, mens markederne for energiforbedring af bygninger udviklede sig positivt sammen med Vesteuropa der med undtagelse af Spanien og Storbritannien klarede sig nogenlunde. Isoleringsområdet som bidrager med størstedelen af omsætningen stod for en faldende omsætning mens Systems Division bidrog med en fornuftig vækst.

Isoleringsområdet	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	VÆKST OPDELT PÅ FORRETNINGSOMRÅDER	Systems Division	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008
Omsætning	10,6%	16,9%	20,2%	-3,1%		Omsætning	5,1%	5,5%	20,3%	8,8%
EBITDA	14,7%	31,4%	66,4%	-35,8%		EBITDA	-90,0%	69,4%	70,2%	5,0%
Af- og nedskrivninger	-2,0%	17,4%	-4,6%	22,3%		Af- og nedskrivninger	100,0%	325,0%	-88,2%	100,0%
EBIT	30,7%	41,5%	108,3%	-51,5%		EBIT	-2,7%	59,8%	86,0%	4,4%
Finansielle poster	-41,3%	12,8%	-167,9%	36,1%		Finansielle poster	-92,5%	1233,3%	-325,0%	-100,0%
Resultat før skat	41,3%	43,2%	115,1%	-52,8%		Resultat før skat	1,0%	65,1%	86,9%	1,5%
Skat af årets resultat	-59,9%	486,9%	86,6%	-33,1%		Skat af årets resultat	14,3%	6,3%	120,6%	13,3%
Årets resultat	86,3%	4,7%	129,0%	-60,6%		Årets resultat	-5,1%	90,5%	78,7%	-2,0%

Det fremgår klart heraf, at resultaterne hos Systems Division fortsat ser nogenlunde fornuftige ud og den del af koncernen er altså ikke så hårdt ramt af den økonomiske krise som isoleringsdelen, men har omvendt heller ikke oplevet tilnærmelsesvist samme vækst i de gode år og udgør en mindre del af Rockwools samlede forretning, hvorfor resultatet på koncernniveau afspejler den negative udvikling på isoleringsområdet, hvilket ses af klippet herunder fra årsregnskabet 2008.

	2008	2007	2006	2005	2004
Resultatposter i DKK mio.:					
Nettoomsætning	13.700	13.908	11.537	10.024	9.143
EBITDA	2.373	3.391	2.122	1.500	1.318
EBIT	1.502	2.706	1.405	885	666
Finansielle poster	8	21	-34	-43	-80
Resultat før skat	1.545	2.760	1.401	870	604
Årets resultat (efter minoritetsinteresser)	1.004	1.966	950	574	406
Cash flow (fra driftsaktiviteter)	1.507	2.480	1.810	1.103	1.127

Det store fald i indtjeningen relativt til omsætningen skyldtes primært ringere udnyttelse af produktionskapaciteten på koncernens fabrikker samt en højere effektiv skatteprocent end de foregående år. Derudover steg prisen på koks, som er Rockwools vigtigste råvare til smeltning af sten, voldsomt i løbet af første halve år og pga. koncernens indkøbspolitik nåede de lavere priser mod slutningen af året ikke at påvirke årets resultat for 2008. [Årsrapporten; 2008]

Det blev dog også til lidt ekspansion i 2008, hvor Rockwool igangsatte to nye produktioner, én i Polen og en i Storbritannien og derudover én på vej i Canada, som forventes klar til brug i 2009. En fabrik i Kroatien har af myndighedsgrunde stået stille siden efteråret 2007, men er kommet i gang igen i løbet af 2008.

2.3.1.2 Forventningerne til 2009

Forventningerne til fremtiden er også påvirket af den globale økonomiske situation og Rockwool koncernen forventer således et fald i omsætningen på 14 % i 2009 og ca. 60 % fald i indtjeningen. [årsrapporten; 2008]

Realiseres et resultat på DKK 400 mio. som forventet er det helt nede på 2004 niveau. Det skal hertil bemærkes at 2009 vel nok er det mest uforudsigelige år i mange årtier, hvorfor indtjenings forventninger også er forbundet med stor usikkerhed. Faktisk er det langt fra alle selskaber der overhovedet udmelder forventninger for året, af frygt for at ramme alt for meget ved siden af.

I det store hele mener Rockwool koncernen selv at de er godt klædt på til økonomisk nedtur og tillægger hele klimaproblematikken et enormt fokus i forhold til den fremtidige forretning, jf. mere herom i den strategiske analyse. Rockwools umiddelbare syn på finanskrisen i forhold til klimadebatten er, at finanskrisen er en kortsigtet samfundsmæssig udfordring, mens klimaproblematikken er en længerevarende – måske vedvarende global udfordring.

2.3.1.3 Finansielle mål

Rockwool koncernen ændrede i forbindelse med deres 2006 regnskab deres målsætninger

FINANSIELLE MÅL		2006	2007	2008
Omsætningsvækst	min. 8 %	15,09%	20,55%	-1,50%
Overskudsgrad	min. 11 %	12,00%	20,00%	11,00%
Afkastningsgrad	min. 15 %	27,00%	45,00%	20,00%
Soliditet	min. 50 %	70,00%	71,00%	68,00%

Målene er mere end overholdt de første par år, men det seneste år, har været meget hård for resultat- og overskudsudviklingen.

Det ekstremt høje mål omkring soliditet kan blive begrænsende for virksomhedens vækst, da det relativt er en meget høj soliditet. Det er naturligvis en styrke i dårlige markeder, som vi har på nuværende tidspunkt, men det begrænser muligheden for gearing af kapitalen og kan dermed have en dæmpende effekt på væksten. Her kan man så eventuelt skele til de gamle værdier og det kan tænkes at den dæmpende effekt er på den korte bane, mens det på den lange bane er en sundere og bedre langsigtet strategi at definere et højt mål for soliditeten.

2.3.2 Aktieperformance

Rockwools aktiekurs har domineret de fleste andre aktier og aktieindeks mht. afkast i perioden 2003 til 2007. Af regnskabet 2008 fremgår det nyeste aktionærantal ikke, men ser man tilbage på udviklingen fra 2004 til 2007, er antallet af aktionærer steget fra 3741 aktionærer i 2004 til 14.395 aktionærer i 2007, hvilket vidner om meget stor interesse for aktien, og dermed også kurs stigninger til følge.

Her ses udviklingen i Rockwools aktiekurs i forhold til det danske C20 indeks og konkurrenten Saint Gobain. Det er ikke nemt at se, at det danske c20 indeks steg 200 % og Saint Gobain 350 % i perioden hen mod toppen i 2007.



Her er det vigtigt at huske på, at Rockwool aktien stort set ikke havde rørt på sig siden børsnoteringen i 1996 – faktisk tværtimod, så den havde måske mere at hente end de øvrige. Og det viser sig ved at lave sammenligningen helt tilbage fra 1996 idet afkastet på OMX indekset dominerer afkastet fra ved investering i Rockwools aktie.



2.4 Konkurrenter

Rockwools konkurrenter er mange, men nogle af dem de sammenligner sig selv med og dem der bliver brugt af diverse eksterne analytikere er

Saint Gobain: Stort fransk selskab der fremstiller glas relaterede produkter, herunder glasuld til isolering via underselskabet Isover, som også opererer i Danmark og ses på hylderne i de danske byggemarkeder. Selskabet laver stort set alt hvad der kan laves med glas relateret til byggematerialer og har flere af de samme nicheprodukter som Rockwool. Saint Gobain er væsentlig større end Rockwool med en markedsværdi på ca. 13.454 mio. EUR. Saint Gobain producerer både glas- og stenuld, primært glasuld og opererer også på det Nordamerikanske marked. [<http://www.saint-gobain.com/>]

Uralita: Lidt mindre spansk virksomhed, der fremstiller byggematerialer og kemikalier og opererer på det europæiske marked udelukkende med glasuld. Uralita har en markedsværdi på ca. 847 mio. EUR. [<http://www.uralita.com/>]

Kingspan: Engelsk selskab der producerer byggematerialer herunder isolering, som er fokuseret omkring det britiske og engelske byggemarked. Kingspan producerer udelukkende skumplast til isolering og har en markedsværdi på ca. 643 mio. EUR. [<http://www.kingspan.com/>]

	MIO EUR	Rockwool	Saint Gobain	Uralita	Kingspan
Markedsværdi		1319	13454	847	643

Herunder er indsat enkelte beregnede nøgletal på de 4 selskaber, til at give mulighed for sammenligning af evnen til at skabe overskud og tjene penge til aktionærerne.

	Overskudsgrad			
	2005	2006	2007	2008
Rockwool	8,83%	12,17%	19,45%	10,96%
Saint Gobain	7,27%	7,99%	9,46%	8,33%
Uralita	7,32%	12,84%	15,96%	8,91%
Kingspan	11,67%	13,29%	12,52%	9,57%

	EPS (EUR)			
	2005	2006	2007	2008
Rockwool	3,5524	5,8763	12,1622	6,2104
Saint Gobain	3,0623	3,9659	3,6025	3,3384
Uralita	0,1782	0,2395	0,4324	0,2041
Kingspan	0,6617	0,8973	1,1127	0,2668

Med afsæt i de beregnede nøgletal har Rockwool klaret det bedst af de fire selskaber set over de seneste 4 år og seneste års forretning af egenkapital giver samme billede.

<i>Forrentning 2008 (kilde: Reuters)</i>	Rockwool	Saint Gobain	Uralita	Kingspan
Return on Equity - ROE	13,009	9,661	11,36	8,698
Return on Assets	8,91	3,263	3,645	3,509

2.5 Konklusion på virksomhedsbeskrivelsen

Rockwool er en spændende virksomhed med 100 års jubilæum i år og en lang og interessant virksomhedshistorie. Ejerstrukturen med fonden og familien gør den interessant med hensyn til potentielle "Principal-agent problemer" idet der kan opstå uoverensstemmelser og tvivl om familiens intentioner, der jo i den sidste ende, kva. deres høje stemmeret, bestemmer slagets gang. Det forekommer dog ikke at være tilfældet og ledelsen af virksomheden ser umiddelbart ud til at være velfungerende.

Regnskabsmæssigt har Rockwool koncernen været igennem et voldsomt blæsevejr, som også har smittet af på aktiekursen. Efter børsnoteringen i 1996, så alt ud til at stå stille i mange år og omverdenen blev skeptiske omkring driften af og fremtiden for Rockwool. Men i begyndelsen af 2000 tog det fat og Rockwool kunne høste frugterne af de investeringer der var foretaget, regnskaber og nøgletal eksploderede og det samme gjorde aktiekursen.

Det er efterfølgende gået voldsomt nedad bakke igen, dog ikke helt så turbulent som opadgående og udviklingen kan måske delvist reddes, afhængigt af konjunkturernes udvikling fra nuværende niveau.

3.0 CORPORATE GOVERNANCE

Én ting er regnskaber og aktiekurs, et andet væsentligt emne i forbindelse med investering i en virksomhed er, hvorledes virksomheden forholder sig til Corporate Governance. For den meget lille private investor har det nok ikke den store betydning, men i en bredere analytisk tilgang som denne eller ved større opkøb i virksomheden er det særdeles relevant, da god Corporate Governance er med til at skabe shareholder value. [SIV; kap 10]

I Danmark har det såkaldte 'Nørby-udvalg' lavet en rapport om Corporate Governance, der indeholder anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark med fokus på shareholder value. Her defineres også selve begrebet Corporate Governance. [Nørby; side 11]

De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets "interessenter"). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.

Anbefalingerne i rapporten omfatter syv hovedområder, hver med flere underpunkter af forskellig karakter og uddybende anbefalinger.

Generelt er det vurderingen at Rockwool koncernen overholder reglerne og de har forholdt sig seriøst og konstruktivt til samtlige anbefalinger i deres Corporate Governance politik. [Rockwool; Corporate Governance]

Henset til denne opgave og netop skabelsen af shareholder value – altså værdi for aktionæren, som er kernen i opgaven, er der et par punkter og anbefalinger i rapporten det er interessant at sammenholde med de faktiske forhold hos Rockwool. De konkrete punkter er udvalgt fra rapporten. [Nørby; side 53 – 63]

Anbefaling 1 – Aktionærernes rolle og samspil med selskabsledelsen

ANBEFALING	HVAD GØR ROCKWOOL
<u>"1. Udøvelse af ejerskab og kommunikation:</u> Aktionærerne kan bl.a. motiveres til at udøve deres rettigheder og indflydelse ved, at bestyrelsen gør dette så let og omkostningsfrit som muligt for aktionærerne. Det	Aktiekapitalen er som beskrevet sammensat af A- og B aktier og lever således ikke op til ovenstående anbefaling. Men der er taget

<i>anbefales at selskaberne undersøger, på hvilke områder informationsteknologi kan anvendes til at forbedre kommunikationen mellem selskabet og aktionærerne samt mellem selskabets aktionærer indbyrdes.”</i>	stilling til anbefalingen og i årsrapporterne kommenteres det år efter år under Corporate Governance afsnittet, at en fjernelse af forskellen mellem aktieklasserne ikke er på tale, da man mener, at det er med til at danne en god basis for den langsigtede udvikling og dermed varig aktionærværdi.
ANBEFALING <u>”4. Bestyrelsens pligter og aktionærernes rettigheder ved overtagelsesforsøg:</u> <i>Ved forsøg på at overtage kontrollen over selskabet anbefales det, at aktionærerne gives mulighed for at tage stilling til, om de ønsker at afstå deres aktier i selskabet på de tilbudte vilkår. Bestyrelsen bør derfor afholde sig fra på egen hånd og uden generalforsamlingens godkendelse at imødegå et overtagelsesforsøg ved at træffe dispositioner, som reelt afskærer aktionærerne fra at tage stilling til overtagelsesforsøget. De dispositioner, der frarådes, er eksempelvis at gennemføre kapitalforhøjelser eller lade selskabet erhverve egne aktier baseret på en tidligere meddelt bemyndigelse.”</i>	HVAD GØR ROCKWOOL Rockwool skriver i deres stillingtagen hertil, at bestyrelsen i det konkrete tilfælde vil vurdere hvad der er af bedst interesse for selskabet og dets aktionærer og så agere herudfra. Det er her vigtigt at nævne at selvom ’tilbuddet’ skulle komme videre til aktionærerne, så sidder Kähler familien og fonden på noget mere end 50 % af stemmerne og har således en ret stor indflydelse på, hvad der kan ske med virksomheden. Her bemærkes også at det af regnskaberne fremgår, at nogle af familie medlemmerne afholder regelmæssige møder med henblik på at ”koordinere familiens samlede interesser i relation til selskabet” – dog uden forpligtelse af nogen art.

Anbefaling 5 – Bestyrelsens sammensætning

ANBEFALING <u>”4. Bestyrelsens uafhængighed:</u> <i>Det er væsentligt, at bestyrelsen er sammensat på en sådan måde, at den kan handle uafhængigt af særinteresser. Det anbefales derfor at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer er</i>	HVAD GØR ROCKWOOL Både Tom Kähler og Thomas Kähler er selvsagt ikke helt uvildige og det kan ikke udelukkes at de kan handle helt uafhængigt af særinteresser, men selvom de to er med, er
---	---

<i>uafhængige. For at et generalforsamlingsvalgt medlem af bestyrelsen i denne sammenhæng kan anses for at være uafhængigt, må det enkelte medlem ikke:</i> <i>- være ansat i eller have været ansat i selskabet inden for de sidste 5 år.</i> <i>- have været medlem af direktionen i selskabet</i> <i>- være professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller have en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet.</i> <i>– i øvrigt have en væsentlig strategisk interesse i selskabet andet end som aktionær</i> <i>Det anbefales at medlemmer af et selskabs direktion ikke indgår i selskabets bestyrelse. Det anbefales endvidere, at hovedaktionærer ikke er medlem af et selskabs direktion og bestyrelse samtidig. Bestyrelsen i selskaber med en hovedaktionær bør i alle tilfælde være særlig opmærksom på, at de øvrige aktionærers interesser varetages på lige fod med hovedaktionærens.”</i>	flertallet af bestyrelsen uafhængig, så de lever op til anbefalingen. Dog må særinteresserne skinne igennem, når en så markant personlighed fra Rockwool som Tom Kähler sidder som bestyrelsesformand og tidligere har været koncernchef – endda på samme tid, som han var bestyrelsesformand.
ANBEFALING <i>”8. Valgperiode: Det anbefales, at medlemmer af bestyrelsen ikke vælges for en længere periode end 3 år ad gangen og at valgperioderne for de enkelte generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen tilrettelægges således, at der kan bevares en kontinuitet ved udskiftningen af bestyrelsen. Årsrapporten bør beskrive tidspunktet for medlemmets indtræden i bestyrelsen, hvorvidt genvalg af medlemmet har fundet sted, samt udløbet af den nye valgperiode. Det anbefales, at bestyrelsesformanden og de øvrige bestyrelsesmedlemmer ikke kan vælges eller genvælges for en samlet periode på mere end 9 år.</i> <i>Et bestyrelsesmedlem, hvis ansættelsesforhold ændres i en valgperiode, bør informere den øvrige bestyrelse herom og være indstillet på at stille sit mandat til rådighed ved førstkommande generalforsamling.”</i>	HVAD GØR ROCKWOOL Det fremgår som det anbefales, ikke af årsrapporten, hvornår bestyrelses medlemmerne er valgt ind og det har ikke været muligt at finde anden oplysning om, hvornår Tom Kähler indtrådte i bestyrelsen, men af det første regnskab der er tilgængeligt på hjemmesiden fra 2002 hvor han også var koncernchef, er han medlem af bestyrelsen.

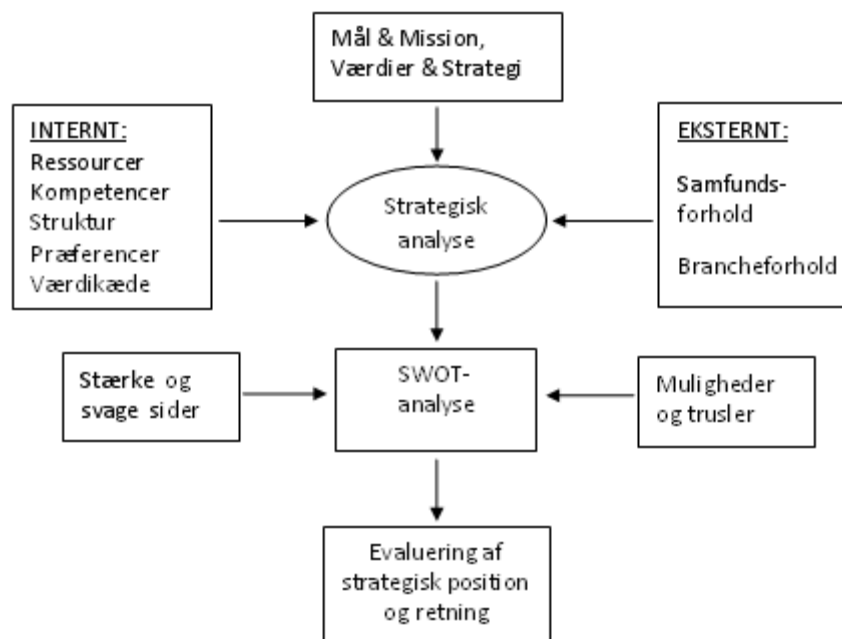
3.1 Konklusion på Corporate Governance

Som nævnt er langt de fleste punkter opfyldt og overholdt, men ovenstående betyder, at familien Kähler i kraft af deres deltagelse på ledende poster og i bestyrelsen samt beholdning af A aktier og posterne i Rockwool fonden stadig har meget stor indflydelse på Rockwool koncernen. At to personer fra bestyrelsen i Rockwool fonden, som er hovedaktionær, også sidder i bestyrelsen for selskabet kan også potentielt give nogle interessekonflikter.

Dette var naturligvis også meningen, da Claus Kähler m.fl. i sin tid i det hele taget stiftede fonden, men det at nogle af Corporate Governance anbefalingerne ikke er 100 % opfyldt, kan potentielt skabe nogle principal-agent problemer og dermed kan det også have en begrænsende påvirkning af shareholder value.

4.0 ANALYSE AF IKKE FINANSIELLE VÆRDIRDRIVERE

Som beskrevet i metodeafsnittet skal denne analyse føre frem til de ikke-finansielle værdidrivere, som har størst indflydelse på den fremtidige aktionærværdi.



Hensigten er, at klarlægge Rockwool koncernens strategiske position og retning til brug for budgettering af de finansielle værdidrivere og dernæst bestemmelse af aktiekurs og mulighed for at opstille forskellige scenarier for selskabets udvikling.

4.1 Værdier, strategi og mål

Claus Kähler der var direktør for Rockwool koncernen frem til 1986, hvor hans søn Tom Kähler overtog posten siges, jf. tidligere at have øvet meget stor indflydelse på den Rockwool organisation vi kender i dag og hans egne definerede værdier lever til dels stadig.

4.1.1 Værdier og mission

4.1.1.1 Claus Kähler værdierne

- Sørg for at virksomheden beskæftiger sig med noget, der er gavnligt for miljø og samfund
- sørg for en god kommunikation igennem hele organisationen
- der skal ikke spilles hasard med firmaets penge
- sørg for at virksomheden er troværdig
- problemer skal ikke fejes ind under gulvtæppet
- væsentlige beslutninger kræver et godt beslutningsgrundlag
- sørg for at firmaet har en sund økonomi, så det ikke er kreditorerne der skal styre” [Årsrapport; 2002]

Disse værdier ser ud til at have været udgangspunktet for Rockwool koncernens nuværende mission og værdier.

4.1.1.2 Mission

”Rockwool koncernen skal være den foretrukne leverandør af produkter, systemer og løsninger, som forbedrer energi-effektivitet, akustik og brandsikkerhed i bygninger.” [Rockwool; mission]

4.1.1.3 Værdier

Rockwool har defineret følgende fem værdier, som er grundlæggende for den måde de driver virksomhed på og den måde de omgås hinanden, kunder og forretningspartnere.

Rockwool skriver som tidligere nævnt på deres hjemmeside at ”værdier der ikke bliver udlevet, er intet værd”. [Rockwool; værdier]



4.1.2 Strategi

4.1.2.1 Konkurrencestrategi

Rockwools flere forskellige forretningsområder besværliggør analysen af den strategiske position en smule og det er nødvendigt at holde forretningsområderne adskilt, da fokus er og skal være forskellig indenfor de forskellige områder.

Med udgangspunkt i Porters generiske strategier [SIV; kap. 8,4], kan man for isoleringsdivisionen argumentere for både at operere med omkostningslederstrategi og differentieringsstrategi, men markedsforholdene og Rockwools position som én af de store markedsledende producenter nødvendiggør et stort fokus på omkostningerne, da der uundgåeligt vil komme et pres den kommende tid.

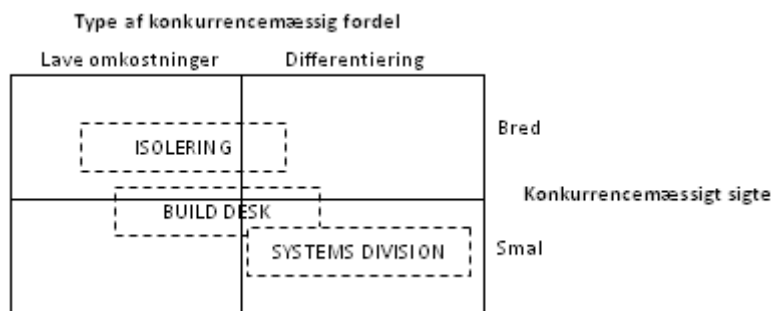
Bagudrettet ses det da også at optimering af været i højsædet. Der har været fokus på såvel energieffektivitet som omkostningseffektivitet [Rockwool; årsrapporterne] og der er i de seneste år blevet arbejdet på en teknologi til komprimering af stenulden [Årsrapporten; 2006], så den nemmere og billigere kan transporteres. Men på den anden side set, ønskes isoleringsprodukterne også afsat som kundernes foretrukne og man søger at markedsføre stenuld som et bedre alternativ end øvrig isolering.

Fokus og differentiering er for isoleringsdivisionen vigtig og det er noget der bliver prioriteret, men omkostningsstrategien vurderes at være den mest dominerende, om ikke andet den mest nødvendige at prioritere, da kundernes indgangsvinkel for overhovedet at ville handle er, at prisen er i orden. Det konkurrencemæssige sigte er uden tvivl bred, idet der ikke sigtes efter nogen specielle målgrupper, men byggemarkedet og andre markeder for isolering generelt.

Rockwool er som tidligere omtalt også meget innovativ og fokuserer hele tiden på udvikling af både produkter, forretning og medarbejdere. Denne fokus vurderes dog at være mest iøjnefaldende på Systems Division og BuildDesk divisionerne, hvor der er mulighed for at adskille sig med mere fokuserede produkter. Det er klart at omkostningsfokus findes i hele koncernen, men primært fokus i disse to divisioner vurderes at være differentieringsstrategi.

Bekræftende for ovenstående er 2008 regnskabet, hvoraf det fremgår, at priserne på isolering blev presset, mens indtjeningsmargin blev holdt oppe i de øvrige forretningsområder, hvilket er ganske pænt i et meget presset marked og kun lader sig gøre, hvis man udbyder differentierede produkter.

Det konkurrencemæssige sigte for produkterne i SystemsDivision er mere smalt idet de forskellige underselskaber har hver deres lille marked, de sigter efter. BuildDesk er igen lidt mere generel, men dog ikke henvendt til allemand, men ingeniører, arkitekter, større byggevirksomheder o.l. der har behov for professionel sparring og IT løsninger.



4.1.2.2 Vækststrategi

Vækststrategien i Rockwool koncernen kan igen betragtes alt afhængigt af forretningsområde og er med udgangspunkt i Anshoffs fire vækststrategier [ROV; s 98-102] en blanding af flere strategier idet koncernen både benytter sig af intensivering, diversifikation og integration.

Isoleringsdivisionens primære vækststrategi må dog være intensivering ved markedsudvikling, idet det primært er samme produkt på nye markeder, men også markedspenetrering, da man må antage, at Rockwool også forsøger at vinde markedsandele på deres eksisterende Vesteuropæiske markeder.

BuildDesks strategi er også overvejende intensivering, her er det blot ved produktudvikling, da Rockwool her forsøger at udbyde produkter og tjenesteydelser i form af konsulentbistand og IT løsninger til deres eksisterende (og nye) kunder på deres eksisterende (og nye) markeder.

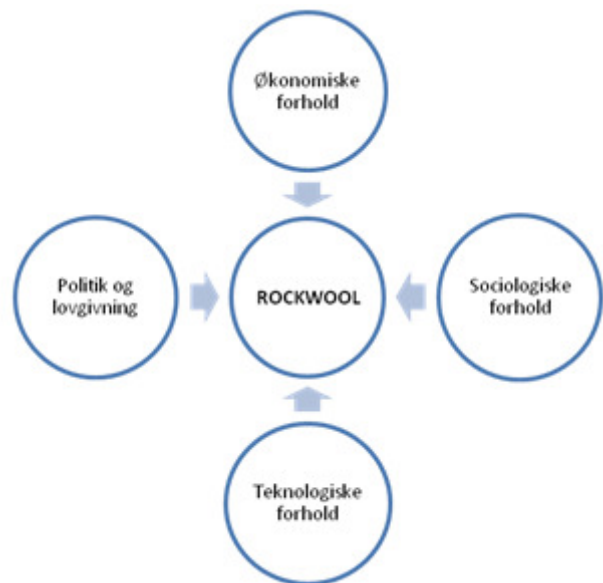
Systems Division er stadig et forholdsvis nyt forretningsområde på flere markeder og den primære vækststrategi er diversifikationsstrategien – både relateret og konglomerat, da der både er nye produkter på nye markeder(konglomerat), men også nye produkter der trækker på eksisterende viden, teknologi og markedsføring(relateret). Flere af forretningsområderne under BuildDesk har været i markedet længe og er veletablerede, men af årsrapporterne fremgår det, at forretningsdivisionen fortsat er i opbygningsfasen og at der hele tiden er udvikling, såvel markeds- som produktmæssigt i gang.

4.2 Ekstern strategisk analyse

Hvilke omverdensfaktorer på samfundsniveau der spiller ind på Rockwools strategiske position bestemmes ved en PEST analyse og efterfølgende på brancheniveau ved Porters Five Forces modellen. [SIV; kap 3], [ROV; kap 3].

4.2.1 Omverdensanalyse – PEST

PEST analysen foretages med udgangspunkt i figuren [ROV; side 69]



4.2.1.1 Politik & lovgivning

Politik og lovgivning hænger oftest sammen, da det er politikerne der diskuterer og drøfter hvilke direktiver og retningslinjer, der skal være indenfor det felt man opererer indenfor.

Miljø- og klimadebat

For Rockwools vedkommende, vil de være meget påvirket af politisk fokus på lovgivning omkring energieffektivitet i bygninger jf. den verserende klimadebat og CO₂ udlednings problemer, som aktuelt skal drøftes på klimatopmødet til december i København, hvor det forventes at endnu flere lande kommer med i aftalen, herunder USA, men også hel eller delvis tilkendegivelse fra lande som Kina og Indien.

En mulighed er, at klimadebatten og det kommende topmøde herom m.fl., vil skubbe finanskrisen lidt i baggrunden og skabe et nyt fokus på alternativ energi, bedre isolering og energieffektivitet i det hele taget, hvilket Rockwool absolut vil nyde godt af, hvad de også selv understreger i årsrapporten for 2008. Her indtræffer som berørt i indledningen fokus på lavenergihuse og passivhuse og forskellige landes dedikation til at indføre regler herom, jf. figuren her fra årsrapporten 2008.

	Meget lav energi	Passivhus	Energi/CO ₂ -neutral	Plusenergihus
2012	Frankrig Tyskland			
2013		UK	Irland	
2014				
2015	Danmark	Tyskland Holland Finland		
2016			UK	
2017		Østrig		
2018				
2019				
2020		Norge Danmark	Tyskland ¹⁾ Holland	Frankrig

¹⁾ Opvarmning uden brug af fossile brændstoffer

Denne øgede fokus samt aftaler blandt deltagerlandene til topmødet mv. vil gavne alle aktører der opererer i isoleringsbranchen og til dels også den øvrige byggebranche.

Indtil videre ligger størstedel af fokus på nybyggeri, men som Rockwool angiver i årsrapporten for 2007, udgør nybyggeriet kun 1 % af den samlede boligmasse, så hvis der samtidig kommer krav til eksisterende boliger og renovering af boliger, kan det for alvor rykke på CO2 regnskaberne og dernæst måske også smitte af på regnskaberne for Rockwool.

Brandsikkerhed

Derudover vil Rockwool være påvirket af regler omkring brandsikkerhed ved isolering, idet stenuld er det mest brandsikre isoleringsmateriale på markedet. Højere krav til brandsikkerhed vil således give en konkurrencemæssig fordel til Rockwool.

Andre

Handelsbarrierer som for eksempel produktion i Østeuropa, vil have store negative konsekvenser for Rockwool, som jf. årsrapporterne er meget afhængige af Østeuropa som vækst marked og det kan blive dyrt, hvis denne mulighed på den ene eller anden måde bliver besværliggjort. Det er dog umiddelbart svært at forestille sig at der skulle komme restriktioner i den henseende og det specielt på et tidspunkt, hvor hele verden er nede i gear og har brug for al den aktivitet der overhovedet kan skabes.

Skattesatsen har som det ses af resultatet for 2008 også betydning – ikke bare i Danmark, men også stor indflydelse fra de markeder Rockwool opererer på. Bliver der således ændret på skattesatserne i de regioner, hvor Rockwool har haft høj vækst og lav skat, vil det naturligvis påvirke resultaterne. Det ser derfor også ud til at skattesatsen de kommende år vil ligge højere, da de Østeuropæiske markeder, sandsynligvis ikke er de første der vil opleve vækst og det der holder Rockwool i gang og kommer først igen, vurderes her at være de mere etablerede markeder, med en lidt højere skattesats for Rockwool til følge. Dog er det værd at bemærke, at som det ser ud på nuværende tidspunkt, ville det være bedre med vækst og højere skat, end ingen vækst!

Det har tidligere været til debat i EU om man fortsat skal tillade den danske model med A og B aktier, som er særtilfælde på det danske aktiemarked, men det har endnu ikke ført til konkret lovgivning eller direktiver herom. Et lovindgreb herom må alt andet lige få konsekvenser i forhold til Rockwool, der har knap 60 % af aktiekapitalen som A aktier. Men det behøver ikke nødvendigvis være negativ fokus, da det kan fjerne eventuel skepsis hos udenlandske investorer og måske skabe mere omsætning i handlen med Rockwools aktier.

Endelig kan de enkelte landes afgifter på energi også have betydning, da højere afgifter på eksempelvis olie, gør opvarmning dyrere og fører til prisfokus hos slutforbrugerne, der vil få mere fokus på isolering af bygninger mv., jf. nedenfor.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Energi- og råvarepriser

De stigende kokspriser har stor betydning for Rockwools resultater, jf. årsrapporten 2008 og det specielt i en lavkonjunktur, hvor det er sværere at sende regningen videre til kunderne.

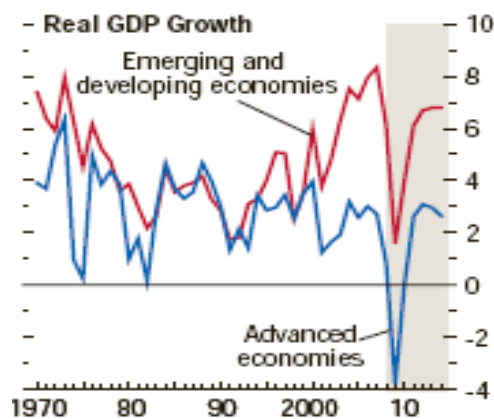
Omvendt kan stigende energipriser have en positiv påvirkning for Rockwool, som det var tilfældet med energikrisen i 70'erne, idet der i samfundet vil være større fokus på isolering af bygninger, for at spare dyr energi til opvarmning. Denne form for investering er typisk en langsigtet god investering, men er svær at se det kortsigtede udbytte af.

Olieprisen nåede nye højder i løbet af 2008, men udviklingen var voldsomt ekstraordinær og blev tilskrevet høj grad af spekulation. Henover efteråret faldt handelsaktiviteten og prisen på olie faldt dramatisk tilbage i takt med efterspørgslen. Det er forventningen hos de fleste at olieprisen vil stige i løbet af 2009, men ikke med en sådan hast, at det vil føre til regulær energikrise, nok nærmere en stabilisering af niveauet. [Jyske Bank; Soft & Hards april 2009]

Økonomiske udsigter og renteniveau

Vækst

Den globale økonomiske situation med recession i det meste af verden og henover vinteren frygt for decideret depression, har naturligvis heller ikke været positiv for udviklingen hos Rockwool.



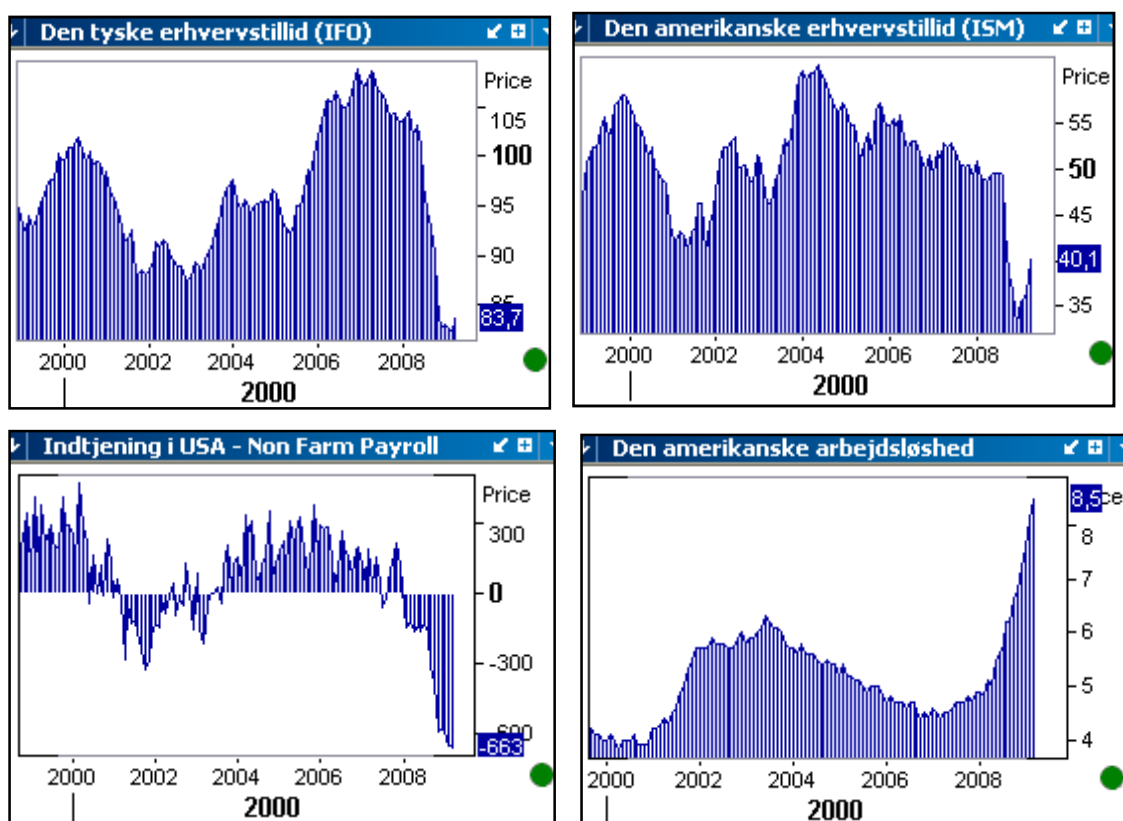
Men såfremt økonomernes nyeste prognoser holder stik, vil vi i 2010 have positiv vækst igen [World Economic Outlook april 2009; IMF, kapitel 1, side 4]

På den baggrund er der spæde tegn på at vi i løbet af det næste års tid, får gang i hjulene igen, dvs. de økonomiske hjælpe- og redningspakker må formodes inden for ganske kort tid at begynde at virke og smitte af på adfærdsmønstrene hos forbrugere og virksomheder.

Det er sandsynligvis ikke byggebranchen der kommer først på fode igen, men øget optimisme og genoprejsning af økonomier, vil stille og roligt sætte gang i tingene.

Bekræftende for ovenstående omkring en bedring i økonomierne, er den seneste måneds forskellige forbruger- og erhvervstillids tal, der stort set alle har overrasket positivt, senest var det nøgletal for den amerikanske forbrugertillid den 28. april, der viste at amerikanernes tro på egen købekraft er i bedring. [børsen, USA tillid; 28-04-2009] Men selvom tilliden er blevet bedre og de finansielle markeder har vist positive takter på det seneste, er det vigtigt at huske på, at det hele kommer fra et ekstremt lavt niveau og den primære årsag til at eksempelvis tillids tallene er bedre end ventet, er at der har været ventet det værste!

Her nogle udklip af de aktuelle niveauer fra Reuters efter de seneste tal den 1. maj. 2009.



Her ses den tyske og amerikanske erhvervstillid, samt lønninger og arbejdsløshed i USA, som fortsat er på et historisk meget lavt niveau og derfor kan det ikke på baggrund af ovenstående analyse fra IMF uden videre antages, at tingene kun går i den rigtige retning, der vil bestemt være udfordringer på vejen – både store og små.

Renteprognoser

Efter et par år med netto finansielle aktiver på Rockwools balance, er fortegnet igen vendt om og renteniveauet har derfor en større betydning end de sidste par år.

Det ser fortsat ud til faldende renter på den korte bane, men samtidig har vi set bankerne hæve deres marginaler ganske voldsomt, selv overfor meget store og solide selskaber, hvorfor de generelle rentenedsættelser ikke endnu har den fulde effekt i sidste led af kæden. Hvordan renterne videre vil udvikle sig, afhænger i høj grad af forventningerne til væksten i det globale samfund og såfremt væksten så småt begynder at røre på sig i opadgående retning, er der ikke udsigt til så mange flere rentenedsættelser – et andet aspekt er også at flere centralbanker, herunder i USA og Schweiz har brugt stor set alle ”skud”, da renten er blevet så lav, at effekten af yderligere nedsættelse er forsvindende lille.

Renten i Europa (ECB og Danmark) ventes at falde en smule 0,25 – 0,50 % i løbet af sommeren for derefter at være stabile i en periode på et par år inden den stiger forsigtigt igen. [rente; Jyske Bank]

I forbindelse med ovenstående forventninger, der det væsentligt at have for øje, at isolering er en langsigtet økonomisk rentabel investering, både for slutbrugeren, men også for Rockwool idet der på kort sigt er store udgifter for Rockwool ved etablering af fabrikker mv. men med tiden tjener det sig hjem igen og i relation til afmatningen er det væsentligt at Rockwool er ’klar’ når økonomien bevæger sig den rigtige retning igen.

4.2.1.3 Sociologiske forhold

Den væsentligste påvirkning på Rockwool fra sociologiske forhold, vil klart være ændring i adfærden i relation til miljøpolitiske forhold. Her spiller den politiske scene ind, jf. tidligere afsnit herom og det faktum at vi i såvel den danske valgkamp i 2007 men i endnu højere grad kampen om præsidentpladsen i USA oplevede meget høj grad af fokus på ”grønne tanker”. Denne påvirkning kan ikke undgås at smitte af – i hvert fald på den lange bane.

Fokus på dette hos slutforbrugeren er efter alt at dømme større i den vestlige og etablerede del af verden end på nye markeder som eksempelvis Østeuropa, hvor der er grund til mere fokus på den grundlæggende økonomi og det i det hele taget at få et hus og en bil, frem for miljørigtigheden i det. Derfor er det også af afgørende betydning for såvel klimabalancen, men også Rockwools bundlinje, at der fra politisk side bliver stillet krav til isolering mv. så vækst markederne fra starten får det gjort på den ’rigtige måde’.

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Bedre udnyttelse af råstoffer vil kunne reducere Rockwools afhængighed heraf og dermed også prispåvirkningen herfra. Det vil kunne være med til at sikre en mere stabil indtjening i dårlige år

som 2008, hvor råvarepriserne stiger og efterspørgslen efter produkterne falder. Rockwool har en risikopolitik om at afdække råvareforbruget et godt stykke ud i fremtiden, jf. kommentar i regnskabet for 2008, hvor de skriver at de først i 2. halvår 2009 får glæde af prisfaldet på koks, som startede i sommeren 2008. En mindre afhængighed af råmaterialerne vil derfor ikke alene gøre den løbende produktion billigere, men også nedbringe risikoen i forbindelse med afdækning af forretningerne.

Generelt er Rockwool rigtig godt med på den teknologiske front og der er stor fokus på produktudvikling, jf. SystemsDivision og antallet af patenter der bevilges hvert år.

	2004	2005	2006	2007	2008
Patenter bevilget i året	111	144	143	195	106

[Årsrapporten 2008]

Og der er også fortsat fokus på de traditionelle isoleringsprodukter, som f.eks. komprimering af tagisoleringsplader så de fylder 30 % mindre o.l. [www.rockwool.dk]

4.2.2 Konklusion på PEST

Rockwools position i forhold til omverdenen synes på baggrund af ovenstående analyse forholdsvis stæk.

På det politiske og lovgivningsmæssige plan nyder Rockwool godt af den øgede fokus på konsekvenserne ved klimaforandringerne og de deraf følgende krav til energieffektivt byggeri. Rockwools store mulighed og chance er her, at der kommer mere fokus på krav til eksisterende boliger og ikke kun nybyggeri. Også en eventuel fokus på øget brandsikkerhed fra politisk hold vil gavne Rockwool.

Der vil opstå en negativ påvirkning i tilfælde af etablering af handelsbarrierer, som f.eks. kan være begrænset adgang til det Østeuropæiske marked.

Skatten har også betydning og denne er Rockwool ikke selv herre over, hvorfor ændringer her vil påvirke i enten negativ eller positiv retning.

På det økonomiske plan er det råvarepriserne, renterne og de generelle økonomiske prognoser, der alt sammen kan få betydning for Rockwool.

Renten er af større betydning idet Rockwool igen har fået netto finansielle forpligtelser, men gearingen er fortsat meget lav, hvorfor renten ikke er af afgørende betydning. Større betydning er priserne på råstofferne til brug i produktionen, primært koks.

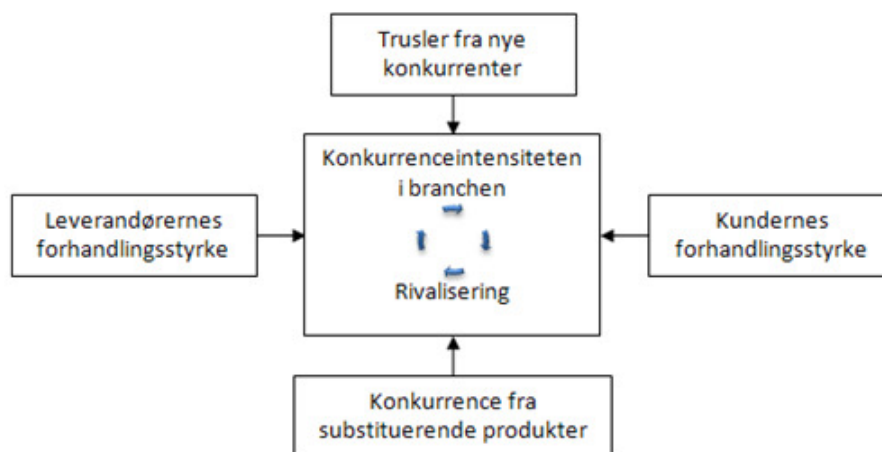
Den generelle økonomiske udvikling vil naturligvis have meget at sige for Rockwools fremtids udsigter. Vi står aktuelt på et niveau, hvor flere indikatorer peger på bedre tider og kommer det til at holde stik, er det naturligvis positivt idet nedturen så ikke bliver helt så dramatisk, som mange i lang tid har frygtet.

Endelig er der den 'grønne tankegang' som også vil skabe positivt fokus på en virksomhed som Rockwool. Regnskaberne mærker måske ikke til det i første omgang, men aktiekursen kan blive påvirket i positiv retning, såfremt Rockwool kommer frem som én af de virksomheder der kan være med til at gavne hele klimaproblematikken.

Teknologisk er Rockwool godt med, men ikke i højere grad end andre, hvorfor det ikke nødvendigvis giver nogen konkurrencefordel, men nok nærmere er en nødvendighed, for at agere i markedet.

4.2.3 Brancheanalyse - Porters Five Forces

Branchens indflydelse på Rockwool koncernens evne til at skabe aktionærværdi analyseres med udgangspunkt i denne figur, Porters Five Forces. [SIV kap 3,2].



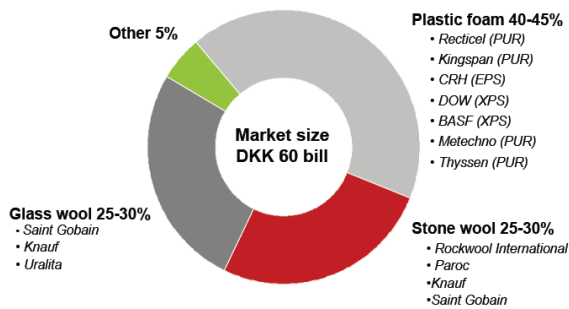
4.2.3.1 Konkurrenceintensiteten

Konkurrenterne – antal og indbyrdes størrelse

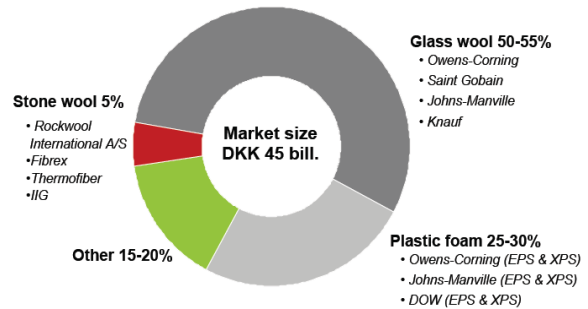
Rockwool er verdens største producent af stenuld og den andenstørste producent af isoleringsmateriale i det hele taget. [Rockwool; 08-01-2009, slide 3] Isoleringsmarkedet er delt op på tre

primære typer isolering bestående af stenuld, glasuld og skumplast. Som det ses af figuren, er stenulds markedet meget småt i Nord Amerika – en mulighed for Rockwool, mens markedet i Europa er mere ligeligt delt ud på de tre isoleringstyper. [Rockwool; 13-01-2009, slide 8+9] En vurdering af produkterne indbyrdes imellem følger senere.

European insulation market 2007



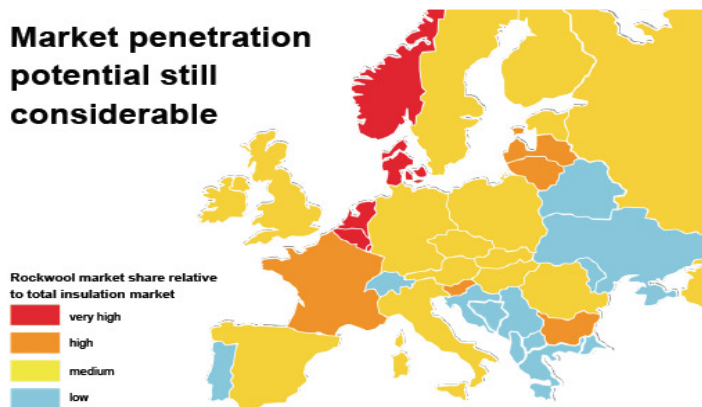
North American insulation market 2007



Som det fremgår af diagrammerne her, er der rigtig mange udbydere af isoleringsmaterialer på det globale marked og der er derved mange konkurrenter til Rockwool, nogle mere direkte konkurrenter end andre.

Rockwools markedsandel er iflg. dem selv meget høj i Danmark, Norge, Holland og Belgien. Rockwools markedsandel for Europa generelt er estimeret til ca. 30 %.

Market penetration potential still considerable



[Rockwool; 13-01-2009, slide 10]

Væksten i branchen

Det har de seneste år været vanskeligt at drive forretning i de fleste brancher og det har været medvirkende til, at konkurrencen er blevet større. I byggeindustrien er det meget tydeligt at aktiviteten er lav og som det også ses af Rockwools regnskab for 2008, er omsætningen godt nok

ikke faldet voldsomt, men det er indtjeningen. Den lavere margin er et tydeligt tegn på, at konkurrencen er blevet intensiveret i branchen for isoleringsprodukter.

I SystemsDivision har det været opnåeligt at holde indtjeningen nogenlunde intakt, men også her oplevede Rockwool faldende aktivitet sidst på året.[Årsrapporten; 2008]

Isoleringsdivisionen står for 83 % af Rockwools omsætning og er den del der er hårdest ramt. I kraft af at det er så vigtigt et forretningsområde, er de konkurrencemæssige indsatser her særdeles vigtige. Det er primært Østeuropa der volder Rockwool problemer indtjeningsmæssigt, da der er her man i de senere år har haft stor succes med udvidelse af forretningen, dog er den geografiske kerneforretning fortsat Vesteuropa, hvor det derfor er særdeles vigtigt at fastholde konkurrencefordelen.

Rockwool koncernens omsætning

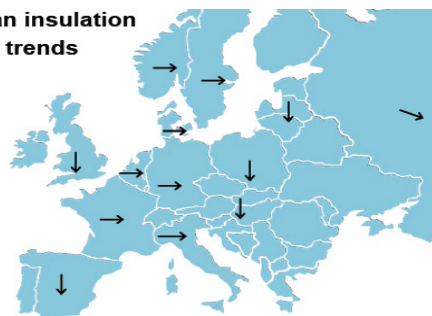
Omsætning fordelt på lande

Tyskland		15 %
Frankrig		13 %
Rusland		10 %
Holland		10 %
Polen		7 %
Danmark		6 %
Belgien		5 %
Andre		34 %

Nordamerika er et meget interessant vækstområde for Rockwool og der er to produktioner i gang i Canada og en ny på vej i 2009. [Årsrapporten; 2008] Som det ses er andelen af isolering med stenuld meget lav og Rockwool genererer endnu ikke stor omsætning derfra. Rockwool indikerer i deres årsrapport for 2008, at de har en langsigtet ambition om at komme op på en markedsandel på 25-30 % mod nuværende 2-4 %, hvilket vil have meget positive konsekvenser for væksten.

Væksten i branchen er umiddelbart på et højt niveau på trods af en lille nedtur, hvilket fremgår af denne præsentation fra Rockwool fra januar. [Rockwool; 13-01-2009, slide 13]

European insulation markets trends



Omkostningsstruktur i branchen

Der er store faste omkostninger forbundet med at have produktionslinjer stående med manglende udnyttelse, hvilket er skadeligt for konkurrenceevnen.

De fleste producenter er også hårdt påvirket af energipriserne, men den mest energitunge proces er smeltningen af sten til stenuld, hvorfor Rockwool kan blive hårdere ramt her end nogle af konkurrenterne.

Kapaciteten

Der har de seneste 3-4 år været store kapacitetsudvidelser pga. manglende kapacitet. I årsrapporterne fra 2002 til 2006 og delvist 2007 kan man læse om, hvor svært Rockwool har haft ved at følge med efterspørgslen. Da afmatningen viste sine første tegn i 2. Halvår 2007, gav det dog også bekymring for overkapacitet hvis markedet gik tilbage, hvilket nu har vist sig at være tilfældet.

Rockwool koncernen har i 2008 haft overskudskapacitet i flere af deres produktionslinjer, pga. den faldende efterspørgsel. Det påvirker dog leveringsevnen i positiv retning.

Den lavere aktivitet kombineret med konkurrencen, har i 2008 kostet en fabrik i Ungarn og der annonceres i forbindelse med 2008 regnskabet at investeringsniveauet i de kommende år reduceres kraftigt, men det betyder ikke at det går helt i stå. I 2008 blev en produktion igangsat i UK og her i 2009 er der en nye produktionslinje på vej i Nordamerika, Canada og endelig er der forsat planer om en ny produktionslinje i Rusland og et joint-venture projekt med teknisk isolering i Indien. Rockwool koncernen tror, at der på trods af den aktuelle afmatning, vil være langsigtet stigende efterspørgsel i de regioner, hvor de udvider kapaciteten. [Årsrapporten; 2008]

Årsrapporten beskriver endvidere at de nye produktionslinjer er med til at forbedre konkurrenceevnen betydeligt, da de nyeste anlæg opføres med opdateret moderne og effektiv produktionsteknologi, hvilket er af stor vigtighed i et marked med høj konkurrenceintensitet.

Konkurrenceintensiteten er høj og fordrer at man som aktør på markedet er tvunget til at prioritere produktudvikling. Rockwool vurderes at stå forholdsvis stærk med en konkurrencestyrke over middel.

4.2.3.2 Adgangsbarrierer – Potentielle nye konkurrenter

Isolering har været et interessant marked at operere på i mange år og fremtids potentialet i markederne, kan sikkert også give nye udbydere blod på tanden.

Stordriftsfordele og startkapital

Det kræver store anlægsinvesteringer og binding af megen kapital for at etablere sig, hvilket øger risikoen for potentielle nye udbydere. Det er meget vigtigt med fabrikker der hvor væksten er. Rockwool har estimeret at produktionen ikke bør lægges mere end 400 km. fra hvor tingene sker, ellers bliver logistikken for dyr og omfattende. [årsrapporten; 2004]

Produktionen kan være forbundet med gener for lokalsamfundet og deraf støj og CO2 udledning, i hvilken forbindelse Rockwool f.eks. har oplevet protester mod fabrik i Kroatien. Men omvendt giver det også arbejdspladser, så det er både og for lokalsamfundet. [årsrapporten; 2008]

Produktdifferentiering i branchen

Isolering er egentlig et standardprodukt og forarbejdes med en kendt produktionsproces, der kan efterlignes. Alligevel sættes der som nævnt store krav til produktudvikling og de store koncerner i branchen differentierer sig med forskellige nicheprodukter, som Rockwool gør det med BuildDesk og Systems Division. Derfor kan det være endnu sværere at komme i gang som ny producent af isoleringsmateriale, da der efterspørges en form for differentiering. BuildDesk som selvstændig enhed har store trusler fra konkurrenter i form af rådgivende ingeniører o.l. og det er ikke noget man kan differentiere sig ud af.

Indgangsbarrierer

Knowhow er væsentlig da produktudvikling er vigtigt og meget højt prioriteret. Rockwool gør også meget ud af i hvert eneste regnskab at fortælle, at deres vigtigste aktiv er deres medarbejderes viden og erfaring.

Rockwool og Isover sidder tungt på markedet – anslår omkring 70 % af det europæiske marked og herhjemme ser man da heller ikke meget andet i byggemarkederne end de to produkter. Det er meget stærke brands at skulle konkurrere imod, og det kan være svært som ny spiller på markedet.

Derudover eksisterer der på nuværende tidspunkt overkapacitet i branchen, som gør det endnu sværere for nye konkurrenter at komme ind, idet der reelt ikke er efterspørgsel nok for tiden.

Rockwool har en gunstig situation i forhold til potentielle nye konkurrenter og truslen herfra vurderes at være under middel, pga. de store adgangsbarrierer og den stærke konkurrencefordel Rockwool i forvejen har.

4.2.3.3 Konkurrence fra substituerende produkter

Ses der på branchen som helhed, eksisterer der ikke mange substituerende produkter for traditionelt isoleringsmateriale som skumplast og mineraluld.

Mineraluld er absolut det mest anvendte og er fællesbetegnelse for stenuld og glasuld. De primære substitutter til Rockwools isoleringsprodukter er glasuld og skumplast. De fleste mineraluldsproducenter producerer glasuld, heriblandt franske Saint-Gobain med Isover, mens knap så mange kun producerer stenuld som Rockwool.

Isoleringsevnen på glasuld og stenuld er stort set de samme og begge materialer er kategoriseret som ikke-brandbare. Smeltepunktet ligger for stenuld noget højere end for glasuld, dvs. det kan modstå højere temperaturer end glasulden og er derfor mere velegnet til isolering af visse bærende konstruktioner, i etageadskillelser o.l.

I tilfælde af brand er der på ildsiden af en etageadskillelse, væg e.l. over 1000 gr. C og målinger viser, at stenuld kan klare denne temperaturpåvirkning i ca. 2 timer. Til sammenligning kan glasuld holde til en temperaturpåvirkning på 600 gr. C i kun 7 minutter. [rapport om brandisolering]

Isover der ellers primært er glasuldsproducent har et produkt som består af netop stenuldsplader til isolering af specielle stålkonstruktioner. [<http://www.isover.dk/sw2503.asp>]. En fælles EU klassificering omkring brandkrav er blevet indført i 2006 men det er ikke et direktiv og derfor ikke et decideret krav.

Hvad angår smeltepunkt og formstabilitet har Rockwool nogle konkurrencemæssig fordele i forhold til de øvrige. Skumplast har også formstabilitet, men kan ikke være med på de øvrige sammenligningspunkter. Herunder et skema der viser nogle fordele og ulemper de tre produkter imellem. [Rockwool; 13-01-2009, slide 12]

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

Til gengæld har glasuld en betydelig fordel, når det kommer til komprimering, idet glasuld kan komprimeres mere og vejer mindre end stenuld og giver en fordel i relation til logistikken, men også i forhold til selve arbejdet med isoleringsmaterialet, hvilket giver Rockwool en konkurrencemæssig ulempe i forhold til substituerende produkter og faktisk har Isover også tidligere brugt dette i sin markedsføring. [<http://www.isover.dk/sw15838.asp>]

Skumplast kan også substituere stenuld, men ikke lige så gode egenskaber hvad angår brand og lydisolering og anvendes mest til hulrumsisolering, som f.eks. indsprøjtning uforekommelige steder og i USA, hvor alt skal gå så hurtigt som muligt. Herunder en illustration af produkternes egenskaber og anvendelse i forhold til hinanden. [Rockwool; 13-01-2009, side 11]

Product properties and market segments



I gamle dage brugte man andre substituerende produkter såsom hør, halm, flamingo, kork og indskuds ler og der findes også i dag alternativer som papirmasse og granulat samt de lidt dyrere substitutter i form af fx naturfibre, fåreuld o.l., men disse vurderes ikke som en trussel.

Bortskaffelsen er mere omstændig med mineraluld end øvrige produkter, men det vurderes ikke at være afgørende.

4.2.3.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Rockwool er typisk ikke leverandør til slutbrugeren, men handler med grossister og professionelle i form af store entreprenørvirksomheder, byggemarkeder o.l.

Antallet og størrelsen af kunderne

Der er således rigtig mange kunder – både store og små. De helt store er de store byggekæder, der typisk vil have fælles indkøbsfunktioner og så de mindste i form af mindre entreprenører o.l. der er store nok til at handle direkte og som antalsmæssigt nok er flere end byggemarkederne.

Kundernes kendskab til branchen

Kunderne må siges at have et meget højt produktkendskab og vil også vide hvilke andre produkter de kan anvende. Dette vil skal fokus på prisen og servicestandarden på produkterne.

Produktdifferentiering

Det betyder bestemt noget hvilket isoleringsprodukt grossisterne og entreprenørerne har præference for og dermed er det vigtigt at målrette sig de rigtige kunder. Dette fordi et isoleringsprodukt til isolering af en husmur er et standardprodukt. Derfor må man differentiere sig på andre måder, som f.eks. BuildDesk, specielle netprogrammer og god service.

Netop den gode service har der været kritik af hos Rockwool i det forgangne år. Historien tager afsæt i de foregående år, hvor væksten var høj og efterspørgslen stor og Rockwool kunne tillade sig at fjerne mængderabatter o.l. Kritikken går på at Rockwool nu efter det er gået den anden vej ikke har tilpasset sig situationen og udvist tilfredsstillende service. En stor kunde på det danske marked 'Icopal' udtaler at han hører mange der fortæller at Rockwool opfattes som arrogante. Artiklen er fra 21. april 2008. [<http://www.building-supply.dk/portal-b2b/article/view.html?id=22080>]

Det kunne være en fordel at have stort entreprenørfirma med i koncernen som kunne aftage direkte, hvilket konkurrenten Isover faktisk har i form af andre underselskaber af Saint Gobain.

På isoleringsdelen er kundernes forhandlingsstyrke forholdsvis høj og det specielt i et marked uden vækst, hvor konkurrenceintensiteten de seneste år er taget til i styrke og virksomhederne skal løbe stærkere for at følge med og "vinde kampen" om de kunder der efterspørger noget. Derfor duer det selvfølgelig heller ikke at have historier som den omtalte løbende om sig.

For de øvrige produkter er det præferencer der gør at Rockwool vælges – her en lavere forhandlingsstyrke og her virker Rockwool forholdsvis godt stillet.

4.2.3.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Vigtigste leverandør hos Rockwool er naturen idet produktion af stenuld som tidligere nævnt kræver meget energi og er således afhængig af koks til smeltning af sten.

Antallet og størrelsen af leverandørerne

Samlet set må Rockwool antages at have mange leverandører, men er jf. ovenstående meget afhængige af koks og sten, da dette udgør hovedelementerne i den helt klare kerneforretning.

Der er 7 producenter af koks i Europa og et ukendt antal i Kina.

Substitutter

Sten kan naturligvis ikke erstattes i produktionen, men er umiddelbart heller ikke nogen begrænset naturressource.

El og naturgas bruges i det omfang det er muligt og der er derfor ikke nogen yderligere naturlig substitut til koks, hvilket stiller Rockwool i en knapt så gunstig situation i forhold til leverandørerne heraf.

4.2.4 Konklusion på brancheanalysen

Konkurrencen i branchen er hård og meget intens og opbremsningen i byggeriet som følge af den generelle vækstnedgang har ikke gjort det bedre. Rockwool har et godt udgangspunkt, har stor markedsandel på det europæiske marked i forvejen og bliver krisen ikke alt for langvarig, har Rockwool også finansiell stabilitet til at klare sig pænt igennem og måske endda, som de selv indikerer i årsregnskabet for 2009, udnytte krisen til at positionere sig endnu bedre. Rockwool har en gylden mulighed på det Nordamerikanske marked, hvor det kunne være særdeles givtigt for forretningen at vinde markedsandele.

Nye konkurrenter vurderes ikke at udgøre nogen væsentlig trussel for tiden, men substituerende produkter indenfor isoleringsbranchen, specielt glasuldsproduktet Isover, kan give stor konkurrence for Rockwool, hvis de ikke følger med på pris og fleksibilitet, jf. omtalte kritik fra kunderne..

Såvel kunder som leverandører står stærkere i et svagt marked og kan på den måde presse Rockwool mere end de senere år. Leverandørerne af koks har dog ikke så forfærdelig mange andre aftagere, så de er forholdsvis afhængige den anden vej også, men kunderne har masser af andre muligheder og dem skal der passes godt på i dette marked.

Alt i alt er konkurrenceintensiteten meget høj, og Rockwools styrke i relation hertil vurderes at være lidt over middel.

4.3 Intern strategisk analyse

Den interne analyse skal som den eksterne være med til at skabe grundlagt for budgettering af de finansielle værdidrivere – hvad giver virksomheden værdi. Den interne analyse fokuserer selvsagt på de interne forhold i virksomheden og kan derfor være sværere at gå til for den eksterne analytiker eller investor, idet interne oplysninger som oftest ikke er så let tilgængelige.

Der er flere undersøgelser der viser, at de interne ressourcer er af ganske stor betydning for værdiskabelsen i en virksomhed. Den amerikanske professor R.P. Rumelt lavede i 1991 et studie, [Rumelt; 1991] hvoraf det fremgik, at "stable business-unit effects" forklarer omkring 46,4 % af variationen i afkastet på den investerede kapital i en virksomhed og M. Porter & A. McGahan bekræftede dette med en lignende analyse i 1997 [Porter; 1997], hvor 32 % af afkastet forklares af "Business Specifik Effects". Verden ændrer sig og det kan derfor være uklart, hvorvidt det stadig forholder sig på denne måde, men der er sikkert stadig noget om det, så selvom det kan være vanskeligt at forholde sig til de interne faktorer, har det alligevel en ret stor betydning.

Den interne analyse har til formål at kortlægge

1. Ressourcer, færdigheder og kompetencer,
2. Struktur, systemer og processer
3. Ejernes og ledernes præferencer

Herefter kædes det sammen til en identifikation af kernekompetencerne internt i Rockwool koncernen og en værdikædeanalyse. [SIV; kap.4], [ROV; kap 3]

4.3.1 Ressourcer, færdigheder og kompetencer

4.3.1.1 Materielle ressourcer

Rockwool har gode fysiske ressourcer i form af mange velfungerende fabrikker, hvilket er en stor og for branchen meget betydelig ressource. Der er fortsat bygget nye fabrikker, hvilket er et stærkt signal og der bruges løbende mange midler på nyt og opdateret udstyr på fabrikkerne – som er til gavn for såvel effektiviteten som miljøet.

Rockwool er dygtig til ekspansion og udvidelser og har en rigtig god produktionsteknologi og prioriterer udvikling, jf. patenter som tidligere omtalt.

En færdig produktionslinje koster et sted mellem 700 mio. kr. og 1000 mio. kr. og det tager to år inden en produktionsfacilitet er endelig køreklar. [årsregnskab 2006 & Rockwool; 13-01-2009, s 7]

Det er ikke rentabelt at transportere materialet for langt da det fylder meget og derfor opføres løbende nye fabrikker, hvor markedsmulighederne findes.

4.3.1.2 Immaterielle ressourcer

Rockwool gentager sig selv i samtlige årsrapporter og understreger, at det mest unikke de har, er deres produktions knowhow- og teknologi og altså medarbejdernes viden herom, som fører til udvikling og mange nye patenter hvert eneste år. Rockwool bryster sig med at have den billigste og mest miljørigtige produktion af stenuld og det er tydeligt at innovation præger koncernen, jf. udvikling og løbende udbygning af SystemsDivision og de mange nye forretningsområder her. Det menneskelige knowhow anvendes også i BuildDesk divisionen i forbindelse med rådgivning o.l.

Knowhow kan ikke kopieres og er derfor betragtet som en unik ressource. Al denne fokus på vidensressourcer og knowhow har ført til en intern afdeling i Rockwool Building Knowledge & Solutions, som arbejder målrettet med kompetenceudvikling mv. [Årsrapporterne]

4.3.1.3 Menneskelige ressourcer

Rockwool er meget bevidst om, at medarbejderne er en vigtig ressource og arbejder med målrettede personaleudviklingsprogrammer med fokus på uddannelse og udvikling af medarbejdere jf. ovenfor, antallet af sygedage, medarbejderomsætningen mv.

Nøgletal	2008	2007	2006	2005	2004
Fravær, funktionærer	2,0 %	2,0 %	1,9 %	1,8 %	1,6 %
Fravær, produktionsmedarbejdere	4,2 %	4,2 %	4,0 %	4,4 %	4,2 %
Uddannelsesdage pr. funktionær	4,5	4,5	3,2	3,1	2,5
Uddannelsesdage pr. produktionsmedarbejder	3,1	2,2	1,8	1,7	1,6
Medarbejderomsætning, funktionærer	7,2 %	6,4 %	6,6 %	5,5 %	4,5 %
Ulykkesfrekvens, produktionsmedarbejdere ¹	11,4	14,9	11,8	16,2	15,6
Forskning og udvikling (DKK mio.)	210	252	188	169	161
Patenter bevilget i året	106	195	143	144 ²	111 ²

¹Pr. mio. arbejdstimer, ²Ekskl. Deutsche Rockwool.

[Årsrapporten 2008, side 24]

Rockwool skriver endvidere på deres hjemmeside at kvalificerede menneskelige ressourcer er den vigtigste forudsætning for at kunne fastholde koncernens førende internationale position. Derfor satser vi på personaleudvikling, uddannelse og organisationsudvikling for at videreudvikle vore medarbejderes faglige og personlige kvalifikationer. [personalepolitik]

4.3.1.4 Færdigheder og forretningsprocesser

Rockwools vigtigste forretningsområde er som tidligere nævnt isoleringsområdet og det er derfor enormt vigtigt at de formår at udskille sig fra mængden. De har en lang historie og har formået at

opbygge et utrolig stærkt brand indenfor isolering – i hvert fald i Europa, hvor der nok ikke er mange der har været i byggemarkeder eller lavet boligprojekt, som ikke er stødt på Rockwool brandet, med de gennemgående røde og hvide farver.

Derudover har de formået at diversificere sig ved at udbygge organisationen til at omfatte flere og andre forretningsområder end isolering, hvilket i det seneste års lavkonjunktur har været ganske fornuftigt, jf. regnskabet.

Endelig formår Rockwool at have en særdeles energirigtig produktion og bruger mange ressourcer på effektivitet og miljø. Hvis de eksempelvis overtager en produktion fra andre fabrikker, effektiviserer de meget kraftigt – hurtigt.

Rockwool gør en stor indsats for at blive et meget miljørigtigt brand, deres navn ses i hvert fald mere og mere i forbindelse med klimadebatten, energieffektivitet med annoncer på nettet, på busser i TV mv., hvilket de også har lavet en decideret markedsføringsplan for.

Denne fokus og stadfæstelse af deres navn, skulle så også gerne på sigt sørge for at Rockwool fremadrettet er foretrukken leverandør af isoleringsmateriale for mange.

4.3.1.5 Kompetencer

Kompetencerådet i Danmark har forsket i hvilke kompetencer der bliver de mest afgørende for fremtidens virksomheder og har afgrænset det til fire typer af kompetencer: læringskompetence, forandringskompetence, relationskompetence, meningskompetence.

Som beskrevet under punktet 'menneskelige ressourcer', har Rockwool koncernen fokus på medarbejderudvikling og kompetence. De skriver direkte i deres personalepolitik, at det ikke er afgørende hvilken uddannelse medarbejderen har, men af større betydning, at der udvises evne og vilje til at udvikle sig i takt med arbejdsopgaverne og organisationen og medarbejderne har da også de senere år øget det gennemsnitlige antal uddannelsesdage. [personalepolitik]

Omkring forandringskompetencen må Rockwool koncernen også siges at være med. De har ikke hidtil gået i andres fodspor og har været meget innovative i meget af det de foretager sig, jf. her bl.a. opbygningen af SystemsDivision og BuildDesk divisionerne.

Relationer og meninger synes der også at være til stede, idet Rockwool omkring relationer er meget bevidst om at tage ansvar for miljøet med energirigtig produktion og fokus på hele debatten omkring den globale opvarmning. Her viser de også at de har en mening om tingene og

selvom det naturligvis er med det fokus at skabe værdi for virksomheden, går de også forrest ved at lave deres egne produktioner energibesparende mv.

4.3.1.6 Konklusion på ressourcer, færdigheder og kompetencer

De materielle ressourcer har Rockwool de senere år bygget op og er godt polstret og produktionsmæssigt klar, når tingene vender og begynder at gå i den rigtige retning igen. Omkring de immaterielle og menneskelige ressourcer giver Rockwool selv udtryk for at være med længst fremme, hvilket vurderes at være tilfældet.

Færdigheder og kompetencer synes at være til stede og det ser ud til at koncernen har de rette medarbejdere til at nå de mål de gerne vil mht. udvikling, såvel på produkter som menneskeligt.

4.3.2 Struktur, systemer og processer

Struktur og systemer er meget internt og som omtalt tidligere næsten umuligt at få indblik i, medmindre der foretages interne undersøgelser, men alligevel af en vis væsentlighed, da det giver et indtryk af hvad der fungerer godt og hvad der fungerer mindre godt i virksomheden.

Dårlig teknologistyring kan eksempelvis føre til uregelmæssigheder i de tekniske systemer, som igen kan gå udover leverings- eller produktions processerne, mens en dårlig organisationsstruktur – social struktur kan give sig udslag i utilfredse medarbejdere og dermed mistet vilje til at gøre en forskel og bidrage til værdiskabelse.

Det umiddelbare indtryk af Rockwool koncernen er, at de har en fornuftig struktur i opbygningen af virksomheden og vedligeholdelse samt videreudvikling af de teknologiske systemer synes at være højt prioriteret. Derudover giver Rockwools hjemmeside ligeledes et indtryk af, at der er tænkt over værdierne og hvorledes det sociale system skal fungere. De prioriterer socialt fællesskab og skriver også på hjemmesiden at "Værdier der ikke bliver udlevet, er intet værd."

Det er naturligvis ikke ensbetydende med at det er sådan tingene faktisk forholder sig, men denne opgave kommer det ikke nærmere end det plan og konstaterer ud fra tilgængeligt materiale, at strukturen og systemerne bidrager positivt til værdiskabelsen.

Processerne kan analyseres ved forskellige analyseredskaber, *just-in-time*, *Business process reengineering* m.fl. I denne opgave analyseres de ikke særskilt, da dette også kræver dyberegående interne undersøgelser, men det bemærkes, at der fra Rockwool koncernens side er

fokus på processerne idet de som tidligere nævnt eksempelvis er igangsat komprimeringsløsninger og løbende har fokus på kapacitetsudnyttelse.

4.3.3 Ejernes og ledernes præferencer

Oprindelig familieejet og Kähler familien er stadig dominerende, hvorfor emnet er ganske interessant.

4.3.3.1 Ejernes præferencer

Ejerne af Rockwool er aktionærene og aktieinvestorers motiv for investering er som oftest maksimering af afkast. Dog består aktionærkredsen i Rockwool koncernen stadig af Kähler familien herunder Rockwool fonden, som typisk har andre supplerende eller overskyggende motiver for investering.

Rockwool fonden og de af Kähler familien der deltager i 'familie-møderne' har bl.a. til hensigt at den langsigtede strategi overholdes og sikre at der også i fremtiden eksisterer en bæredygtig virksomhed, der hedder Rockwool. Dette er det komplet modsatte til hvis en kapitalfond eksempelvis overtager koncernen, hvor det er det korte sigt der er i fokus, hvilket den typiske private investor vil bakke op om – højt afkast på kort tid og helst uden risiko, det er noget de fleste investorer kan tilslutte sig. Det bør dog ikke vægte negativt for aktien, da det altid har været sådan og ejerforholdene ikke er af stor betydning for den almindelige investor, men måske kan afskære nogle større investorer pga. risiko for manglende mulighed for indflydelse.

4.3.3.2 Ledelsens præferencer

For ledere er præstation og CV vigtigt, hvilket kan være uoverensstemmende med de langsigtede virksomhedsmål da de personlige interesser kan komme foran virksomhedens interesser og såkaldte principal agent problemer opstår. I Rockwool koncernen er principal agent problemer på nuværende tidspunkt ikke noget problem, da Kähler familien som er meget tæt på ledelsen og sidder på formandsposten i bestyrelsen, vil forhindre den type leder.

4.3.4 Værdikædeanalyse

Med værdikædeanalysen er det hensigten at vurdere Rockwools kompetencer i forhold til ressourcerne og derefter finde frem til de kernekompetencer, der er kritiske for konkurrenter.

4.3.4.1 Indgående logistik

Indkøb blev placeret centralt i 2002, idet det var naturligt i forhold til den nye struktur. [årsrapport; 2002] Det har samlet kompetencerne og får indkøbene til at glide mere effektivt.

4.3.4.2 Produktion

Gamle traditioner – produktion startede for 100 år siden med grusgrav, nu topmoderne virksomhed. Hårdt marked med priskonkurrence og Rockwools ambition om at være cost leader gør at produktionsteknologi er/bør være kernekompetence, jf. her også evne til at effektivisere produktionslinjer der overtages fra andre samtidig med lavere energiforbrug.

4.3.4.3 Udgående logistik

Outsourcing af transport til byggemarkeder/pladser. Placerer fabrikker i nærområde så omkostninger hertil bliver så lave som muligt. Det er en vigtig faktor og besværlig logistik nødvendiggør fabrikker i nærområdet. Et onde og noget generelt for branchen - ikke nogen kernekompetence.

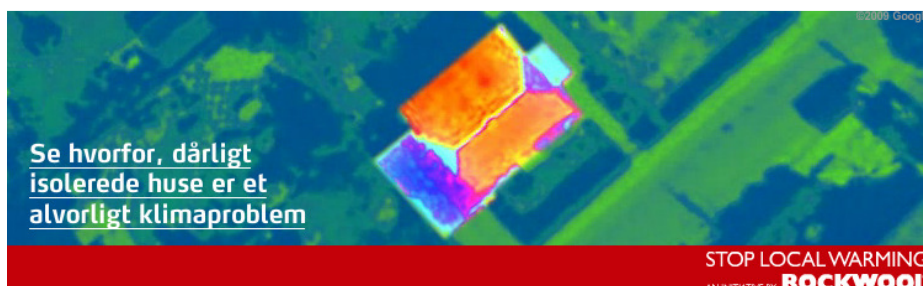
4.3.4.4 Marketing og salg

Ikke så meget markedsføring til slutbrugeren – sjældent det er husbygger der beslutter om der isoleres med Rockwool eller Isover. Derfor vigtigt med godt netværk til entreprenører og byggemarkeder.

Internettet en vigtig kilde og Rockwools navn kommer frem, ved de fleste søgninger på eksempelvis google, når ordet 'isolering' involveres.

Rockwool har på deres hjemmeside et faneblad med råd og vejledning omkring diverse relevante emner som 'Brandguiden', 'Indeklimaguiden', Bygningsreglement, Beregningsprogrammer og meget andet. Herunder udgiver de også en håndbog, de kalder 'Den Lille Lune' med gode råd og konkrete anbefalinger omkring isoleringstykkelser og konstruktionseksempler.

Rockwool har som tidligere omtalt en plan for markedsføring af sig selv som miljøvenlig virksomhed, der både har 'orden i eget hus', men også udbyder bæredygtige energirigtige løsninger for miljøet. De er med den indgangsvinkel meget aggressive med information på nettet, busser, TV mv. bl.a. med denne 'banner' fra nettet og deres nye motto og budskab "Stop Local Warming"



Det er dog ikke noget der er helt særligt for Rockwool, idet Saint Gobains Isover produkt har nogle af de samme features på deres hjemmeside www.isover.dk om end ikke helt så konsekvent, så er det der og det er en nem og god reklame for isoleringsbranchen med det fokus der er i samfundet i dag.

4.3.4.5 Service

På dette område er Rockwool godt med fremme primært i kraft af deres nyeste forretningsområde fra 2001, hvor der tilbydes rådgivning og andre relaterede ydelser til de produkter man køber. Rockwool kan altså være med på sidelinjen under hele byggeprocessen og ikke kun når isoleringen skal leveres, hvilket anses som en måde og mulighed for at differentiere sig, hvor Rockwool har satset stærkt de senere år og service området må derfor betragtes som en kernekompetence.

4.3.4.6 Opsummering på præferencer og værdikæde

Rockwool har en stærk ledelse og bestyrelse og selvom der potentielt kan være interesse konflikter, virker det som om, at de gør det rigtig godt og holder fast i det oprindelige mål med virksomheden og holder de gamle Claus Kähler værdier i hævd.

Værdikæden viser, at Rockwool er hvor de skal være produktionsmæssigt, men oplever mindre problemer på logistikken pga. dårlige muligheder for komprimering. Marketing og salg er på vej i gear, jf. deres netop igangsatte reklamekampagne og som det sidste er det blot vigtigt at holde fast i den gode service og specielt få den genetableret i et marked hvor kunderne har øjnene åbne for nye muligheder.

4.4 SWOT analyse

SWOT analysen anvendes til at opsamle de væsentligste eksterne og interne strategifaktorer, som netop er blevet analyseret og er således afslutningen på analysen af de ikke finansielle værdidrivere.

4.4.1 SWOT modellen

Herunder opstilles efter SWOT modellen virksomhedens interne styrker og svagheder samt eksterne muligheder og trusler.

Styrker	Svagheder
- Stærk markedsposition på flere markeder specielt de Europæiske,	- Transportomkostningerne er høje pga. dårlig mulighed for komprimering, men

markedsledende indenfor stenuldsproduktion og nr. to efter Saint Gobain på mineraluld - Stærkt brand, velkendt og velanset - Ejernes fokus på langsigtet strategi er med til at sikre bæredygtighed og velovervejede langsigtede løsninger, eksempelvis oprettelse af BuildDesk. - Har været i gang med at tilpasse organisationen til dårlige tider. - Stærk finansiell styrke, flot soliditet - Vidensressourcer, fokus på forskning og udvikling - Innovativ virksomhed, mange patenter (Viden og innovation nødvendigt for at holde og måske vinde markedsandele) - Sunde værdier, grundlagt for 100 år siden	arbejder på det. Gør at mange fabrikker ligger i virksomheder og hvis ekspansion andre geografiske områder kræver det nye fabrikker, som er dyrt og tidskrævende - Ejernes / ledelsens eventuelle personlige interesser - For ekspansiv udvidelse af kapaciteten, er gået fra manglende kapacitet til overskudskapacitet - Afhængige af udnyttelse af kapacitet men også afhængige af nye fabrikker hvis de vil udvide markedsandelene. - Meget afhængige af isoleringsdelen og derved bygge- og boligmarkedet. - Medarbejderne er betragtet som én af de vigtigste ressourcer og kompetencer, derfor meget afhængig af loyale og stabile medarbejdere.
Muligheder	Trusler
- Øget fokus på klima og global opvarmning skaber fokus på energirigtigt byggeri - EU direktiver med standarder for og krav til isolering af bygninger (41 % energi i EU anvendes i bygninger) - Flere medlemslande i EU som får højere krav til isolering - Øget fokus og krav til isolering i Syd- og Østeuropa (uanset optagelse i EU) - Øget generel ansvarlighed omkring miljø som følge af verserende klimadebat - Produkterne i SystemsDivision vinder endnu mere frem - Udgifterne til opvarmning (olie) stiger igen	- Ny forskning kunne vise at den globale opvarmning ikke skyldes menneskeskabt CO2 udledning, men bare er klodens 'naturlige' cyklus. - Substituerende produktiver som Isover fra Saint Gobain bliver kundernes foretrukne - Længerevarende økonomisk nedtur end allerede set. - Udgifter til opvarmning (olie) fortsætter med at falde - Østeuropa krakker og kommer ikke i gang igen de næste mange år. - Priskrig pga. fortsat lavkonjunktur og kamp om overlevelse. - Stigende energipriser (koks og kul) fordyrer produktionen af stenuld.

- Har en stærk position i branchen når markederne vender - Østeuropa kommer hurtigere op i gear end ventet - De Nordamerikanske markeder – store markedsandele at tage og fokus på at USA muligvis tiltræder ny klimaaftale som vil sætte energieffektivitet på dagsordenen ved siden af finanskrisen hos Obama - Kapitalfond opkøb er ikke det store tema i disse markeder, men markedsværdien er lav og 'forsvinder' A aktierne bliver det en større mulighed – kan booste virksomhedens værdi på kort sigt.	- Fortsat overkapacitet vil føre til lukning af fabrikker - Kundernes forhandlingsstyrke bliver væsentlig stærkere hvis krisen fortsætter og Rockwool desperate pga. overkapacitet. Kan derved opstå en stor trussel fra såvel kunder som leverandører. - Øget konkurrence, både på pris og produktudbud - Risiko for at EU afskærer muligheden for A- og B- aktier. Det vil fjerne fonden og familien fra magten og risikere at langsigtet strategi og styring går tabt. - Risikere kapitalfond opkøb o.l. hvis ovennævnte sker, som vil satse på kortsigtede løsninger og udnytte at gearing hidtil har været lav
---	---

4.4.2 Konklusion på SWOT

SWOT analysen samler op på den interne analyse og viser, at Rockwool er en solid virksomhed, men store muligheder for at komme styrket ud af krisen, hvis de spiller deres kort rigtigt. De har stor styrke i kraft af markedsposition, finansiell status og deres menneskelige ressourcer.

Mulighederne er store på det Nordamerikanske marked mens de Østeuropæiske markeder er såvel en stor mulighed som en trussel. Endelig er Rockwool har Rockwool bundet meget kapital i produktionskapacitet, så en længerevarende nedtur, vil koste dyrt og kan gå ud over selskabets fremtidige muligheder for genoprejsning.

Men alt i alt en SWOT analyse der giver et billede af Rockwool som en stærk virksomhed med tungere vægtende muligheder og styrker end trusler og svagheder med det lille '*men*' at de er særdeles afhængige af, at den globale vækst kommer i gang igen.

4.5 KONKLUSION PÅ IKKE FINANSIELLE VÆRDIDRIVERE

Rockwool koncernen har i bund og grund en ganske fornuftig markedsposition med et stærkt brand og et forholdsvist stærkt produkt og selskabet har op gennem 2000 frem til 2007 præsteret rekord regnskab på rekord regnskab og i perioden udvidet forretningen betragteligt, hvilket sætter dem i en stærk finansiell position – også til at udnytte lavkonjunkturen til at lave gode forretninger i form af opkøb o.l. Rockwool har deres primære fokus på langsigtede økonomiske og

miljømæssige bæredygtige forretninger, hvor den nuværende udvikling ikke giver anledning til nogen større panik hos dem.

Dog har Rockwool et problem i kraft af overkapacitet på fabrikkerne og fortsætter krisen i flere år, kan de ikke fortsætte og vil være nødsaget til at lukke flere produktioner ned. Sådan er branchen og koncernen har styrken til at klare sig igennem en periode med lav aktivitet

Rockwool opererer på et marked præget af meget høj konkurrenceintensitet, forstærket af den aktuelle økonomiske lavkonjunktur og der skal kæmpes om kunderne og bevarelse af priserne på acceptable niveauer, hvilket ikke altid i kundernes øjne hænger sammen. Derfor bliver priskonkurrencen også presset og der er pres på indtjenings marginalerne og Rockwools resultat påvirkes heraf.

Derudover er Østeuropa gået i stå, som ellers var Rockwools helt store vækst marked. Den er en klar forudsætning for at Rockwool kommer stærkt igen, at det Østeuropæiske marked oplever genoprejsning.

Rockwool ser ud til at have en gunstig mulighed på det Nordamerikanske marked og skal være opmærksom på at vinde markedsandele her, hvor kun 5 % ser ud til at anvende stenuld som isoleringsmateriale.

Derudover har hele klimadebatten og eventuelle strengere direktiver i henhold til bygningsisolering også potentiel positiv indflydelse for Rockwool, idet det kan skabe en øget efterspørgsel.

De immaterielle ressourcer, medarbejderne og know how'et synes at udgøre en meget væsentlig del af Rockwools forretning og det vil i den sammenhæng være alfa omega at de kan holde på nøglemedarbejderne, selvom vi er i en krisetid, hvilket de også gør meget for.

5.0 REGNSKABSANALYSE

Regnskabsanalysen belyser de finansielle værdidrivere. På baggrund af Rockwools årsregnskaber fra de seneste 5 år, beregnes udvalgte rentabilitets nøgletal, som har været værdidrivere for den historiske udvikling i Rockwool. Den historiske udvikling i driverne bruges i kombination med de ikke-finansielle værdidrivere til prognosen af den fremtidige udvikling for Rockwool koncernen.

5.1 Reformulering

Enhver virksomheds værdiskabende evne stammer fra enten drifts- eller finansierings aktiviteten og da disse kilder ikke er særskilt i regnskaberne, er det nødvendigt at foretage en reklassifikation af årsregnskaberne i drifts- og finansieringsaktivitet for i forbindelse med budgetteringen at vide, hvorfra værdiskabelsen kommer.

Reformuleringen foretages efter metoderne angivet i "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, kapitlerne 4-6. [ROV]

Reformuleringen af egenkapitalopgørelsen beregner selskabets totalindkomst, som tager højde for såkaldte dirty surplus poster, som eksempelvis opskrivning på anlægsaktiver, der forårsager ændring i virksomhedens værdiskabelse, men ikke er medtaget i resultatopgørelsen.

Ved reformulering af balance og resultatopgørelse bliver drifts- og finansieringsaktiviteter adskilt til senere beregning af nøgletal i rentabilitetsanalysen.

HOVEDTAL FRA REFORMULERINGERNE						
DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reformuleret egenkapitalopgørelse						
Egenkapital saldo pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Transaktioner med ejerne	-71,1	-85,4	-167,4	-76,8	-358,1	-385
I alt - totalindkomst	119,5	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Egenkapital før minoritetsinteresser	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
I alt - minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital saldo pr. 31.12 (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Reformuleret balance						
Driftsaktiver i alt	6422,5	6710,1	7699,1	8000,6	9775,7	11336
Driftsforpligtelser i alt	1701,6	1953,4	2318,5	2450,4	3004,6	2795
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	4720,9	4756,7	5380,6	5550,2	6771,1	8541
Finansielle aktiver	362,5	395,9	302,1	610,3	1117,9	307
Finansielle forpligtelser	945,2	651,5	607,5	127,3	112,3	884
Netto finansielle forpligtelser	582,7	255,6	305,4	-483	-1005,6	577
Egenkapital (excl. Minoritetsinteresser)	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
Minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital i alt (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Reformuleret resultatopgørelse						
Nettoomsætning		9143,2	10024,3	11536,9	13908,2	13700
Driftsoverskud fra salg før skat		451,5	645,9	1236,8	2520,4	1251
Skat på driftsoverskud fra salg		160,24	219,608	394,224	648,325	400,25
Driftsoverskud fra salg efter skat		291,26	426,292	842,576	1872,075	850,75
Andet driftsoverskud efter skat		167,81	207,08	150,544	171,95	223,25
Totalindkomst fra driften		515,67	762,472	984,82	2079,225	548
Netto finansielle omkostninger efter skat		56,07	30,672	24,12	-15,675	-6
Koncernresultat / Totalindkomst før minoritetsinteresser		459,6	731,8	960,7	2094,9	554
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet		-2,5	28,4	19	93,5	76
Totalindkomst (excl. minoritetsinteresser)		462,1	703,4	941,7	2001,4	478

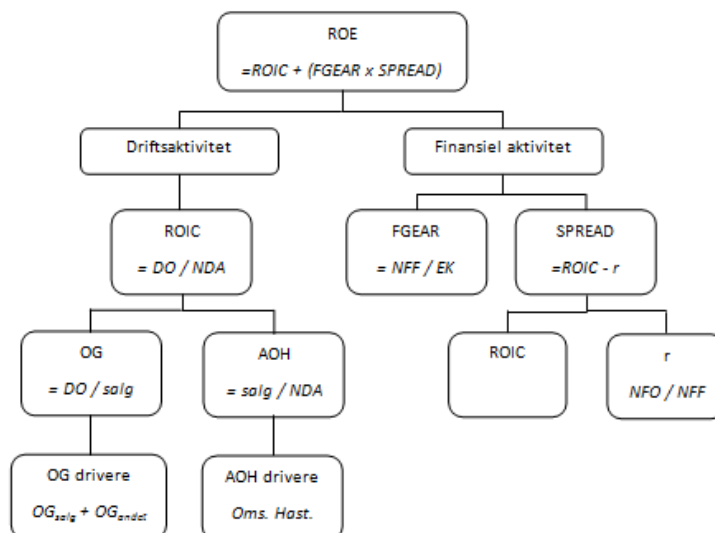
Pengestrømsopgørelsen reformuleres ikke selvstændigt i denne opgave, da det frie cashflow, som skal anvendes til værdiansættelsen, beregnes ud fra det budgetterede driftsoverskud og

ændringen i nettodriftsaktierne [ROV; s. 154], som kan bestemmes ud fra de allerede foretagne reformuleringer. Det frie cashflow opgøres da således, jf. herunder.

Pengestrømsopgørelse	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsoverskud i alt	459,07	633,37	993,12	2044,03	1074,00
- Ændring NDA	35,80	623,90	169,60	1220,90	1769,90
Frit Cash Flow - FCF	423,27	9,47	823,52	823,13	-695,90

5.2 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i egenkapitalens forretning ROE og dens underliggende finansielle værdidrivere også kaldet DuPont-pyramiden. Rentabilitetsanalysen er foretaget med udgangspunkt i [ROV; kapitel 7], hvor ROE dekomponeres i forskellige niveauer, jf. figur 7,1, side 173 i "Regnskabsanalyse og værdiansættelse".



Den venstre side af modellen med ROIC som underliggende for ROE, analyserer Rockwools driftsmæssige aktivitet og udvikling, mens højre side analyserer den finansielle aktivitet.

5.2.1 Overordnet: Egenkapitalens forrentning - ROE

ROE udtrykker den samlede afkastningsgrad på egenkapitalen og består således af totalindkomstens størrelse i forhold til egenkapitalen. I dekomponeringen splittes den op, så $ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]$. Virksomhedens evne til at forrente egenkapitalen er altså drevet af tre faktorer, afkast på driften, den finansielle gearing og SPREAD'et der jo er påvirkning fra hhv. drifts- og finansieringsaktivitet.

OVERORDNET FORRENTNING	2004	2005	2006	2007	2008
ROE incl. minoritetsinteresser	10,64%	15,28%	17,30%	30,34%	7,04%

For Rockwools vedkommende har evnen til at forrente egenkapitalen været i kraftig stigning i hele analyseperioden og topper i 2007 med et afkast på 30,34%. Det er dog også gået meget hurtigt tilbage igen for 2008's vedkommende hvor egenkapitalen kun forrentes med ca. 7 %.

5.2.2 Driftsaktivitetens påvirkning på ROE

Den driftsmæssige påvirkning på ROE stammer fra ROIC, der er afkastet på den investerede kapital, knyttet til driften og beskriver derfor hvor god virksomheden er til at udnytte sine driftsaktiver.

Driftsaktiviteten	2004	2005	2006	2007	2008
ROIC	10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Dgear	0,3856	0,4214	0,4363	0,4427	0,3788
<i>Drive bag ROIC</i>					
OG	5,64%	7,61%	8,54%	14,95%	4,00%
AOH	1,9294	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894

ROIC afspejler som forventet den meget positive udvikling i ROE fra 2004 til 2007, men går også voldsomt den modsatte vej i 2008. Det ses af driverne bag ROIC, $ROIC = OG \times AOH$, at det primært er overskudsgraden der har trukket forrentningen op på det høje niveau i 2007, med en stigning på 165 % fra 2004 til 2007, men så også et tilbagefald i 2008 der sendte overskudsgraden lavere end niveauet for 2004. AOH er også stigende frem mod 2007 og fald under niveauet fra 2004, men procentuelt er stigningerne i AOH ikke helt så store, hvorfor OG tilskrives den største del af forklaringen.

OG _{Salg efter skat}	3,19%	4,25%	7,30%	13,46%	6,21%
+ OG _{Andre poster efter skat}	1,84%	2,07%	1,30%	1,24%	1,63%

Heraf ses at af driverne bag overskudsgraden, er det overskuddet fra salget der har størst betydning for udviklingen i perioden.

En stigende driftsgearing kan være med til at løfte ROIC idet det er et udtryk for at virksomheden udnytter driften til finansiering via leverandørkreditter o.l. og det kan være positivt for ROIC, men det er dog erfaringen, at hvis leverandøren giver rentefri kreditter o.l., så bliver prisen bare lidt højere et andet sted. [ROV; side 178]. I Rockwools tilfælde er der ikke de store udsving i driftsgearingen og der er dermed en begrænset påvirkning herfra.

I budgetteringen af de finansielle værdidrivere er det med udgangspunkt i ovenstående væsentligt at holde sig for øje, at overskudsgraden har været den primære driver af forrentningen i et historisk perspektiv.

5.2.3 Den finansielle aktivitets påvirkning på ROE

Den finansielle aktivitets påvirkning på ROE er et spørgsmål om i hvilken grad den finansielle gearing påvirker evnen til at forrente egenkapitalen.

Finansieringsaktiviteten	2004	2005	2006	2007	2008
r	13,38%	10,93%	-27,16%	2,11%	2,80%
Spread	-2,50%	4,11%	45,18%	31,64%	4,36%
Fgear	0,0970	0,0586	-0,0160	-0,1078	-0,0272

Hvis en virksomhed ikke benytter sig af finansiell gearing, vil ROE være lig med ROIC, jf. ovenstående skematiske opstilling. Den eventuelle finansielle gearing påvirker ROE som en kombination af SPREAD og FGEAR. SPREAD er et udtryk for forskellen mellem ROIC og omkostningen på fremmedkapitalfinansiering og såfremt den er positiv, dvs. afkastet af investeret kapital (ROIC) er større end omkostningen ved finansiell gearing (r) er positiv, så har den finansielle gearing positiv indflydelse på ROE. FGEAR udtrykker så forholdet mellem nettofinansielle forpligtelser og egenkapitalen, altså hvor meget virksomheden er gearet.

En negativ FGEAR som det er tilfældet med Rockwool betyder, at der ikke er netto finansiell gearing i virksomheden, dvs. de finansielle aktiver er større end de finansielle forpligtelser. Grunden til at også 2008 giver en negativ FGEAR på trods af at de finansielle forpligtelser har overgået de finansielle aktiver er, at beregningen af FGEAR anvender gennemsnitstal for året før og indeværende år.

Men ovenstående taler sit tydelig sprog og bekræfter hvad Rockwool giver udtryk for i deres årsrapporter, at finansiell gearing ikke er noget de efterstræber.

I 2006 går det galt med beregningen af r og dermed også SPREAD idet de finansielle aktiver som omtalt overstiger de finansielle forpligtelser, mens der stadig er netto finansielle omkostninger.

Analysen af den finansielle aktivitets påvirkning af ROE giver derfor ikke anledning til de store konklusioner andet end Rockwool ikke anvender nogen særlig driftsmæssig gearing, hvilket også giver sig til udtryk ved at ROE og ROIC alle årene ligger meget tæt på hinanden.

ROE og ROIC	2004	2005	2006	2007	2008
ROE	10,64%	15,28%	17,30%	30,34%	7,04%
ROIC	10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Difference	-0,24%	0,24%	-0,72%	-3,41%	-0,12%

I 2007 fremkommer den største difference hvor ROIC overstiger ROE, dvs. ROE rent faktisk påvirkes negativt af den finansielle situation.

I budgetteringen af værdidriverne kan de historiske beregninger på finansiell gearing og omkostningen herved r , anvendes til at argumentere for at finansiell gearing historisk set ikke har været Rockwools måde at skabe forretning af egenkapitalen på – tværtimod er den driftsmæssige forrentning, ROIC af afgørende betydning. Når r skal budgetteres giver det på baggrund af ovenstående ikke mening at se på historiske finansielle omkostninger, men snarere vurdere markedsrenten for en virksomhed som Rockwool og forventninger til fremtiden herom.

5.3 Analyse af risiko

Formålet med risikoanalysen er at afdække de forskellige risici en virksomhed som Rockwool har i dens virke. Denne risiko afspejler sig så i den risiko man pådrager sig ved at investere i Rockwool og dermed bestemmende for afkastkravet. Risikoanalysen opdeles på en variabilitetsrisiko der analyserer driftsmæssig og finansiell risiko og en vækstrisiko.

5.3.1 Variabilitetsrisiko

Variabilitetsrisikoen foretages med udgangspunkt i nøgletallene fra foregående afsnit og opdeles således på hhv. den finansielle og den driftsmæssige risiko.

5.3.1.1 Driftsmæssig risiko

Risikoen i driften er tilknyttet overskudsgraden, aktivernes omsætningshastighed og den driftsmæssige gearing.

OG risikoen er for Rockwools vedkommende af væsentlig betydning idet det tidligere blev belyst at overskudsgraden historisk har været den mest betydende driver for rentabiliteten.

Overskudsgraden er meget afhængig af omkostningsstrukturen og som tidligere beskrevet, har Rockwool store produktionsanlæg tilknyttet høje faste omkostninger, der ikke bare kan skæres væk, hvis efterspørgslen falder, hvilket påvirker overskudsgraden i negativ retning. OG risikoen er altså forholdsvis stor.

Aktivernes omsætningshastighed har ikke hidtil været voldsomt svingende, men dog alligevel været medvirkende til rentabilitetsfremgangen fra 2004 til 2007. Uanset dette, er det et punkt der er af betydning og samme betydning som ovenfor gør sig gældende her, idet Rockwool har stor pengebinding i anlægsaktiver og såfremt salget oplever fortsatte fald, vil det ikke være muligt at tilpasse aktiverne på kort sigt og derved er AOH risikoen ligeledes forholdsvis stor.

Aktivitetssnedgang kan føre til nedlukning af kreditter hos leverandører mv., men driftsmæssig gearing har ikke hidtil været af stor betydning og det vurderes heller ikke at have det på

nuværende tidspunkt eller i nærmeste fremtid, hvorfor DGEAR risikoen ikke betragtes som værende nævneværdig.

Den driftsmæssige risiko er overordnet set ganske stor, taget AOH og OG risikoen i betragtning.

5.3.1.2 Finansiell risiko

Den finansielle aktivitet er diskuteret i afsnit 5,2,3, hvoraf det fremgår, at Rockwool er en særdeles velkonsolideret virksomhed med en høj egenkapitalandel. Det er Rockwools politik at fremmedfinansiering ikke er noget man ønsker. Den finansielle risiko er derfor meget begrænset.

5.3.2 Vækstrisiko

Her bestemmes risikoen for at egenkapitalen og udviklingen i salget ikke vokser som ventet. I den strategiske analyse er dette berørt og på trods af Rockwools position på isoleringsmarkedet, er risikoen for en nedgang i salget ganske betydelig.

5.4 Konklusion på regnskabsanalysen

Regnskabsmæssigt har Rockwool koncernen op gennem 2000 leveret nogle rigtig flotte regnskaber og regnskabsanalysen dokumenterer også at vækst og rentabilitet har været helt i top lige indtil 2007, hvor verden pludselig gik i stå sidst i regnskabsåret. Det satte sit tydelige præg på 2008 regnskabet, der viste dramatisk tilbagegang på langt de fleste målepunkter.

Rockwool har historisk genereret primær vækst ved overskudsgrad fra salget men til dels også ved stigende omsætningshastigheder.

Der skabes værdi (rentabilitet) i Rockwool ved den driftsmæssige aktivitet mens den finansierings aktiviteten ikke bidrager det store, hvorfor vi også så ROE og ROIC følge hinanden ganske pænt.

Risikoen på driftssiden er i kraft af ovenstående også meget væsentlig og tilstedeværende. Der skal snart gang i efterspørgslen igen, for at det ikke bliver for dyrt for en virksomhed på Rockwools størrelse af have overskudskapacitet. Den finansielle risiko er meget lavet, taget den ganske lave grad af resultatpåvirkning fra den i flere år ikke tilstedeværende finansielle risiko.

Rockwool har oplevet voldsom vækst i flere år, som nu er afløst af en nedtur og selvom de globale markeder allerede er faldet, er der fortsat en ret stor risiko ved Rockwool, jf. deres høje OG risiko.

6.0 VÆRDIANSÆTTELSE

Der er mange forskellige metoder til værdiansættelse af en virksomhed og der redegøres herunder for valg af modellerne DCF og RIDO, som er omtalt i indledningen, men inden det er muligt at bestemme værdien af Rockwool er det nødvendige at budgettere værdidriverne.

6.1 Budgettering

Grundlaget for budgettering af de finansielle værdidrivere, er den foregående omfattende beskrivelse og analyse af Rockwool koncernens ikke-finansielle værdidrivere og værdiansættelsen bærer derfor præg af en verdensøkonomi er på absolut laveste blus og en forventning til fremtiden, der tilsiger at tingene naturligvis bliver bedre igen, men det kommer til at tage tid. Rockwool står forholdsvis stærkt, når de gode tider kommer tilbage, men en markedsvækst på niveau med det boom vi har været vidne til de seneste 5 år, virker p.t. ikke som et nært forestående.

Der budgetteres over en 10 årig periode og en terminalperiode med konstant vækst. Budget perioden skal være tilpas lang til at virksomheden når frem til et naturligt "steady state", hvor væksten og indtjening er konstant. [VALUATION; side 234]

6.1.1 Salgets vækstrate

Væksten i omsætningen eller salgets vækstrate anvendes som navnet indikerer til at budgettere den fremtidige vækst i proforma opgørelsen for Rockwool.

Regnskabsanalysen viser en ganske pæn vækst i salget for Rockwool koncernen og et større tilbagefald i 2008 til ca. nulvækst. Rockwool forventer iflg. årsregnskabet selv et fald i omsætningen på 14 % i 2009, men dog med stor usikkerhed.

	2004	2005	2006	2007	2008
Salgets vækstrate	11,287%	9,637%	15,089%	20,554%	-1,497%

Det forekommer usandsynligt at 2009 for Rockwools vedkommende ikke bliver hårdt ramt af den økonomiske nedtur og de 14 % for 2009 budgetteres der også med her. Derefter vil omsætningen fra 2010 langsomt rette sig op, men det kommer ikke med et, da det forventeligt bliver en lang sej kamp at få aktiviteten i gang og Østeuropa med igen. Derfor sættes 2010 til en negativ vækst i omsætningen på 4 %, hvorefter omsætningen stiller og roligt forventes at arbejde sig op, med et lille boom i 2012 for hen mod terminalperioden at være på niveau med den generelle vækst i verdenssamfundet som historisk set vel befinder sig på 2-4 %. Den historisk høje vækst fra 2004 til 2007 vurderes ikke at gentage sig indenfor perioden, da verdensøkonomien forventes at skulle

komme sig ovenpå en bobl af den kaliber, men Rockwools vækst i terminalperioden sættes alligevel i den høje ende til 4 %, idet Rockwools muligheder i kraft af deres position på det Østeuropæiske og Nordamerikanske marked ser gunstige ud.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Salgets vækstrate	-14,00%	-4,00%	2,00%	7,00%	6,00%	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%

6.1.2 Overskudsgrad fra salg før skat

Budgetteringen af overskudsgraden fra salget før skat og skattesatsen er med til at beregne driftsoverskuddet fra salget i proforma opgørelsen.

Overskudsgraden har oplevet endnu større nedgang som følge af krisen, men set i det lidt længere perspektiv, er det stadig en ganske fornuftig overskudsgrad i 2008.

	2004	2005	2006	2007	2008
Overskudsgrad fra salg	4,938%	6,443%	10,720%	18,122%	9,131%

Rockwool har været gode til at skabe overskud med nogle pæne absolutte overskudsgrader de seneste år, men også relativt iflg. sammenligningen med udvalgte konkurrenter i afsnit 2,4.

Rockwool forventer selv, jf. årsrapporten et tilbagefald i resultatet for 2009 på 60 % hvilket naturligvis vil gå ud over overskudsgraden idet omsætningsfaldet ikke procentuelt er nær så stort.

Overskudsgraden fra salget ventes på baggrund heraf at falde til 3,75 % i 2009 og arbejde sig op derfra til et lidt højere niveau midt i analyseperioden, hvorefter overskudsgraden i terminalperioden sættes lidt lavere igen til 6 %.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Overskudsgrad fra salg	3,75%	4,00%	4,50%	6,00%	8,00%	7,50%	7,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

6.1.3 Effektiv skatteprocent

Den effektive skattesats afviger en smule fra selskabsskatten, som jo ellers i Danmark er på 25 %. Dette skyldes andre skattesatser og betalinger i udlandet og Rockwool oplevede en stor stigning i skatten for 2008, pga. væsentlig lavere aktivitet på de markeder med lav skat.

	2004	2005	2006	2007	2008
Effektiv skatteprocent	35,491%	34,000%	31,875%	25,723%	31,994%

Denne udvikling ventes at holde ved lidt endnu, hvorfor skatten de næste år budgetteres til samme niveau som 2008, for igen falde lidt tilbage midt i perioden og stabilisere sig lidt over den danske selskabsskatteprocent.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Effektiv skatteprocent	33,00%	31,00%	28,00%	26,00%	27,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%	29,00%

6.1.4 Andet driftsoverskud efter skat

Med budgettering af 'andet driftsoverskud efter skat', kan det samlede driftsoverskud i proforma opgørelsen beregnes. I praksis

	2004	2005	2006	2007	2008
Andet driftsoverskud efter skat	167,81	207,08	150,544	171,95	223,25

I analyseperioden har det øvrige driftsoverskud vist en nogenlunde stabil vækst. Tallet kommer fra 'andet driftsoverskud' i resultatopgørelsen som der ikke er yderligere oplysninger om, og det er ikke muligt andet end at budgettere på anden måde end at tro at når det historisk set har været stabilt, så er det det sandsynligvis også i fremtiden.

Andet driftsoverskud efter skat volder i praksis også analytikere problemer med budgetteringen, da det er svært at have et godt bud på posten i fremtiden, hvorfor driftsoverskuddet ofte budgetteres samlet i overskudsgraden, hvad man kan se når man læser diverse aktieanalyser. Men dvs. at 'andet' kommer med som en del af salget, hvilket jo regnskabsteknisk er forkert, men i praksis giver mest mening. [ROV; side 230]

Her budgetteres 'andet driftsoverskud efter skat' dog for sig selv efter de teoretiske forskrifter og fastsættes som gennemsnittet af de 5 år regnskabsanalysen er foretaget over. [ROV; side 236]

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Andet driftsoverskud efter skat	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13

6.1.5 Aktivernes omsætningshastighed

Budgetteringen af aktivernes omsætningshastighed AOH er nødvendig for at bestemme Rockwools nettodriftsaktiver i proforma opgørelsens balance. AOH hænger nøje sammen med anlægskapital og arbejdsdriftskapital idet summen af disses andel i forhold til omsætningen giver

den inverse værdi af AOH, dvs. $\frac{1}{AOH} = \frac{\text{anlægskapital}}{\text{omsætning}} + \frac{\text{arbejdskapital}}{\text{omsætning}}$. [ROV; side 193]

Aktivernes omsætningshastighed	2004	2005	2006	2007	2008
Anlægskapital	4256,30	4731,40	4959,30	6022,80	7312,00
Arbejdskapital	500,40	649,20	590,90	748,30	1229,00
Anlægskapital / omsætning	0,4610	0,4483	0,4200	0,3948	0,4867
Arbejdskapital / omsætning	0,0572	0,0573	0,0537	0,0481	0,0722
1 / AOH	0,5183	0,5056	0,4737	0,4430	0,5588
AOH	1,9294	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894

Aktivernes omsætningshastighed er af forholdsvis stor betydning for værdiansættelsen, men ganske vanskelig at budgettere, da det afhænger af investeringsaktiviteten som de kommende år er meget uvis.

Både anlægs- og arbejdskapital er karakteriseret ved at følge udviklingen i salget og specielt for arbejdskapitalen skulle den følge udviklingen i salget meget nøje, dvs. stiger salget med 1 % så stiger også arbejdskapitalen med 1 %. Anlægskapitalen knytter sig også til salget men på længere sigt og kan derfor ikke 100 % forventes at følge den kortsigtede udvikling i salget. [ROV; side 65]

	2004	2005	2006	2007	2008
Vækst i arbejdskapital	-8,402%	29,736%	-8,980%	26,637%	64,239%
Salgets vækstrate	11,287%	9,637%	15,089%	20,554%	-1,497%

Det ses heraf at sammenhængen mellem salgsvæksten og væksten i arbejdskapitalen ikke er så stor for Rockwools vedkommende i analyseperioden, hvorfor arbejdskapitalen ikke uden videre budgetteres ud fra salgsvæksten, men alligevel bliver det den mest forklarende variabel.

Det er væsentligt at overveje, at væksten i arbejdskapitalen for 2008 alt andet lige afspejler en del af væksten fra salget i 2007 og derfor kan de faktisk ikke sammenlignes isoleret set år for år. Men uanset om det betragtes med salget fra 2007 og væksten for 2008, er der ikke helt sammenhæng alligevel. Den meget voldsomme stigning i såvel anlægs- som arbejdskapital frem mod 2008 og specielt fra 2007 til 2008 vurderes at være for voldsom i forhold til budgetteringen og derfor budgetteres anlægs- og arbejdskapital på et niveau lignende 2007. Herefter budgetteres de to til at følge den gennemsnitlige udvikling i salget fra seneste og indeværende år.

Dette giver også et realistisk billede af AOH, der alt andet lige vil blive lavere endnu på den korte bane fordi Rockwool vil være nødsaget til at opretholde lagrene for at kunne leve op til korte leveringstider men ikke kan omsætte dem lige så hurtigt som tidligere og derudover kan de komme ud for pres fra kunderne om længere kredittider og omvendt risikerer at blive mødt med krav om kortere kredittider hos egne leverandører, hvilket alt sammen presser AOH. Mod slutningen af budgetperioden fører udviklingen i salget også AOH op på et niveau omkring gennemsnitsværdien på de 1,9.

Aktivernes omsætningshastighed	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Anlægskapital	6200,00	5642,00	5585,58	5836,93	6216,33	6558,23	6886,14	7196,02	7483,86	7783,21	6178,01
Arbejdskapital	750,00	682,50	675,68	706,08	751,98	793,33	833,00	870,49	905,31	941,52	775,18
Anlægskapital / omsætning	0,5734	0,5235	0,4866	0,4627	0,4606	0,4649	0,4660	0,4693	0,4704	0,4704	0,4706
Arbejdskapital / omsætning	0,0840	0,0633	0,0589	0,0560	0,0557	0,0562	0,0564	0,0568	0,0569	0,0569	0,0593
1 / AOH	0,6574	0,5868	0,5455	0,5186	0,5163	0,5211	0,5223	0,5261	0,5273	0,5273	0,5299
AOH	1,5211	1,7041	1,8333	1,9282	1,9369	1,9189	1,9145	1,9009	1,8964	1,8964	1,9011

6.1.6 Finansiell gearing

Finansiell gearing kan sammen med NDA, der kan beregnes vha. AOH, bruges til at budgettere netto finansielle forpligtelser.

	2004	2005	2006	2007	2008
Finansiell gearing - FGEAR	0,0970	0,0586	-0,0160	-0,1078	-0,0272

Som tidligere omtalt er den finansielle gearing i Rockwools tilfælde ikke noget der bliver anvendt voldsomt meget og som det ses har der været negativ gennemsnitlig gearing fra 2006 til 2008 og altså flere finansielle aktiver end passiver. Som tidligere nævnt skyldes dette gennemsnitsværdier i beregningerne, da gælden i 2008 er blevet større og har vendt fortegnet igen.

Budgetteringen tager udgangspunkt i at der nu igen er finansiell gearing – beregnet for 2008 isoleret set på 0,0724 hvilket stadig er et ganske lavt tal som dog de kommende år forventes at være uundgåeligt, men der må som tidligere diskuteret huskes på, at Rockwool koncernen ser ud til at have en meget konservativ tilgang til fremmedfinansiering, jf. regnskabsanalysen.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Finansiell gearing - FGEAR	0,0200	0,0500	0,0500	0,0300	0,0300	0,0000	-0,0100	-0,0200	-0,0100	-0,0100	0,0100

6.1.7 Minoritetsinteresser

6.1.7.1 Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet

	2004	2005	2006	2007	2008
Minoritetsinteressers andel af koncernresultat	-0,544%	3,881%	1,978%	4,463%	13,718%

Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet er steget i 2008 hvor det samlede resultat var dårligt, hvilket tages in mente i budgetteringen hvorfor andelen holdes lidt høj i 2009 og 2010, men ellers er det særdeles svært at budgettere, da størrelsen afhænger af dattervirksomhedens overskud og ikke moderselskabets andel, hvorfor det ikke kan overføres som en procent af omsætning, overskud e.l. Budgetteringen bliver derfor udelukkende baseret på de historiske tal.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Minoritetsinteressers andel af koncernresultat	13,000%	10,000%	8,000%	6,000%	3,000%	2,500%	2,500%	2,500%	2,500%	2,500%	2,500%

6.1.7.2 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresserne er ejerne af Rockwools fordring(er) i delvist ejede dattervirksomheder o.l. Her angives minoritetsinteresserne ifht. nettodriftsaktiverne

	2004	2005	2006	2007	2008
Minoritetsinteresser ifht. Nettodriftsaktiverne	-0,359%	0,637%	1,535%	1,291%	0,679%

I budgetteringen kan man i mangel på bedre budgetter minoritetsinteresser som en fast andel af NDA [ROV; side 232] og med udgangspunkt i historikken tages et gennemsnit og anvendes i proforma opgørelsens balance til beregning af minoritetsinteresserne.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Minoritetsinteresser ifht. Nettodriftsaktiverne	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%

6.1.8 Kapitalomkostninger

Under kapitalomkostninger budgetteres for det første lånerenten, fremmedkapitalomkostningen, men også fastlæggelse af driftsaktivitetens kapitalomkostninger WACC og kravet til forrentning af egenkapitalen, egenkapitalomkostningerne. Den risikofrie rente er sat lig renten på den 10 årrige toneangivende danske statsobligation den 30-04-2009, fondskode DK0009921942.

6.1.8.1 Lånerente efter skat

Efter budgettering af lånerenten efter skat, kan de finansielle omkostninger beregnes til balancen i proforma opgørelsen.

	2004	2005	2006	2007	2008
Lånerente i pct, r	13,377%	10,935%	-27,162%	2,106%	2,800%

Som kommenteret i regnskabsanalysen kan den historiske lånerente ikke rigtig bruges til budgettering af den fremtidige pga. forholdene omkring nettofinansielle aktiver – og i 2006 endda samtidig med netto finansielle omkostninger pga. gennemsnitsværdi beregningerne.

I stedet tages udgangspunkt i formelen [ROV; side 56] $r = (r_f + r_s)(1 - t)$ hvor den risikofrie rente tillægges et selskabsspecifikt risikotillæg og derefter fratrækkes skatten. Hverken risikofri rente eller selskabsspecifikt tillæg er statisk men aktuelt er den risikofrie rente 3,447 og det selskabsspecifikke tillæg fastsættes til 1,4 % for en virksomhed som Rockwool. Det selskabsspecifikke har de seneste år formentlig været lavere, men med den seneste tids fokus på marginer i bankerne budgetteres det til 1,4 %.

Som omtalt i den strategiske analyse forventes der på kort sigt faldende renter, mens de på den lidt længere bane igen forventes at stige igen, mens det selskabsspecifikke tillæg forventes at blive på nuværende i historisk perspektiv stadig lave niveau. Med Rockwools nuværende kapitalstruktur er lånerenten dog ikke så væsentlig.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Lånerente i pct efter skat, r	3,490%	3,100%	3,300%	3,500%	3,500%	3,800%	4,000%	4,000%	4,500%	4,500%	4,500%

6.1.8.2 Estimering af Beta værdi

Beta værdien er udtryk for den systematiske risiko ved at investere i Rockwool, dvs. den markeds specifikke risiko, som ikke kan bortdiversificeres. Beta kan beregnes ud fra de historiske afkast på Rockwools aktiekurs og OMXC20 indekset, som er et passende indeks at måle Rockwools risiko op imod. Den historiske beregning af Beta foretages ved lineær regressionsanalyse og viser en 5 års Beta på 0,975 og en 1 års Beta på 1,045.

Ulempen ved beregningen er at den foretages på historiske tal og beskriver en historisk samvariation mellem afkastene, men det er ikke nødvendigvis retvisende for fremtiden. At det ikke er retvisende ses bl.a. ved at 5 års beta værdien er under 1, dvs. investeringen i Rockwool iflg. denne beregning skulle være forbundet med mindre risiko en investering i OMXC20 indekset. Udover at være bestemt af forskellen mellem afkastene er beta værdien også påvirket af likviditeten i aktien og den generelle stemning omkring den.

På baggrund af beregningerne og en vurdering af, at der er lidt større risiko ved investering i Rockwool end investering i OMXC20 bestemmes beta manuelt til $\beta_{Rockwool} = 1,25$.

6.1.8.3 Afkastkrav på egenkapitalen

Afkastkravet til egenkapitalen skal afspejle det krav ejerne har til afkast ved en alternativ investering til samme risiko og beregnes ud fra den risikofrie rente, en risikopræmie og estimerede beta værdi.

Afkastkravet bestemmes ved følgende formel; $k_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$ [ROV; side 51] og

$$k_e = 3,447 + 1,25[8,197 - 3,447] = 9,385\%$$

6.1.8.4 Driftsaktivitetens kapitalomkostning – WACC

Hernæst kan driftsaktivitetens kapitalomkostning WACC beregnes. WACC benyttes i de indirekte værdiansættelsesmodeller som tilbagediskonteringsfaktor af hhv. cashflow og residualindkomst. Derudover kan WACC'en give en identifikation af, om afkastet på den investerede kapital, ROIC giver merværdi i forhold til driftsaktivitetens omkostninger, dvs. WACC og ROIC sammenlignes og når $ROIC > WACC$ skabes der via driften merværdi for aktionærerne.

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * k_{g(efter\ skat)} = \frac{7964}{8541} 9,385\% + \frac{577}{8541} 3,49\% = 8,99\%$$

Ulempen ved at anvende WACC er at den ikke er konstant, idet den vil ændre sig når forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital ændrer sig, men også er meget påvirket af beta værdien. I modeller og beregninger holdes WACC konstant. [ROV; kap. 9]

6.1.9 Konkurrencefordelsperioden

Som omtalt ovenfor skabes der værdi til ejerne, når ROIC overstiger WACC'en, hvad der har været tilfældet for Rockwool i analyseperioden hvor ROIC har været forholdsvis høj.

	2004	2005	2006	2007	2008
ROIC	10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%

I 2008 er ROIC faldet og sandsynligheden for at den overstiger WACC'en i de kommende år er jf. budgetterne ikke så stor, men efter nogle års genoprejsning, vil Rockwool have genetableret sin konkurrencefordel og bibeholde denne position helt ud i terminalperioden. Under værdiansættelsen med RIDO modellen herunder, vil det vise sig om ovenstående antagelse om konkurrencefordel holder stik.

6.2 Værdiansættelsen

Herefter kan selve værdiansættelsen påbegyndes med udgangspunkt i de budgetterede nøgletal og proforma regnskaberne fra foregående afsnit.

6.2.1 Modelvalg

Den første overvejelse omkring modelvalg går på valget mellem den direkte og den indirekte metode, hvor den indirekte metode her anvendes. Dette er den foretrukne metode blandt analytikere, da den fokuserer på driftsaktiviteten som eneste værdidriver. [ROV; 35] Det er for de fleste virksomheders vedkommende, herunder Rockwool, sådan at den værdiskabende aktivitet bør komme fra driften og derfor er det i Rockwools tilfælde den værdiskabende effekt fra salg af isoleringsprodukter og aktiviteterne i SystemsDivision, man ønsker at analysere, ikke en eventuel værdiskabelse fra deres finansielle transaktioner.

Af de indirekte modeller værdiansættes Rockwool i denne opgave med både Cash flow modellen og Residualindkomstmodellen. [ROV; side 33+34]

6.2.1.2 Tilbagediskontering

Begge modeller benytter WACC'en til at tilbagediskontere fremtidige pengestrømme og som supplement til beregningerne uddybes det her, at tilbagediskonteringen skal tage højde for problematikken om, at hele cashflowet for eksempelvis år 1 ikke først kommer på tidspunkt 1 men i løbet af år 1. Dette kan løses ved som afslutning på hele tilbagediskonteringen at anvende en "mid-year adjustment factor", jf. [VALUATION; side 364+365]. I beregninger her sker tilbagediskonteringen i stedet med halve, således at år 1 tilbagediskonteres med $\frac{1}{2}$, år 2

tilbagediskonteres med 1½, år 3 med 2½ osv. På denne måde tages der højde for problematikken og resultatet bliver det samme som ved anvendelse af en "mid-year adjustment factor" til sidst.

6.2.2 Cash flow modellen

I daglig tale kaldet DCF modellen, hvor DCF står for "Discounted Cash Flow" men i litteraturen FCFF modellen, som står for "Free Cash Flow to the Firm". $FCFF = DO_t - \Delta NDA_{t-1}$

Cash flow modellen tilbagediskonterer det frie cashflow til aktionærerne og giver værdien af virksomheden, som fratrullet nettofinansielle forpligtelser giver værdien af egenkapitalen, hvorefter Rockwools aktiekurs kan beregnes.

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

I princippet er modellen uafhængig af hvordan regnskabet opgøres, hvilket er en af årsagerne til at det er den model der er absolut mest anvendt i praksis.

En kritik af modellen er at terminalværdien, dvs. alt det der sker efter budgetperioden som i dette tilfælde er 10 år ude i fremtiden, vægter forholdsvist tungt i værdiansættelsen. I beregningerne af værdien for Rockwool ses det at terminalværdien udgør næsten halvdelen af den beregnede virksomhedsværdi og alt andet lige er det vanskeligt at spå om, hvad der sker om 10 år, hvilket giver en smule usikkerhed omkring modellen.

Eneste måde at komme denne problematik i forkøbet er et meget grundigt forarbejde med en fyldestgørende strategisk analyse som budgetterer virksomhedens fremtidige vækst og værdi.

VÆRDIANSÆTTELSE MED DCF MODELLEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Driftsoverskud i alt	1074,00	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
Ændring i NDA	1769,90	-1105,32	-665,68	-36,62	52,88	307,18	424,49	318,83	371,77	348,41	342,28	333,46
FCFF	-695,90	1585,47	1161,99	594,54	679,34	641,12	491,26	582,29	451,51	500,43	533,15	569,62
WACC		8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	
Diskonteringsfaktor		0,9579	0,8789	0,8064	0,7399	0,6789	0,6230	0,5716	0,5245	0,4812	0,4415	
Nutidsværdi af FCFF		1518,70	1021,28	479,46	502,67	435,28	306,03	332,83	236,80	240,81	235,41	
Nutidsværdi af FCFF for hele budgetperioden	5309											
Terminalværdi											11423,74	
Nutidsværdi af terminalværdi	5044											
Virksomhedsværdi	10353											
Bogført værdi af NFF	577											
Værdi af egenkapital	9776											
Værdi minoritetsinteresser	70											
Værdi af egenkapital ex. min	9706											
Antal aktier	21.974.923											
VÆRDI PR. AKTIE	441,68											

På baggrund af analysen og budgetteringen, fås en værdi pr. Rockwool B aktie på 428,57 kr. i forhold til en aktiekurs på 437,50 kr. den 30-04-2009. In mente at budgetteringen og beregningerne tager udgangspunkt i et scenarie, hvor udviklingen kommer til at gå forholdsvis langsomt den kommende tid, er aktiens værdi iflg. DCF modellen altså helt fair men omvendt er der heller ikke meget at løbe efter, før udviklingen ventes at vende.

6.2.3 Residual indkomst modellen

I daglig tale kaldet RIDO modellen, tager udgangspunkt i samme budgettering og data som DCF modellen, men beregner virksomhedsværdien ved tilbagediskontering af residual indkomsten, $RIDO_t = DO_t - (wacc \times NDA_{t-1})$, der tillagt værdien af nettodriftsaktiverne giver værdien af virksomheden og igen med fradrag af netto finansielle forpligtelser værdien af egenkapitalen.

$$V_0^E = NDA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO}{(1+wacc)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Modellen er ikke helt så anvendt i praksis som DCF modellen, men har nogle fordele, som er værd at fremhæve, idet den til stor forskel fra DCF modellen ikke medtager en lige så stor terminalværdi og derfor ikke er så påvirket af væksten i år 10 og fremefter. Derudover kan den være en fordel at anvende i virksomheder, hvor det er svært at forudsige det frie cashflow, eller hvor cashflowet er negativt. [ROV; side 49] Ulempen ved RIDO er på den anden side, at den ikke altid vil kunne tage højde for eventuel regnskabsmanipulation fra ledelsens side.

VÆRDIANSÆTTELSE MED RIDO MODELLEN												
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
DO	1074,00	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
NDA	8541,00	7435,68	6770,00	6733,38	6786,26	7093,44	7517,93	7836,77	8208,54	8556,95	8899,23	9232,69
ROIC		6,01%	6,99%	8,26%	10,83%	13,66%	12,53%	11,74%	10,26%	10,13%	10,03%	9,96%
RIDO		-287,37	-171,89	-50,45	127,14	338,47	278,32	225,54	119,04	111,20	106,48	103,37
WACC		8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	
Diskonteringsfaktor		0,9579	0,8789	0,8064	0,7399	0,6789	0,6230	0,5716	0,5245	0,4812	0,4415	
Nutidsværdi af RIDO		-275,27	-151,07	-40,68	94,08	229,80	173,38	128,91	62,43	53,51	47,01	
Nutidsværdi af RIDO for hele budgetperioden	322											
Terminalværdi											2073,14	
Nutidsværdi af Terminalværdi	915											
Virksomhedsværdi	9.778											
Bogført værdi af NFF	577											
Værdi af egenkapital	9.201											
Værdi minoritetsinteresser	66											
Værdi af egenkapital ex. min	9.135											
Antal aktier	21.974.923											
VÆRDI PR. AKTIE	415,70											

6.2.4 RIDO vs. DCF

Efter værdiansættelsesmodeller fås nu to forskellige værdier idet RIDO giver en aktiekurs på 415,70 mens DCF giver en aktiekurs på 441,68. Det er teoretisk forkert og må naturligvis skyldes en fejl i de anvendte regneark, der er benyttet til værdiansættelsen.

På grund af tidspres op mod aflevering af opgaven har det ikke været muligt at dykke tilpas langt ind bag resultaterne til at spore fejlen 100 %.

I forbindelse med følsomhedsberegningerne er det dog blevet klart, at fejlen formentlig relaterer sig til salget og AOH, som fører ned til driftsaktiverne og påvirker værdierne skævt. Ved ændring i de øvrige drivere er 'fejlen' eller differencen mellem de to værdier ens, men når der ændres med mere end et par procent på salgsvækst eller AOH bliver differencen større eller mindre afhængigt af i hvilken retning driverne ændres.

Desværre kommer det ikke tættere på endelig identifikation af fejlen og løsning herpå inden aflevering af opgaven!

6.3 Peer Group valuation

Som tillæg til de teoretiske værdiansættelsesmodeller vurderes Rockwools værdi afslutningsvist ved sammenligning af prismultiple for Rockwool og nærmeste konkurrenter. Det er en forholdsvis enkel og hurtig måde at vurdere prisen på aktien og anvendes derfor også ofte som dagligt redskab i ved vurdering af aktiekurser.

Nøgletallene kan beregnes ud fra tilgængeligt regnskabsmateriale og det er derfor også til at gå til for den enkelte analytiker eller privatinvestor, der ønsker at vurdere aktiens værdi.

Den mest almindeligt brugte er P/E værdien, der måler prisen på aktien i forhold til indtjening – og kan både beregnes bagudrettet – pris i forhold til seneste regnskab eller fremadrettet i forhold til opstillede proforma regnskaber. [VALUATION; kapitel 12]

Derudover anvendes P/B værdien, som sætter virksomhedens markedsværdi, prisen på aktien i forhold til den bogførte værdi af virksomheden og P/S der sætter prisen i forhold til salget.

Som den sidste multiple i denne analyse er medtaget virksomhedsværdien i forhold til EBITDA, som giver et indtryk af virksomhedens værdi, EV i forhold til periodens overskud til fordeling mellem långivere og ejere – EBITDA.

	Aktiekurs		P/E værdi		EV / EBITDA	
	EUR	P/E værdi	P/E værdi			
PEER GROUP VALUATION	30-04-2009	aktuel	EST. 1 Y	P/B - værdi	P/S - værdi	EST. 1 Y
Rockwool	58,725	9,752	25,000	1,286	0,293	6,620
Saint Gobain	27,425	7,593	11,427	0,943	0,307	6,050
Uralita	4,290	20,848	13,406	2,391	0,841	7,740
Kingspan	3,870	15,077	15,480	1,257	0,389	8,220
Gennemsnit		13,318	16,328	1,469	0,458	7,158
Building products						
Western Europe		13,15	13,69	1,94	0,72	7,55
OMXc20		12,28		1,44	0,86	13,02
Rockwool afvigelse fra gennemsnit		-3,566	8,672	-0,183	-0,165	-0,538
Rockwool afvigelse fra building prod.		-3,398	11,31	-0,654	-0,427	-0,93

kilder: Reuters og Bloomberg - opslag 3. maj 2009

Aktuelt er P/E værdien på Rockwool på et pænt niveau lidt under gennemsnittet, men den stiger voldsomt ved den forventede værdi på ét år og får Rockwool til at se meget dyr ud i forhold til den forventede indtjening i selskabet, hvilket betyder at man forventeligt kommer til at betale noget mere for en kroners overskud i Rockwool end i de øvrige selskaber. På de to øvrige aktuelle måltal P/B værdi og P/S ligger Rockwool også pænt i forhold til de øvrige, men er ikke billig!

Den estimerede virksomhedsværdi i forhold til EBITDA er for Rockwools vedkommende tæt på gennemsnittet – der er faktisk ikke nogen af de fire virksomheder der afviger markant, men branchen med building products har en noget lavere EV i forhold til det bredere C20 indeks. Det indikerer at branchen udnytter deres aktiver bedre.

6.4 Følsomhedsanalyse

Som den sidste del af værdiansættelsen laves en følsomhedsanalyse, hvor det bliver klarlagt hvor følsom aktiekursen på Rockwool er over for ændringer i nogle af de mest betydende værdidrivere og de værdidrivere der i budgetteringen har givet anledning til størst tvivl. [VALUATION; side 362] Her er udvalgt salgsvæksten, overskudsgraden, aktivernes omsætningshastighed og WACC'en, herunder beta.

		salgsvækst	salgsvækst	OG 2% op	OG 2% ned	AOH på	Beta = 1
	Base case	-10% år 1	-18% år 1	i terminal	i terminal	2x i 2009	=> WACC 7,88
				(8%)	(4%)	og 2010	
RIDO	415,70	426,72	404,69	511,00	319,79	425,00	517,07
DCF	441,68	428,49	456,36	537,60	345,77	549,00	544,75

Følsomhedsanalysen bliver desværre ikke helt retvisende idet regnearket gemmer på en fejl, der får RIDO og DCF til at give forskellig værdi og ved større ændringer af salgsvækst og AOH bliver fejlen 'større' forstået ved at differencen mellem DCF og RIDO værdien bliver større.

Salget og AOH har selvfølgelig noget at sige på værdien, men billedet bliver forstyrret af den store forskel i de to modeller.

Men det fremgår klart at hvis den generelle forventning om højere overskudsgrader kommer igen og Rockwool kan komme op på det niveau de har været hidtil, vil det være særdeles positivt for aktiekursen.

Derudover er det interessant at se hvor meget beta værdien spiller ind idet den blev beregnet til ca. 1 og på www.euroinvestor.dk er oplyst til 1,44 men blev sat til 1,25. Følsomhedsanalysen viser at en beta på de beregnede 1 giver en fair værdi på aktien der er ca. 100 kr. højere.

6.5 KONKLUSION PÅ VÆRDANSÆTTELSEN

Værdiansættelsen giver en aktiekurs omkring det aktuelle niveau, idet DCF modellen giver 441,68 kr. og RIDO modellen 415,70 kr. Efter den strategiske analyse og forventninger til fremtiden for Rockwool, anses det som en meget fair værdi og bekræfter således også multiple analysen i, at Rockwool aktien ikke er billig, men meget fair prissat lige for tiden.

Der er ikke de store drivere der gør, at man kan forvente en højere vækst eller overskudsgrad med positiv følge for fundamental værdien af aktien på nuværende tidspunkt.

Desværre har der som omtalt ikke været nok tid til at identificere fejlen, der giver forskellig værdi med hhv. RIDO og DCF modellen.

Alligevel er konklusionen på baggrund af analyserne og værdiansættelsen klar. Rockwools aktiekurs er fair prissat og der er iflg. fundamentalerne ikke det store at hente ved investering i Rockwool aktien p.t.

I tilfælde af uventede ændringer eller hurtigere genoprejsning af verdensøkonomien viser følsomhedsanalysen at der sagtens kan være mere at hente i Rockwool aktien. Således er stigninger i overskudsgraden såvel som fald i kapitalomkostninger af stor værdi for aktiekursen.

7.0 AKTIEANALYSE

Når man skal vurdere attraktiviteten af en aktie i forbindelse med investering kan én analyse ikke stå alene. Selvom de teoretiske værdiansættelser og fundamentalanalyser bygger på dybe strategiske analyser, budgettering af finansielle og ikke finansielle værdidrivere der sætter store krav til analytikere om ikke alene et bredt branche kendskab, men også en dyb indsigt i, hvad der sker inde i virksomheden, så er det i sidste ende bud og udbud der bestemmer prisen på aktierne.

Der er tidspunkter og konjunktur-cykler hvor aktierne 'arter sig' så de passer ind i modellerne og der er andre, hvor markederne kører den ene retning, selvom alle indikationer peger i den anden. Specielt i en krisetid som hele verden har oplevet de seneste par år, er det gang på gang blevet konstateret af analytikere, økonomer og andre der udtaler sig om aktiemarkederne, at det der sker, er dybt irrationelt og ikke har noget afsæt i fundamentalerne.

Den krise vi aktuelt befinder os i, blev udløst for ca. 2 år siden af et fremmedord de færreste kunne huske de havde hørt før, nemlig sub-prime lån til boliger i USA. Når der graves dybere, har flere i investerings- og finansieringsbranchen hørt om sub-prime lån før og også oplevet deres omfattende negative konsekvenser for de finansielle markeder, men da det første gang kom frem tilbage i 2007, var der så meget gang i hele verdensøkonomien at meget få satte foden i jorden og overvejede om fundamentalerne måske indenfor kort tid ville ændre sig, eller i hvert fald var der ingen der gjorde noget ved de overvejelser, de måske har haft.

Der er præcist sket det, at hele det økonomiske fundament er blevet chokket mere end nogen havde troet. Vi har været igennem en lang periode hvor hver dag er kommet med nye historier og faretruende indikationer og spekulationer om fremtiden og befinder os i den værste krise i nyere tid – om det så er enden på den eller blot en opbremsning vil ikke blive afdækket her.

Men i sådan en tid kan det ikke undgås at fundamentalerne bliver sat ud af spil for og det er i stedet følelser og likviditet på markederne, der har styret udviklingen uafhængigt af gode selskabsspecifikke nyheder, finansiell stabilitet eller andet der knytter sig til de fundamentale analyser.

7.1 Kombination af analyser

Fundamentalanalysen som netop i denne opgave blevet lavet fra ende til anden for Rockwool koncernen og giver i investeringssammenhæng et uundværligt indblik og indtryk af virksomheden. I forlængelse af dette placeres den kvantitative analyse, som også kort er berørt ved beregning af

enkelte prismultipler. En kvantitativ analyse bør omfatte en lang række nøgletal og prismultipler i forlængelse af de i afsnit 6,3 beregnede.

Kvantitativ analyse bør indeholde multipler som virksomhedsværdi i forhold til historisk og fremtidig indtjening både før og efter skat, det er virksomhedsværdi i forhold til salg og cashflow, P/E værdier, udbyttepolitik og kurs/indre værdi alt sammen for at belyse virksomhedens fundamentale styrke på egne nøgletal og relativt til konkurrenter eller branchen. Derudover betragtes de finansielle forpligtelser i forhold til aktiver, egenkapital o.l. for at afdække den finansielle styrke af selskabet og endelig noget om kvaliteten i nøgletallene og momentum heri, hvordan har de udviklet sig historisk og hvordan har aktiekursen udviklet sig i forhold hertil.

Opgaven her skal ikke omhandle kvantitativ analyse andet end at konkludere, at den er et meget velegnet supplement til fundamentalanalysen, hvor nogle af nøgletallene allerede er berørt.

Med en lang række nøgletal der siger noget om selskabets fundamentale og finansielle styrke samt momentum i virksomheden og en beregning af virksomhedens aktuelle fair værdi kombineret med nogle følsomhedsanalyser herpå, er man som investor allerede godt rustet i forhold til en eventuel investering. Men tilbage til ovenstående overvejelser omkring de ustabile og uforudsigelige markeder, specielt i krisetider. Her kan en analysemetode som teknisk analyse vise sig at være en fordel at anvende i kombination med ovenstående.

7.2 Fundamentalanalyse

Før Rockwool skal igennem den tekniske analyse, skal timings-værdien ved fundamentalanalyser her betragtes. Efter at have fulgt en aktie og tilhørende analyser i en periode, specielt som den vi netop har været igennem, kan man stå tilbage med et indtryk af, at fundamentalanalysen hele tiden halter bagefter. Det høje kursmål og købssignalet kommer først når kursen er steget og omvendt når den går den anden vej. Det kan ikke generaliseres og som før nævnt, er det afhængigt af markederne, hvordan fundamentalanalyserne fungerer, men følgende har også blot til formål at be- eller afkræfte at en fundamentalanalyse ikke kan stå alene. Rockwool er virksomheden der betragtes.

Der er 9 analytikere der p.t. iflg. Bloomberg følger Rockwool aktien og heraf har 7 sat kursmål, der i gennemsnit giver et 12 måneders kursmål på 302 kr. Alle har opdateret analysen og kursmålet i forbindelse med regnskabet den 13. marts 2009 og kun Handelsbanken har en positiv anbefaling på aktien, dog med et kursmål på 340, som aktien er langt forbi på nuværende tidspunkt. Men

dvs. at i forbindelse med regnskabsmeddelelsen den 13. marts var 8 ud af 9 analytikere ude og fastholde en ikke-positiv holdning til aktien.

Aktiekursen er steget fra kurs 290 den 13. marts til kurs 437,50 den 30. april, dvs. en stigning på ca. 50 %. Til analytikernes forsvar skal det her tages med i betragtningen, at alle aktier den seneste tid har været igennem en voldsom opadgående korrektion, som også Rockwool altså fik glæde af. Men kursen er nu et pænt stykke over 400 kr. og de fleste analytikere har et kursmål på under 300 kr. på 12 måneders sigt, dvs. kommer kursen ikke derved igen, kommer de til at halte bagefter med anbefalingerne og løbe efter aktiekursen med kursmålene, hvor den optimale situation er at aktiekursen løber efter kursmålene.

De fleste analytikere har først opstartet dækning af aktien efter den toppede i august 2007, mens Jyske Bank, Nordea og SEB nåede at starte op inden. Herunder indsættes udviklingen i Rockwools aktiekurs, hvor også analytikernes anbefalinger fremgår af grafen. "H" står for "Hold" og "S" for sælg og det er udviklingen i aktiekursen fra april 2007 til 30. april 2009 der er skitseret i figurene.

Jyske Bank har haft en salgsanbefaling siden opstart af dækning på aktien og den er også siden faldet en del. Men som det fremgår af grafen steg den også 25 % fra første salgsanbefaling til toppen og er nu steget 50 % fra bunden, stadig med en salgsanbefaling. Jyske Bank anvender udelukkende fundamentalanalyse til aktieanbefalingerne.



Handelsbanken lagde ud med et købssignal og satte aktien på salg da den var tæt på toppen.

Desværre fik de købt den igen for tidligt, da den var omkring kurs 800-1000 og har haft en "hold" anbefaling på aktien siden.

Nordea lagde også ud med en "hold" anbefaling og har fået købt og solgt på nogle forholdsvist fornuftige tidspunkter.



Nordea anvender teknisk analyse i kombination med fundamentalanalyse, når de laver aktieanbefalinger og har 'ramt' nogle købs og salgsniveauer et par gange i løbet af de seneste års rutsjetur for Rockwool aktien.

Det generelle billede er dog fortsat at kursmålene halter lidt bagefter, hvilket illustreres med nedenstående plot af hhv. Jyske Bank og Nordeas kursmål og ændring i anbefalingerne.

JYSKE BANK				NORDEA			
	Pris	Kursmål	Anbefaling		Pris	Kursmål	Anbefaling
22-05-2007	1591	1100	sælg	24-08-2006	783	913	køb
23-08-2007	1769	1250	sælg	02-01-2007	902	1239	sælg
30-01-2008	899	950	sælg	30-07-2007	1730	1773	hold
27-02-2008	874	940	sælg	21-09-2007	1923	1835	hold
05-03-2008	834	875	sælg	24-10-2007	1660	1605	sælg
18-03-2008	754	770	sælg	21-11-2007	1247	1239	sælg
23-05-2008	828	800	sælg	07-03-2008	836	1239	hold
25-08-2008	638	620	sælg	13-03-2008	775	814	hold
21-07-2008	583	600	sælg	23-05-2008	828	807	sælg
30-07-2008	559	570	sælg	22-09-2008	446,5	398	sælg
01-09-2008	461,5	510	sælg	21-11-2008	255	274	hold
09-09-2008	465	500	sælg	23-02-2009	304	262	sælg
16-09-2008	440	470	sælg	13-03-2009	290	268	sælg
30-09-2008	445	425	sælg				
21-11-2008	255	260	sælg				
23-12-2008	308	260	sælg				
13-03-2009	290	260	sælg				
06-04-2009	400	260	sælg				

Selvom Nordea rammer med lidt flere anbefalinger, er det generelle billede fortsat at kursen kommer først og så justeres kursmålet efterfølgende.

7.2.1 Konklusion på fundamentalanalyse

Ovenstående har ikke til formål at underkende anvendeligheden af fundamentalanalysen, tværtimod kan det ikke understreges nok, at fundamentalanalysen er udgangspunktet og forudsætningen for at overveje en større investering i et givent selskab som f.eks. Rockwool.

Der er også lavet empiriske analyser der bekræfter, at det er fundamentaler, der driver aktiemarkederne på den lange bane. [VALUATION; kapitel 4 (side 71)]. Det vil sige at det på den lange bane er afkast på egenkapital, vækst og cashflow der i det lange løb driver værdierne.

Men med udgangspunkt i gennemgangen ovenfor, ses det også at det ikke altid er velfungerende og derfor kan være godt at kombinere med andre analyse metoder.

7.3 Teknisk analyse

Teknisk analyse er en analyse model til at vurdere forskellige aktiver, herunder aktier, men også f.eks. råvarer og valuta, hvor det er meget anvendt. I teknisk analyse analyserer man på statistiske data, baseret på markedsaktivitet, historiske priser og volumen. Teknisk analyse er mest udbredt i USA, men er de senere år også begyndt at vinde ind på det europæiske analysemarked.

Som med alt andet så virker teknisk analyse bedst, når der er mange der bruger det, hvilket tydeligt ses på valuta- og råvaremarkederne hvor langt de fleste kortsigtede bevægelser bestemmes af teknisk analyse.

Strategien i teknisk analyse er en form for trendstrategi og kan således heller ikke forudsige udsving på markederne, men give identifikationer af modstandsniveauer, støtteniveauer o.l. Den model der her præsenteres til at analysere Rockwool, er baseret på den 50 og 200 dages glidende gennemsnit og det såkaldte RSI indeks.

7.3.1 RSI – Relative Strength Index

RSI måler et aktivs stigninger i forhold til fald indenfor en bestemt periode, hvor der i følgende anvendes 9 dages RSI. Værdien er indekseret og svinger mellem 0 og 100 og niveauet af denne er et udtryk for styrken i aktiens bevægelsesretning. Det vil sige at såfremt aktien bryder over værdien 60, er aktien i en op-trend og bryder indekset under værdien 40, er aktien i en ned-trend.

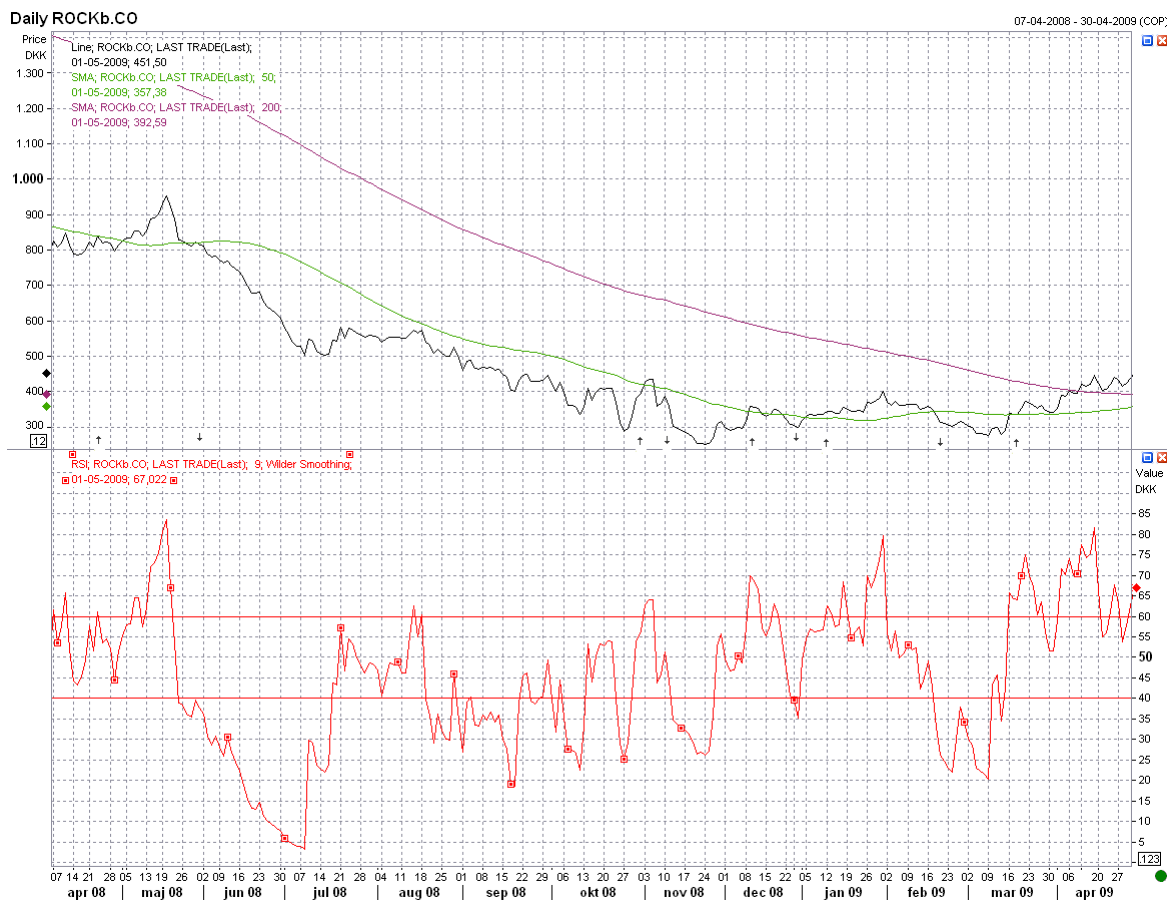
7.3.2 Glidende gennemsnit

Sammen med udviklingen over aktiekursen for Rockwool indsættes hhv. 50 dages og 200 dages glidende gennemsnit. Disse er afgørende for om et signal fra RSI'en skal bruges til at købe og er aktiekursen over det 50 dages glidende gennemsnit, og krydser en RSI på 60, er det et købssignal, mens salgssignalet aktiveres idet aktien er under det 50 dages glidende gennemsnit og RSI kommer under 40.

Det 200 dages glidende gennemsnit bruges som støtte- og modstandsniveau, da det vil være et stærkt signal at aktien krydser i opadgående retning og bliver over i nogle dage, mens det også er stort modstandsniveau i nedadgående retning og et naturligt niveau for aktiekursen at 'hvile' lidt inden den bryder igennem nedad eller kører op igen.

7.3.3 Teknisk analyse på Rockwool B

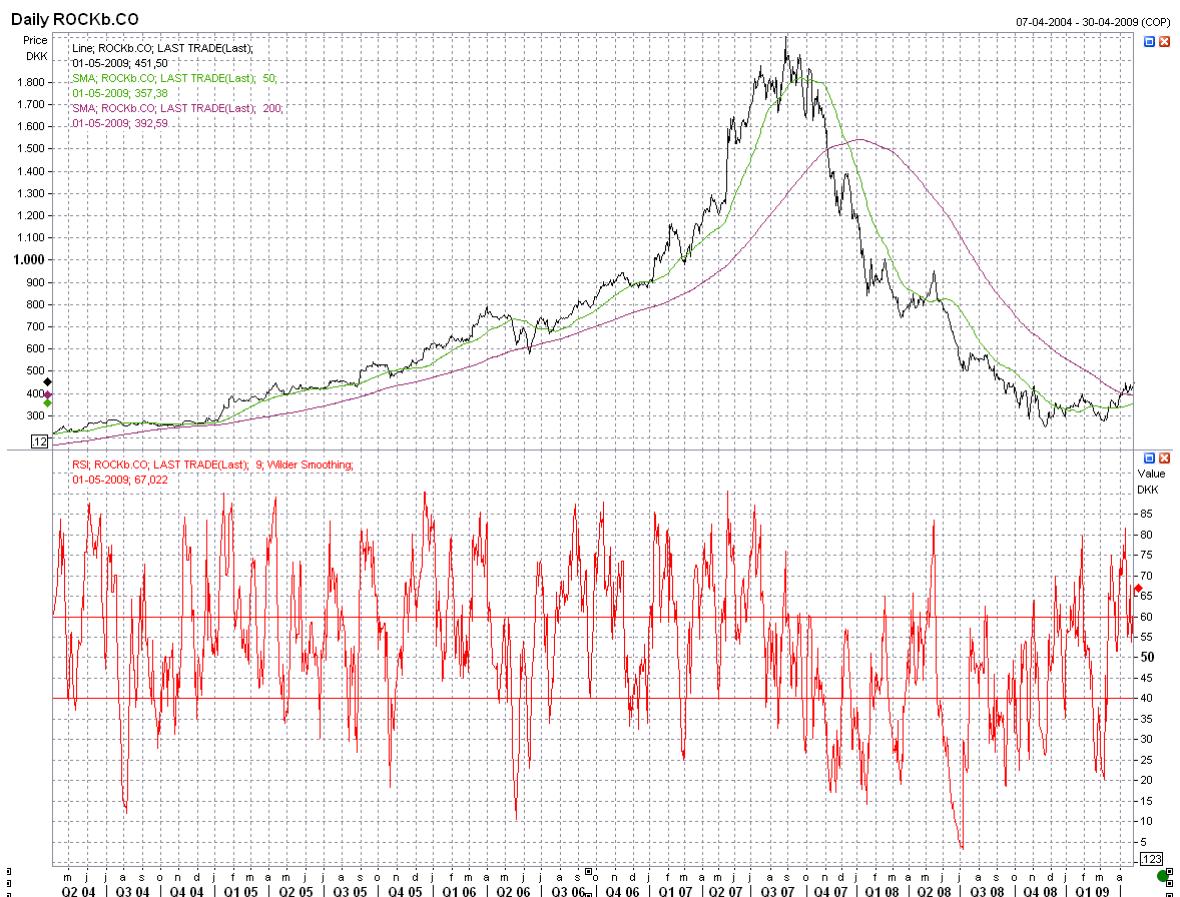
Her indsat graf på Rockwool B det seneste år med glidende gennemsnit og RSI'en nederst. Købs og salgssignalerne genereret fra ovenstående strategi er illustreret med små pile i op- og nedgående retning – op hvis køb og ned hvis sælg.



Denne strategi havde givet nogle handler undervejs det seneste år – 9 stk. men har også ramt udviklingen rigtig godt og ville langt have tjent omkostningerne ved at handle ind igen.

Hvis det stod til den tekniske analyse, ville investor være indehaver af aktien på nuværende tidspunkt idet der er udløst købs signal umiddelbart efter regnskabsaflæggelsen og nu er kursen endda gået gennem 200 dages glidende gennemsnit og holdt sig over – både på RSI og glidende gennemsnit, hvilket er meget stærke signaler. Dog skal man også være opmærksom på, at jo højere RSI'en kommer, des større risiko er der for, at aktien er overkøbt og derfor vil falde igen.

I tillæg hertil indsættes samme analyse bare set 5 år tilbage – svarende til analyse perioden for den strategiske analyse og dækkende over den markante optur i Rockwools aktiekurs frem mod august 2007.



Heraf er det meget interessant at se, at helt i starten af perioden genereres købs signaler med små forstyrrelser undervejs, som måske kan have gjort at der var blevet solgt for at købe kort tid efter igen, men i det store hele have fået stort set hele opturen med – og endnu bedre at får solgt og være blevet ude, jf. aktiekursens brud med 50 dages glidende gennemsnit og RSI under 40 ved

en aktiekurs omkring 17-1800.. Ved at zoome ind på toppen i 2007 via Reuters fremkommer salgssignalet ved en kurs på 1774 kr. som godt nok er ca. 15 % fra toppen, men stadig udmærket i forhold til den efterfølgende udvikling.

7.3.4 Konklusion på teknisk analyse

Den tekniske analyse rummer nogle muligheder, som ikke er tilgængelig i den gængse fundamental analyser og heller ikke ved en kvantitativ analyse, da den kan give klare købs og salgs signaler, man kan agere og handle efter.

En handelsstrategi efter den tekniske analyse havde givet økonomisk gevinst, såfremt man havde fulgt denne i forbindelse med køb og salg af Rockwool aktien.

Dog er teknisk analyse udelukkende baseret på statistik, historik og en slags 'stemningsindikator', hvorfor den om nogen ikke bør stå alene. Der kan sagtens komme købssignaler via den tekniske analyse på dårlige selskaber, der ikke er rustet til at klare fremtidens udfordringer, og det skal man om ikke andet have for øje, hvis teknisk analyse anvendes ved køb og salg af aktier.

7.4 Konklusion på aktieanalyse

Der skal ikke herske tvivl om, at fundamentalanalysen vurderes at være den mest grundlæggende, uddybende og vidt strækkende form for aktieanalyse og ved hjælp af denne får investor skabt et rigtig godt billede af den virksomhed, der overvejes at investere i.

Fundamentalanalysen synes dog i forbindelse med aktieanalyser og prognoser for udvikling i aktiekurser at have en stor ulempe ved hele tiden at halte bagefter udviklingen – både i opadgående og nedadgående retning. Det skal til dette bemærkes at en undersøgelse af én enkelt aktie og dertilhørende analyse performance ikke er tilstrækkeligt til at generalisere til det brede aktiemarked, men baseret på en fornemmelse fra praksis, synes dette at være tilfældet.

På den anden side har argumenterne og de empiriske undersøgelser for at markedernes udvikling på lang sigt altid kan forklares i de fundamentale forhold[VALUATION; kapitel 4] naturligvis ret – i den sidste ende er det bare en spørgsmål om tid, hvis fundamentalerne i virksomheden er i orden. Ofte er det bare sådan i praksis, at tid ikke er det investorerne har mest af.

Derfor konkluderes på denne gennemgang af aktieanalysen, at fundamentalanalysen bør gå forud for enhver investeringsbeslutning, men i mange tilfælde kan nyde gavn af at kombinere med andre analyser, som eksempelvis teknisk analyse.

I Rockwools tilfælde havde det givet bonus idet fundamentalanalyserne har konkluderet at Rockwool er en stærk og spændende virksomhed at investere i og den tekniske analyse har kunnet time købs- og salgstidspunkterne.

8.0 SAMLET KONKLUSION

Rockwool er en virksomhed med lange traditioner og en dansk industrihistorie i sig selv fra en grusgrav på Omø til at være verdens største stenuldsproducent og verdens næststørste producent af mineraluld i det hele taget.

Familien Kähler har siden opstarten stået bag virksomheden og sidder stadig tungt på såvel bestyrelsesposter, i direktionen og som medlemmer af Rockwool fonden, der ejer 31 % af stemmerne mens øvrige 26 % af stemmerne ligger hos 3 medlemmer af Kähler familien. Ejerstrukturen kan potentielt give anledning til principal agent problemer med ejere, bestyrelse og ledelse blandet sammen på den måde.

Kerneforretningen i Rockwool koncernen er isoleringsforretningen, der står for 85 % af omsætningen, men under isoleringsforretningen har Rockwool også specialiseret sig i almindelig bygningsisolering, industriel & teknisk isolering samt isolering til marine & offshore. Derudover har de BuildDesk gruppen der udbyder rådgivning og IT løsninger samt Systems Division med 5 niche områder, der de senere år har oplevet pæn vækst, mens aktivitetsniveauet i den øvrige forretning er faldet.

Økonomisk står Rockwool stærkt med en meget lav gearing og en høj soliditet, hvilket er en stor fordel i et marked med lav vækst. Virksomheden har styrken til at klare sig igennem en krise og måske endda udnytte den til at lave gode køb e.l. såfremt chancen byder sig.

I forhold til konkurrenterne er Rockwool én af de store, men flere af de øvrige konkurrenter har flere forretningsområder end Rockwool. Bl.a. isoleringsgiganten Isover ejet af franske Saint Gobain, som har integrerede entreprenørselskaber til at aftage egne produkter. På nøgletalsfronten gør Rockwool det rigtig godt i forhold til konkurrenterne.

Branchen i det hele taget nyder godt af den politiske fokus på klimaproblemer mv. og Rockwool gør meget for at også selv at gøre opmærksom på fordelene ved isolering i relation til energieffektivitet. Dog vil en markant forskel i forhold til gældende reglementer være, hvis der kommer skrappe isoleringsstandarder til bestående bygninger, da disse udgør 99 % af

bygningerne i verden. Rockwool er meget præget af den økonomiske afmatning ligesom de også har nydt godt af byggeboommet de seneste år. Specielt gør det ondt på bundlinjen at Østeuropa er gået ned i gear og det er et marked der skal satses hårdt på at få i gang igen hurtigst muligt.

Konkurrenceintensiteten er forholdsvis høj, men Rockwool står stærkt i kraft af såvel markedsandele, lange erfaring i branchen og opbyggede know how samt stærke finansielle position. På det interne plan er Rockwool koncernen rigtig godt med og har fokus på medarbejder udvikling og tilfredshed og er meget bevidste om, at medarbejderne er én af deres absolut vigtigste ressourcer.

Historisk har Rockwool klaret sig rigtig flot og været gode til at udnytte de gunstige markedsvilkår med høje overskudsgrader og forrentning af kapital til følge og ikke mindst store stigninger på aktiekursen. Rockwool har stort set ingen gearing og har et fremtidspotentiale for at skabe merværdi her, hvis de igen kan opnå en forrentning der overstiger kapitalomkostningerne, men det har hidtil ikke været deres ønske at have fremmedkapital inde over driften.

På det strategiske og regnskabsmæssige plan, er Rockwool en meget interessant virksomhed og fremtidsperspektivet er rigtig positivt. Rockwool står stærkt og når der kommer gang i hjulene igen, er det overbevisningen, at de vil være hurtige til at komme med og igen skabe gode forretninger og forrentning til aktionærerne.

Med udgangspunkt i den aktuelle økonomiske situation og ikke så positive udsigter for nærmeste fremtid er værdiansættelsen foretaget og den kommer frem til at aktiekursen på Rockwools B aktie faktisk er fair prissat for tiden. Med lukkekursen på 437,50 den 30. April og en fair value efter DCF modellen på 441,68 er det meget tæt på hinanden, hvorfor konklusionen bliver, at der aktuelt ikke er det store potentiale i aktiekursen, når den vurderes med udgangspunkt i en fundamentalanalyse og det er nogenlunde samme billede der fremkommer ved den relative prismultiple analyse.

Slutteligt er der lavet en teknisk analyse på aktien, der efter regnskabsfremlæggelse kom med et købssignal. Havde man fulgt dette, havde det være positivt for afkastet. Konklusionen på sidste afsnit omkring aktieanalyse er, at ingen analyse bør stå alene og det kan være en rigtig god idé som investor at søge alternative analyser, når man står for at skulle vurdere om en investering er attraktiv eller ej.

Fundamentalanalysen er det grundlæggende element og på lang sigt følger kapitalmarkederne fundamentalerne, men der er forskel på at analysere og værdiansættelse selskaber regnskabsmæssigt og værdiansætte selskaber med henblik på investering, hvorfor flere analyser tilgange kan være en fordel.

Rockwool er en interessant virksomhed, som det er værd at holde øje med i fremtiden – både teknisk og fundamentalt.

9.0 LITTERATURLISTE

Bøger, artikler o.l.

[SIV]

"Strategi i vindervirksomheder", Jørgen Lægaard og Mikael Vest, Jyllands Postens Forlag, 3. udgave.

[ROV]

"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Jens O. Elling og Ole Sørensen, Gjellerup/Gads forlag, 2. udgave, 2. oplag, 2005.

[VALUATION]

"Valuation – university edition – Measuring and managing the value of companies", Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels, McKinsey & Company, 4. udgave, 2005.

[AKTINV]

"Aktieinvestering – Teori og praktisk anvendelse", Michael Christensen & Frank Pedersen, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. Udgave, 1. Oplag, 2003

[Nørby]

"Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark, anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark", 1. udgave, 1. oplæg, Lars Nørby Johansen, Jørgen Lindegaard, Waldemar Schmidt og Mads Øvlisen

http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/10/10531_N_rby-udvalgets_rapport_fra_2001.pdf

[Rumelt; 1991]

"How much does industry matter", Strategic Management Journal, v12, pp. 167-185,
R. Rumelt, 1991 ("Strategi i vindervirksomheder" [SIV], side 139)

[Porter; 1997]

"How much does industry matter", Strategic Management Journal, v18, pp. 15-30,
A. McGahan & M. Porter, 1997,

[Ansoff; 1968]

"Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion,
I. Ansoff, Penguin Books, 1968 ("Strategi i vindervirksomheder" [SIV] s. 200)

Hjemmesider

[Cordua; 2007]

Erhvervsbloggen, "Stenrig på stenuld", 12/4-2007

<http://erhvervsbloggen.blogspot.com/2007/04/tom-khler-stenrig-p-stenuld.html>

[Jakobsen; 2007]

Erhvervsbladet.dk, "Rockwool en lyddød familie", 26/10-2007

<http://www.erhvervsbladet.dk/article/20071026/news02/110260225/>

[The history]

Rockwools hjemmeside, "The history of the Rockwool Group"

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

[Prospectus]

Rockwools hjemmeside, Børsprospekt 1996, "The Rockwool Group, p. 13+14"

http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Publications/Prospectus/Prospectus_96_EN.pdf

[rapport om brandisolering]

<http://www.kts.dk/pics/filer/pdfbrandisoleringietageadskillelseritraehuseover2etager.pdf>

[Corporate Governance]

Rockwools hjemmeside, Investor, Corporate governance

<http://www.rockwool.com/investor/corporate+governance>

[Rockwool; 08-01-2009, slide 3]

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

[Rockwool; 13-01-2009, slide 8+9]

http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Presentations/2009/20090113_SEB-inhouse.pdf

[personalepolitik]

Rockwools hjemmeside, Arbejdsplads, Personalepolitik

<http://www.rockwool.dk/jobs/arbejdsplads/personalepolitik>

[mission]

Rockwools hjemmeside, Arbejdsplads, Mission

<http://www.rockwool.dk/jobs/arbejdsplads/mission>

[værdier]

Rockwools hjemmeside, Arbejdsplads, Værdier

<http://www.rockwool.dk/jobs/arbejdsplads/v%c3%a6rdier>

[Jyske Bank; Soft & Hards April 2009]

http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=245752&src=softshards.pdf

[World Economic Outlook April 2009; IMF]

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/text.pdf>

[børsen, USA tillid; 28-04-2009]

<http://borsen.dk/okonomi/nyhed/156360/>

[rente; Jyske Bank]

http://www.jyskebank.dk/_jb/commoninc/bin.asp?id=71922&src=renteprognose.pdf

Øvrige hjemmesider:

<http://www.rockwool.dk/>

<http://www.rockwool.com/>

<http://www.kingspan.com/>

<http://www.saint-gobain.com/>

<http://www.isover.com/>

<http://www.isover.dk/>

<http://www.uralita.com/>

BILAG

Samtlige bilag er en del af det medindleverede Excel regneark, hvorfor der henvises dertil, idet man også her kan se hvad der ligger bag formler mv.

BILAG 1

OFFICIEL EGENKAPITALOPGØRELSE

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	-136,4	56,3	107,3	5,3	25,1	-590
Valutakursregulering af udenlandske associerede virksomheder	-5,7	0	0	0	0	0
Regulering af finansielle instrumenter				9,8	6,4	26
Skat af egenkapitalbevægelser	0	0	25,6	-25,6	-2,4	0
Årets resultat	267,5	403	602,7	969	2059,7	1080
Totalindkomst	125,4	459,3	735,6	958,5	2088,8	516
Handel med egne kapitalandele	0	-14,5	-31,7	26,9	-149,6	-72
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Betalt udbytte til aktionærer	-71,1	-70,9	-135,7	-103,7	-208,5	-313
Indfrielse af minoritetsandele	-43,1	-14,3	0	0	0	0
Tilgang/afgang af minoritetsinteresser	0	0	2,1	68,4	0	20
Egenkapital pr. 31. december	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964

REFORMULERET EGENKAPITALOPGØRELSE

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital saldo pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Transaktioner med ejerne						
Betalt udbytte til aktionærer	-71,1	-70,9	-135,7	-103,7	-208,5	-313
Handel med egne kapitalandele	0	-14,5	-31,7	26,9	-149,6	-72
I alt - transaktioner med ejerne	-71,1	-85,4	-167,4	-76,8	-358,1	-385
Totalindkomst						
Årets resultat	251,8	405,5	574,3	950	1966,2	1004
Valutakursregulering vedrørende udenlandske tilknyttede og associerede virksomheder	-132,3	56,6	103,5	7,5	31,2	-552
Regulering af finansielle instrumenter	0	0	0	9,8	6,4	26
Skat af egenkapitalbevægelser	0	0	25,6	-25,6	-2,4	0
I alt - totalindkomst	119,5	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Egenkapital saldo pr. 31.12 (excl./før minoritetsinteresser)	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
Minoritetsinteresser						
Indfrielse af minoritetsandele	-43,1	-14,3	0	0	0	0
Tilgang/afgang af minoritetsinteresser	0	0	2,1	68,4	0	20
Valutakursregulering minoritetsinteresser	-9,8	-0,3	3,8	-2,2	-6,1	-38
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	15,7	-2,5	28,4	19	93,5	76
I alt - minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital saldo pr. 31.12 (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Afvigelse	0	0	0	0	0	0

BILAG 2

OFFICIEL BALANCE - AKTIVER

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ANLÆGSAKTIVER						
Koncerngoodwill	78	56,9	59,2	45,1	45,2	44
Software				61,5	92,5	126
Andre immaterielle anlægsaktiver	8,3	29,3	45,2	3,1	46,2	153
Imaterielle anlægsaktiver	86,3	86,2	104,4	109,7	183,9	323
Grunde og bygninger	1401,2	1425,3	1509	1721,3	2115,7	2487
Tekniske anlæg og maskiner	2383	2291,2	2266,2	2609,4	2783,1	3315
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	153	157,6	148	110,8	135	147
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	151,1	296	703,8	408,1	805,1	1040
Materielle anlægsaktiver	4088,3	4170,1	4627	4849,6	5838,9	6989
Aktier i associerede virksomheder	133,6	149,5	166,5	184,5	168,2	173
Deposita og langfristede tilgodehavender	0	0	0	0	3	22
Udskudte skatteaktiver	30,7	74,9	289,8	146,8	234	248
Finansielle anlægsaktiver	164,3	224,4	456,3	331,3	405,2	443
ANLÆGSAKTIVER I ALT	4338,9	4480,7	5187,7	5290,6	6428	7755
OMSÆTNINGSAKTIVER						
Råvarer og hjælpematerialer	337,5	426,4	413,4	436,2	660,7	881
Varer under fremstilling	7,6	7,5	7	21	30,1	40
Fremstillede varer og handelsvarer	294	348,8	323,5	311,9	576,1	402
Varebeholdninger	639,1	782,7	743,9	769,1	1266,9	1323
Tilgodehavender fra salg	1119,8	1140,8	1280	1436,7	1499,1	1471
Tilgodehavender hos dattervirksomheder og associerede virksomheder	7,5	0	0	0	13,2	11
Andre tilgodehavender	178,9	177	311,3	320,8	366	400
Aktier (andre tilgodehavender)	0,2	0,3	0,3	0,3	0	0
Periodeafgrænsningsposter	56,1	37,6	75,9	68,1	63,5	63
Selskabsskat	0	0	0	0	0	176
Tilgodehavender	1362,5	1355,7	1667,5	1825,9	1941,8	2121
Obligationer	5,8	1,9	0	0	0	0
Likvide beholdninger	438,7	485	402,1	725,3	1256,9	444
OMSÆTNINGSAKTIVER I ALT	2446,1	2625,3	2813,5	3320,3	4465,6	3888
AKTIVER I ALT	6785	7106	8001,2	8610,9	10893,6	11643

OFFICIEL BALANCE - PASSIVER

Aktiekapital	219,7	219,7	219,7	219,7	219,7	220
Overkurs ved emmision	11,3	0	0	0	0	0
Valutakursreguleringer	0	0	0	-5,8	25,4	-527
Foreslået udbytte for regnskabsåret	71,1	86	103,4	207,9	311,9	207
Overført resultat	3788,6	4165	4736,7	5510,8	7031,7	7818
Minoritetsinteresser	47,5	30,4	15,4	100,6	188	246
EGENKAPITAL	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Udskudt skat	168,9	223,6	434	396,3	459,6	491
Pensionsforpligtelser	131,3	121,5	127,6	144,5	150,8	154
Andre hensatte forpligtelser	30,2	161,9	227,1	156,5	324,8	177
Banklån	581,6	384,7	366,8	77,9	41,5	804
Langfristede forpligtelser	912	891,7	1155,5	775,2	976,7	1626
Langfristet gæld der forfalder inden for 1 år	176,3	212,2	161,9	13,9	1,5	4
Bankgæld	187,3	54,6	78,8	35,5	69,3	76
Leverandører af varer og tjenesteydelser	639,2	744,2	804,9	873,5	1047,3	967
Gæld til datter/associerede virksomheder	0	0	6,7	0	0	0
Selskabsskat	27,4	79,8	68,5	132,8	163,9	0
Andre hensatte forpligtelser				25,5	51	125
Anden gæld	704,6	622,4	649,7	721,3	807,2	881
Kortfristede forpligtelser	1734,8	1713,2	1770,5	1802,5	2140,2	2053
FORPLIGTELSE I ALT	2646,8	2604,9	2926	2577,7	3116,9	3679
PASSIVER I ALT	6785	7106	8001,2	8610,9	10893,6	11643

REFORMULERET BALANCE

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Driftsaktiver						
Koncerngoodwill	78	56,9	59,2	45,1	45,2	44
Andre immaterielle anlægsaktiver	8,3	29,3	45,2	64,6	138,7	279
Grunde og bygninger	1401,2	1425,3	1509	1721,3	2115,7	2487
Tekniske anlæg og maskiner	2383	2291,2	2266,2	2609,4	2783,1	3315
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	153	157,6	148	110,8	135	147
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	151,1	296	703,8	408,1	805,1	1040
Aktier i associerede virksomheder	133,6	149,5	166,5	184,5	168,2	173
Deposita og langfristede tilgodehavender	0	0	0	0	3	22
Udskudte skatteaktiver	30,7	74,9	289,8	146,8	234	248

BILAG 3

OFFICIEL RESULTATOPGØRELSE

DKK MIO	2004	2005	2006	2007	2008
Nettoomsætning	9143,2	10024,3	11536,9	13908,2	13700
Andre driftsindtægter	214,3	239	167,7	185,4	251
Driftsindtægter	9357,5	10263,3	11704,6	14093,6	13951
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	2973,6	3349,5	3731,2	4036	4766
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	1724,9	1870,4	1931,9	2206,3	2260
Øvrige eksterne omkostninger	933,9	1003,7	1188,6	1505,5	1380
Personaleomkostninger	2407,3	2539,7	2731	2954,7	3172
Afskrivninger og nedskrivninger	652	615,1	717,4	685,3	871
Driftsomkostninger	8691,7	9378,4	10300,1	11387,8	12449
Resultat af primær drift	665,8	884,9	1404,5	2705,8	1502
Resultat fra dattervirksomheder	0	0	0	0	0
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	17,8	35	29,8	32,9	35
Finansielle indtægter	66,9	128,3	152,8	144	222
Finansielle omkostninger	147	170,9	186,3	123,1	214
Resultat før skat	603,5	877,3	1400,8	2759,6	1545
Skat af årets resultat	200,5	274,6	431,8	699,9	465
ÅRETS RESULTAT	403	602,7	969	2059,7	1080
Minoritetsinteresser	-2,5	28,4	19	93,5	76
ÅRETS RESULTAT (efter minoritetsinteresser)	405,5	574,3	950	1966,2	1004
Resultatdisponering					
Udbytte	86	103,4	207,9	311,9	207
Overført resultat	319,5	470,9	742,1	1654,3	797
Minoritetsinteresser	-2,5	28,4	19	93,5	76

REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE

DKK MIO	2004	2005	2006	2007	2008
Nettoomsætning	9143,2	10024,3	11536,9	13908,2	13700
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	2973,6	3349,5	3731,2	4036	4766
Bruttofortjeneste	6169,6	6674,8	7805,7	9872,2	8934
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	1724,9	1870,4	1931,9	2206,3	2260
Øvrige eksterne omkostninger	933,9	1003,7	1188,6	1505,5	1380
Personaleomkostninger	2407,3	2539,7	2731	2954,7	3172
Af- og nedskrivninger	652	615,1	717,4	685,3	871
Driftsoverskud fra salg før skat	451,5	645,9	1236,8	2520,4	1251
Skat af årets resultat (rapporteret)	200,5	274,6	431,8	699,9	465
Skattefordel på netto renteomkostninger	24,03	11,928	9,38	-5,225	-2
Skat på andet driftoverskud	-64,29	-66,92	-46,956	-46,35	-62,75
Skat på driftsoverskud fra salg	160,24	219,608	394,224	648,325	400,25
Driftsoverskud fra salg efter skat	291,26	426,292	842,576	1872,075	850,75
Andre driftindtægter	214,3	239	167,7	185,4	251
Skat herpå	-64,29	-66,92	-46,956	-46,35	-62,75
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	17,8	35	29,8	32,9	35
Andet driftsoverskud efter skat	167,81	207,08	150,544	171,95	223,25
Valutakursregulering vedrørende udenlandske associerede virksomheder	56,6	103,5	7,5	31,2	-552
Regulering af finansielle instrumenter	0	0	9,8	6,4	26
Skat af egenkapitalbevægelser	0	25,6	-25,6	-2,4	0
Totalindkomst fra driften	515,67	762,472	984,82	2079,225	548
Finansielle omkostninger	-147	-170,9	-186,3	-123,1	-214
Finansielle indtægter	66,9	128,3	152,8	144	222
Skatteeffekt	24,03	11,928	9,38	-5,225	-2
Nettofinansielle omkostninger efter skat	56,07	30,672	24,12	-15,675	-6
Koncernresultat / totalindkomst før minoritetsinteresser	459,6	731,8	960,7	2094,9	554
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	-2,5	28,4	19	93,5	76
TOTALINDKOMST (excl. minoritetsinteresser)	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Kontrol - TI iflg EK	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Afvigelser	0,00	(0,00)	-	-	-

BILAG 4

HOVEDTAL FRA REFORMULERINGERNE						
<i>DKK MIO</i>	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reformuleret egenkapitalopgørelse						
Egenkapital saldo pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Transaktioner med ejerne	-71,1	-85,4	-167,4	-76,8	-358,1	-385
I alt - totalindkomst	119,5	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Egenkapital før minoritetsinteresser	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
I alt - minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital saldo pr. 31.12 (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Reformuleret balance						
Driftsaktiver i alt	6422,5	6710,1	7699,1	8000,6	9775,7	11336
Driftsforpligtelser i alt	1701,6	1953,4	2318,5	2450,4	3004,6	2795
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	4720,9	4756,7	5380,6	5550,2	6771,1	8541
Finansielle aktiver	362,5	395,9	302,1	610,3	1117,9	307
Finansielle forpligtelser	945,2	651,5	607,5	127,3	112,3	884
Netto finansielle forpligtelser	582,7	255,6	305,4	-483	-1005,6	577
Egenkapital (excl. Minoritetsinteresser)	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
Minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital i alt (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964
Reformuleret resultatopgørelse						
Nettoomsætning		9143,2	10024,3	11536,9	13908,2	13700
Driftsoverskud fra salg før skat		451,5	645,9	1236,8	2520,4	1251
Skat på driftsoverskud fra salg		160,24	219,608	394,224	648,325	400,25
Driftsoverskud fra salg efter skat		291,26	426,292	842,576	1872,075	850,75
Andet driftsoverskud efter skat		167,81	207,08	150,544	171,95	223,25
Totalindkomst fra driften		515,67	762,472	984,82	2079,225	548
Netto finansielle omkostninger efter skat		56,07	30,672	24,12	-15,675	-6
Koncernresultat / Totalindkomst før minoritetsinteresser		459,6	731,8	960,7	2094,9	554
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet		-2,5	28,4	19	93,5	76
Totalindkomst (excl. minoritetsinteresser)		462,1	703,4	941,7	2001,4	478

BILAG 5

RENTABILITET

OVERORDNET FORRENTNING		2004	2005	2006	2007	2008
ROE incl. minoritetsinteresser		10,64%	15,28%	17,30%	30,34%	7,04%
ROE (excl. min int)		10,63%	14,72%	17,14%	29,35%	6,13%
NIVEAU 1		2004	2005	2006	2007	2008
ROIC		10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Dgear		0,3856	0,4214	0,4363	0,4427	0,3788
Drivere for finansiel gearing						
r		13,38%	10,93%	-27,16%	2,11%	2,80%
Spread		-2,50%	4,11%	45,18%	31,64%	4,36%
Fgear		0,0970	0,0586	-0,0160	-0,1078	-0,0272
NIVEAU 2						
ROIC		10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Drivere bag ROIC		DO/NDA = 0,108409191	0,141707616	0,177438651	0,307073444	0,064161105
OG		5,64%	7,61%	8,54%	14,95%	4,00%
AOH		1,9294	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894
NIVEAU 3						
OG _{Salg før skat}		4,94%	6,44%	10,72%	18,12%	9,13%
- Skatteomkostning		1,75%	2,19%	3,42%	4,66%	2,92%
OG _{Salg efter skat}		3,19%	4,25%	7,30%	13,46%	6,21%
+ OG _{Andre poster efter skat}		1,84%	2,07%	1,30%	1,24%	1,63%
OG		5,64%	7,61%	8,54%	14,95%	4,00%
ANDRE						
Effektiv skatte %		35,49%	34,00%	31,87%	25,72%	31,99%
AOH-drivere						
Immatrielle anlægsaktiver		0,0094	0,0095	0,0093	0,0106	0,0185
Materielle anlægsaktiver		0,4516	0,4388	0,4107	0,3843	0,4682
Finansielle anlægsaktiver		0,0213	0,0340	0,0341	0,0265	0,0310
Varebeholdninger		0,0778	0,0761	0,0656	0,0732	0,0945
Tilgodehavender fra salg		0,1236	0,1207	0,1177	0,1055	0,1084
Andre driftsaktiver		0,0345	0,0396	0,0430	0,0390	0,0435
SUM		0,7182	0,7187	0,6804	0,6391	0,7705
- Hensættelser		0,0458	0,0646	0,0655	0,0614	0,0706
- Leverandørrer varer&Tjenesteydelser		0,0757	0,0773	0,0727	0,0691	0,0735
- Andre driftforpligtelser		0,0784	0,0712	0,0684	0,0656	0,0676
SUM		0,5183	0,5056	0,4737	0,4430	0,5588
1/AOH		0,5183	0,5056	0,4737	0,4430	0,5588
kontrol diff		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
2003		2004	2005	2006	2007	2008
Anlægskapital (langsigtet NDA)		4174,60	4256,30	4731,40	4959,30	6022,80
Arbejdskapital		546,30	500,40	649,20	590,90	748,30
Anlægskapital / omsætning		0,4610	0,4483	0,4200	0,3948	0,4867
Arbejdskapital / omsætning		0,0572	0,0573	0,0537	0,0481	0,0722
SUM		0,5183	0,5056	0,4737	0,4430	0,5588
1/AOH		0,5183	0,5056	0,4737	0,4430	0,5588
kontrol diff		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
AOH		1,9294	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894
Driftsaktiviteten		2004	2005	2006	2007	2008
ROIC		10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Dgear		0,3856	0,4214	0,4363	0,4427	0,3788
Drivere bag ROIC						
OG		5,64%	7,61%	8,54%	14,95%	4,00%
AOH		1,9294	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894
Finansieringsaktiviteten		2004	2005	2006	2007	2008
r		13,38%	10,93%	-27,16%	2,11%	2,80%
Spread		-2,50%	4,11%	45,18%	31,64%	4,36%
Fgear		0,0970	0,0586	-0,0160	-0,1078	-0,0272
ROE og ROIC		2004	2005	2006	2007	2008
ROE		10,64%	15,28%	17,30%	30,34%	7,04%
ROIC		10,88%	15,04%	18,02%	33,75%	7,16%
Difference		-0,24%	0,24%	-0,72%	-3,41%	-0,12%

Udarbejdet af: Rasmus Kristian Mogensen

BILAG 6

BUDGETTERING																	
Værdidrivere		Historisk						Budgetperiode								Terminal periode	
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Driftsaktiviteten	Salgsgevinst	11,287%	9,637%	15,089%	20,554%	-1,497%	-14,000%	-4,000%	2,000%	7,000%	6,000%	5,000%	5,000%	4,000%	4,000%	4,000%	4,000%
	OG fra salg for skat	4,938%	6,443%	10,720%	18,122%	9,131%	3,750%	4,000%	4,500%	6,000%	8,000%	7,500%	7,000%	6,000%	6,000%	6,000%	6,000%
	Effektiv skatteprocent	35,491%	34,000%	31,875%	25,722%	31,949%	33,000%	31,000%	28,000%	26,000%	27,000%	29,000%	29,000%	29,000%	29,000%	29,000%	29,000%
	Andet driftsoverskud efter skat	167,81	207,08	150,544	171,95	223,25	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13
	Finansieringsaktiviteten																
	FGAR	0,0970	0,0586	-0,0160	-0,1078	-0,0272	0,0200	0,0500	0,0500	0,0500	0,0300	0,0000	0,0000	-0,0100	-0,0200	-0,0100	-0,0100
	Lårente i pct. r	13,377%	10,935%	-27,162%	2,106%	2,800%	3,490%	3,100%	3,300%	3,300%	3,500%	3,500%	3,800%	4,000%	4,000%	4,500%	4,500%
	Minoritetsinteressers andel af koncernresultat	-0,544%	3,881%	1,978%	4,463%	13,718%	13,000%	10,000%	8,000%	8,000%	6,000%	3,000%	2,500%	2,500%	2,500%	2,500%	2,500%
	Balance																
	Minoritetsinteressers iht. NDA	-0,359%	0,637%	1,535%	1,291%	0,679%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%	0,757%
Anlægsforbeholdskapital budgetteret som en funktion af solget, if. ROV, side 65																	
Anlægskapital (lænsaget NDA)		4256,30	4731,40	4959,30	6022,80	7312,00	6745,43	6133,34	6076,96	6350,42	6763,20	7135,18	7491,93	7829,07	8142,23	8467,52	6561,50
Arbejdsdriftkapital		500,40	649,20	590,90	748,30	1229,00	1133,77	1031,73	1021,41	1067,38	1136,76	1199,28	1259,24	1315,91	1368,55	1423,29	1045,01
Anlægsforbeholdskapital SOM BUDGETTERET - udfor overskødet																	
Anlægskapital (lænsaget NDA)		4256,30	4731,40	4959,30	6022,80	7312,00	6200,00	5642,00	5385,58	5836,93	6216,33	6538,23	6886,14	7196,02	7483,86	7783,21	6178,01
Anlægskapital (lænsaget NDA)		500,40	649,20	590,90	748,30	1229,00	750,00	682,50	675,68	706,08	751,98	793,33	833,00	870,49	905,31	941,52	775,18
Anlægskapital / omsætning		0,4610	0,4483	0,4200	0,3948	0,4867	0,5734	0,5235	0,4866	0,4627	0,4606	0,4649	0,4660	0,4693	0,4704	0,4704	0,4706
Arbejdsdriftkapital / omsætning		0,0572	0,0573	0,0537	0,0481	0,0722	0,0840	0,0633	0,0589	0,0560	0,0557	0,0562	0,0564	0,0568	0,0569	0,0569	0,0593
AOH		1,9394	1,9777	2,1109	2,2576	1,7894	1,5211	1,7041	1,8333	1,9382	1,9369	1,9189	1,9145	1,9009	1,8964	1,8964	1,9011
PROFORMAOPGØRELSE																	
		Historisk						Budget								Terminal	
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Resultatopgørelse																	
Nettoomsætning		9143,2	10024,3	11536,9	13908,2	13700	11782,00	11310,72	11536,93	12344,52	13085,19	13739,45	14426,42	15003,48	15603,62	16227,76	16876,87
Driftsoverskud fra salg for skat		451,5	645,9	1216,8	2520,4	1251	441,83	452,43	519,16	740,07	1046,82	1030,46	1009,85	900,21	936,22	973,67	1012,61
Skattebetaling		160,24	219,68	394,224	648,325	400,25	145,80	140,25	145,37	192,57	283,64	238,83	282,86	261,06	271,50	282,36	293,66
Driftsoverskud fra salg efter skat		291,26	426,22	842,576	1872,075	850,75	296,02	312,18	373,80	548,50	764,18	731,63	716,99	639,15	664,71	691,30	718,95
Andet driftsoverskud efter skat		167,81	207,08	150,544	171,95	223,25	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13	184,13
DRIFTSOVERSKUD I ALT		459,07	633,32	993,12	2044,025	1074	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
Drift surplus		56,6	129,1	-8,3	35,2	-5,28	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Total indkomst fra drift		515,67	762,472	984,82	2079,225	548	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
Netto finansielle omk.		56,07	30,672	24,12	-15,675	-6	5,09	9,99	10,58	6,92	7,23	0,00	-3,17	-6,70	-3,89	-4,05	4,11
Koncernresultat		459,6	731,8	960,7	2084,9	554	475,06	486,31	547,34	725,31	941,07	915,75	904,29	839,98	852,73	879,47	898,97
Minoritetsinteressers andel		-2,5	28,4	19	93,5	76	61,76	48,63	43,79	43,52	28,23	22,89	22,61	20,75	21,32	21,99	22,47
TOTALINDKOMST		462,1	703,4	941,7	2001,4	478	413,30	437,68	503,56	681,79	912,84	892,86	881,68	809,23	831,41	857,49	876,49
Balance																	
Nettodriftsaktiver		4756,7	5380,6	5550,2	6771,1	8541	7435,68	6770,00	6733,38	6786,16	7093,44	7517,93	7886,77	8208,54	8556,95	8889,23	9322,69
Netto finansielle forpligtelser		255,6	305,4	-483	-1005,6	577	145,80	321,38	320,64	197,66	206,61	0,00	-79,16	-167,52	-86,43	-89,89	91,41
Minoritetsinteressers		-171	34,3	85,2	87,4	58	56,26	51,22	50,94	51,34	53,67	56,88	59,29	62,10	64,74	67,33	69,85
Egenkapital (excl. min int)		4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906	7233,63	6386,3859	6361,7987	6517,5598	6831,1696	7461,0599	7856,62495	8313,35626	8578,610479	8921,78008	9071,42
Pengestandsopgørelse																	
Driftsoverskud i alt		459,07	633,37	993,12	2044,03	1074,00	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
- Ending NDA		35,80	623,90	169,60	1220,90	1769,90	-1105,32	-465,68	-36,62	52,88	307,18	424,49	318,83	371,77	348,41	342,28	333,46
Frit Cash Flow - FCF		423,27	947	823,52	823,13	-895,90	1585,47	1161,99	594,54	679,34	641,12	491,26	582,29	451,51	500,43	533,15	569,62

BILAG 7

BETA BEREGNING - ROCKWOOL**Fastsat beta 1,25**

5 år
 Standardafvigelse på afkast 0,01453 0,02757
 Korrelation mellem afkast 0,513687747

BETA VÆRDI - ROCKWOOL
 $\beta_i = \frac{\sigma(r_i)}{\sigma(r_m)} \rho(r_i, r_m)$
 5 års historik **0,97483949**

ROV side 53 + AKTINV side 101

Gennemsnit 1,0263798

1 år ½ år
 0,025333489 0,0441698 0,0244592 0,0456197
 0,599311976 0,596180994
 1,04491966 1,111956593

AFKAST

Dato	OMXC20	Rockwool	OMXC20	Rockwool
30-04-2009	274,7935	437,5000	0,0236	0,0318
29-04-2009	268,4500	424,0000	0,0193	0,0229
28-04-2009	263,3620	414,5000	-0,0088	-0,0405
27-04-2009	265,6920	432,0000	-0,0118	-0,0182
24-04-2009	268,8526	440,0000	0,0152	0,0489
23-04-2009	264,8330	419,5000	0,0116	0,0320
22-04-2009	261,7955	406,5000	0,0281	0,0062
21-04-2009	254,6452	404,0000	-0,0068	-0,0483
20-04-2009	256,3800	424,5000	-0,0306	-0,0482
17-04-2009	264,4780	446,0000	0,0468	0,0632
16-04-2009	252,6559	419,5000	0,0524	0,0084
15-04-2009	240,0675	416,0000	-0,0047	-0,0095
14-04-2009	241,1900	420,0000	0,0238	0,0606
13-04-2009	235,5922	396,0000	0,0000	0,0000
10-04-2009	235,5922	396,0000	0,0000	0,0000
09-04-2009	235,5922	396,0000	0,0000	0,0000
08-04-2009	235,5922	396,0000	-0,0103	0,0025
07-04-2009	238,0540	395,0000	-0,0224	-0,0125
06-04-2009	243,5076	400,0000	0,0203	0,0336
03-04-2009	238,6625	387,0000	-0,0283	-0,0051
02-04-2009	245,6095	389,0000	0,0332	0,0989
01-04-2009	237,7065	354,0000	0,0409	0,0381
31-03-2009	228,3573	341,0000	0,0020	0,0000
30-03-2009	227,8943	341,0000	-0,0198	-0,0215
27-03-2009	232,5008	348,5000	-0,0136	-0,0319
26-03-2009	235,6983	360,0000	0,0239	0,0227
25-03-2009	230,1935	352,0000	0,0037	-0,0276
24-03-2009	229,3434	362,0000	-0,0008	-0,0109
23-03-2009	229,5378	366,0000	0,0115	-0,0201
20-03-2009	226,9366	373,5000	-0,0078	0,0566
19-03-2009	228,7130	353,5000	0,0045	0,0505

2 år 3 måneder
 0,020293156 0,0380588 0,0210935 0,0405934
 0,55849333 0,522463369
 1,047425473 1,005453411

3 år
 0,017629588 0,0330659
 0,560279784
 1,050855131

4 år
 0,01581819 0,0297055
 0,539881031
 1,013859125

5 år
 0,014526687 0,0275677
 0,513687747
 0,97483949

BILAG 8

KAPITALOMKOSTNINGER**Afkastkrav på egenkapital - k_e**

Risikofri rente	3,447%
Risikopræmie	4,75%
Beta ifht. OMXC20 (eget estimat)	1,25
Afkastkrav EK	9,38%

Afkastkrav på fremmedkapital k_g

Risikofri rente	3,447%
Selskabsspecifikt tillæg	1,40%
Estimeret lånerente	4,85%
Skattesats	28,00%
Afkastkrav fremmed efter skat	3,49%

Driftsaktivitetens kapitalomkostninger - WACC

Egenkapital ult. 2008	7964
NFF ult 2008	577
NDA ult 2008	8541
WACC	8,99%

KILDE:

ROV side 51

1,44 iflg. Euroinvestor 02-05-2009

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

ROV side 56

$$r = (r_f + r_s)(1 - t)$$

ROV side 54

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} * k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} * k_{g(efter s.)}$$

RISIKOFRI RENTE - TONEANGIVENDE 10 ÅRIG DANSKE STAT

BILAG 9

VÆRDIANSÆTTELSE MED DCF MODELLEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
Driftsoverskud i alt	1074,00	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
Ændring i NDA	1769,90	-1105,32	-665,68	-36,62	52,88	307,18	424,49	318,83	371,77	348,41	342,28	333,46
FCFF	-695,90	1585,47	1161,99	594,54	679,34	641,12	491,26	582,29	451,51	500,43	533,15	569,62
WACC		8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	
Diskonteringsfaktor		0,9579	0,8789	0,8064	0,7399	0,6789	0,6230	0,5716	0,5245	0,4812	0,4415	
Nutidsværdi af FCFF		1518,70	1021,28	479,46	502,67	435,28	306,03	332,83	236,80	240,81	235,41	
Nutidsværdi af FCFF for hele budgetperioden	5309											
Terminalværdi											11423,74	
Nutidsværdi af terminalværdi	5044											
Virksomhedsværdi	10353											
Bogført værdi af NFF	577											
Værdi af egenkapital	9776											
Værdi minoritetsinteresser	70											
Værdi af egenkapital ex. min	9706											
Antal aktier	21.974.923											
VÆRDI PR. AKTIE	441,68											

Bogført værdi af minoriteter	58
Bogført værdi af NDA	8541
Andel af minoriteter	0,006791
Værdi af NDA	10353
Estimeret værdi af minoriteter	70,31

$$FCFF = DO_t - \Delta NDA_{t-1}$$

BILAG 10

VÆRDIANSÆTTELSE MED RIDO MODELLEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
DO	1074,00	480,15	496,30	557,92	732,22	948,30	915,75	901,12	823,28	848,84	875,43	903,08
NDA	8541,00	7435,68	6770,00	6733,38	6786,26	7093,44	7517,93	7836,77	8208,54	8556,95	8899,23	9232,69
ROIC		6,01%	6,99%	8,26%	10,83%	13,66%	12,53%	11,74%	10,26%	10,13%	10,03%	9,96%
RIDO		-287,37	-171,89	-50,45	127,14	338,47	278,32	225,54	119,04	111,20	106,48	103,37
WACC		8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	8,99%	
Diskonteringsfaktor		0,9579	0,8789	0,8064	0,7399	0,6789	0,6230	0,5716	0,5245	0,4812	0,4415	
Nutidsværdi af RIDO		-275,27	-151,07	-40,68	94,08	229,80	173,38	128,91	62,43	53,51	47,01	
Nutidsværdi af RIDO for hele budgetperioden	322											
Terminalværdi											2073,14	
Nutidsværdi af Terminalværdi	915											
Virksomhedsværdi	9.778											
Bogført værdi af NFF	577											
Værdi af egenkapital	9.201											
Værdi minoritetsinteresser	66											
Værdi af egenkapital ex. min	9.135											
Antal aktier	21.974.923											
VÆRDI PR. AKTIE	415,70											

Bogført værdi af minoriteter	58
Bogført værdi af NDA	8541
Andel af minoriteter	0,006791
Værdi af NDA	9778
Estimeret værdi af minoriteter	66,40

$$RIDQ = DO_t - (wacc * NDA_{t-1})$$

BILAG 11

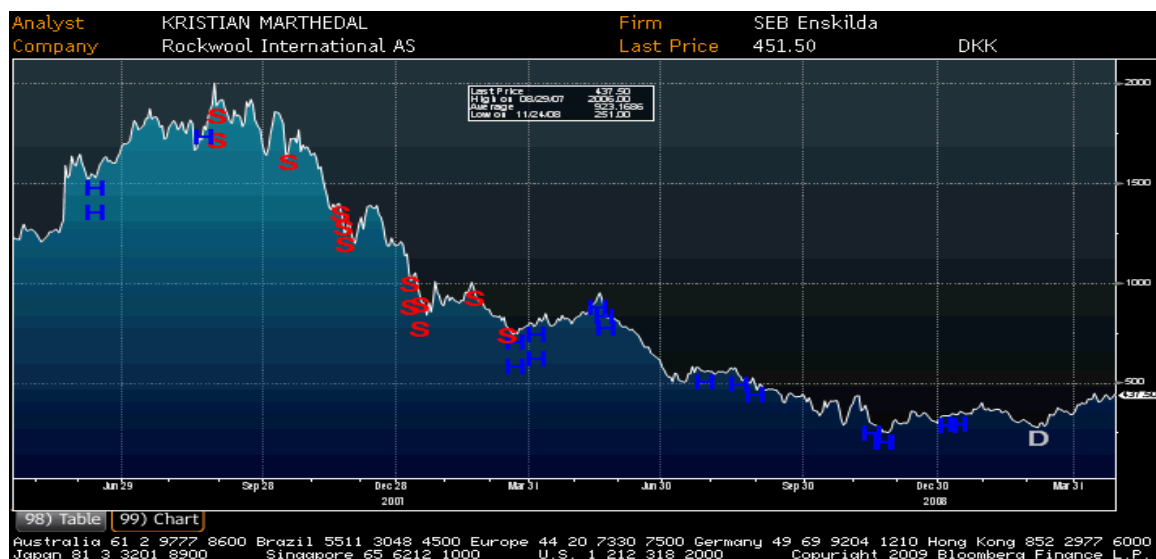
PEER GROUP VALUATION	Aktiekurs		P/E værdi		EV / EBITDA	
	EUR	P/E værdi	P/E værdi			
	30-04-2009	aktuel	EST. 1 Y	P/B - værdi	P/S - værdi	EST. 1 Y
Rockwool	58,725	9,752	25,000	1,286	0,293	6,620
Saint Gobain	27,425	7,593	11,427	0,943	0,307	6,050
Uralita	4,290	20,848	13,406	2,391	0,841	7,740
Kingspan	3,870	15,077	15,480	1,257	0,389	8,220
Gennemsnit		13,318	16,328	1,469	0,458	7,158
Building products						
Western Europe		13,15	13,69	1,94	0,72	7,55
OMXc20		12,28		1,44	0,86	13,02
Rockwool afvigelse fra gennemsnit		-3,566	8,672	-0,183	-0,165	-0,538
Rockwool afvigelse fra building prod.		-3,398	11,31	-0,654	-0,427	-0,93

kilder: Reuters og Bloomberg - opslag 3. maj 2009

BILAG 12

	salgsvækst		OG 2% op	OG 2% ned	AOH på	Beta = 1	
	Base case	-10% år 1	-18% år 1	i terminal	i terminal	2x i 2009	=> WACC 7,88
RIDO	415,70	426,72	404,69	511,00	319,79	425,00	517,07
DCF	441,68	428,49	456,36	537,60	345,77	549,00	544,75

BILAG 13



OFFICIEL EGENKAPITALOPGØRELSE

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	-136,4	56,3	107,3	5,3	25,1	-590
Valutakursregulering af udenlandske associerede virksomheder	-5,7	0	0	0	0	0
Regulering af finansielle instrumenter				9,8	6,4	26
Skat af egenkapitalbevægelser	0	0	25,6	-25,6	-2,4	0
Årets resultat	267,5	403	602,7	969	2059,7	1080
Totalindkomst	125,4	459,3	735,6	958,5	2088,8	516
Handel med egne kapitalandele	0	-14,5	-31,7	26,9	-149,6	-72
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Betalt udbytte til aktionærer	-71,1	-70,9	-135,7	-103,7	-208,5	-313
Indfrielse af minoritetsandele	-43,1	-14,3	0	0	0	0
Tilgang/afgang af minoritetsinteresser	0	0	2,1	68,4	0	20
Egenkapital pr. 31. december	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964

REFORMULERET EGENKAPITALOPGØRELSE

DKK MIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Egenkapital saldo pr. 1. januar	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7777
Transaktioner med ejerne						
Betalt udbytte til aktionærer	-71,1	-70,9	-135,7	-103,7	-208,5	-313
Handel med egne kapitalandele	0	-14,5	-31,7	26,9	-149,6	-72
I alt - transaktioner med ejerne	-71,1	-85,4	-167,4	-76,8	-358,1	-385
Totalindkomst						
Årets resultat	251,8	405,5	574,3	950	1966,2	1004
Valutakursregulering vedrørende udenlandske tilknyttede og associerede virksomheder	-132,3	56,6	103,5	7,5	31,2	-552
Regulering af finansielle instrumenter	0	0	0	9,8	6,4	26
Skat af egenkapitalbevægelser	0	0	25,6	-25,6	-2,4	0
I alt - totalindkomst	119,5	462,1	703,4	941,7	2001,4	478
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	2,6	3,3	3,8	7,9	12,8	36
Egenkapital saldo pr. 31.12 (excl./før minoritetsinteresser)	4175,4	4518,2	5040,9	5948	7689,3	7906
Minoritetsinteresser						
Indfrielse af minoritetsandele	-43,1	-14,3	0	0	0	0
Tilgang/afgang af minoritetsinteresser	0	0	2,1	68,4	0	20
Valutakursregulering minoritetsinteresser	-9,8	-0,3	3,8	-2,2	-6,1	-38
Minoritetsinteressernes andel af koncernresultatet	15,7	-2,5	28,4	19	93,5	76
I alt - minoritetsinteresser	-37,2	-17,1	34,3	85,2	87,4	58
Egenkapital saldo pr. 31.12 (incl. minoritetsinteresser)	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2	7776,7	7964

Afvigelse	0	0	0	0	0	0
-----------	---	---	---	---	---	---