

Strategisk og regnskabsmæssig værdiansættelse af Rockwool International A/S



ROCKWOOL®
B R A N D S I K K E R I S O L E R I N G

Udarbejdet af: Martin Nørgaard

Underskrift:

Afleveringsdato: 22. marts 2013

Vejleder: Jens O. Elling

Antal anslag: 150.306

Antal normalsider: 80

Executive summary

Background: Rockwool International A/S is world leading manufacture company of stone wool products and has for several years a high growth. Then the financial crisis came in 2008 and the company's sales went down rapidly due to the result of the collapse of the building industry. This forced Rockwool International to seek for new markets to fulfill the investor's expectations.

The world focus on the environmental issues has been a key opener for new markets for Rockwool Internationals since the properties of their stone wool products, includes both insulation and flame retardant. The company is now expanding global and invests in new production sites on markets as Asia, India and Northern America. This step is necessary for the company's further growth but there is still a huge risk to expand in these markets since the market nowadays is not unstable.

Purpose: The purpose of this thesis "Fundamental analysis and valuation of Rockwool International A/S" is to determine the market value of Rockwool International A/S shares, on 20th November 2012.

Methodology: The thesis is based on two analytic perspectives. The first perspective is a strategic analysis that looks into a company's strengths and weaknesses. Secondary perspective is the financial analyses which discuss a company's historical view on the financial development, which further reflects the possibilities and threats the company has.

Conclusion: Based on the result from the analysis of the strategic and financial perspective in Rockwool International, a budget has been designed to show how the future cash flow in Rockwool International likely would be until 2020.

By using this material and the method WACC (weighted average cost of capital), which determent the present value of the future cash flow, the final estimation to determine Rockwool International value was done. The estimated value of one share in Rockwool International A/S the 20th of November 2012 to be DKK 927.47, a value that is 72 % over the official price.

Finally the sensitivity analysis shows that the share price is very vulnerable to variations in the budgeted sales growth and WACC. But with the result of this thesis that shows an estimated share price on 72 % over market value, is it profitable to invest in Rockwool International.

Indholdsfortegnelse

DEL I.....	5
1. Indledning.....	5
1.1 Problemformulering	6
1.2 Metodevalg	7
1.3 Afgrænsning	8
1.4 Kildekritik.....	9
1.5 Struktur.....	10
DEL II	11
2. Strategisk analyse	11
2.1 Historisk baggrund	11
2.2 Divisioner og produkter	12
2.3 Geografisk overblik.....	15
2.4 BCG-Matricen	18
2.5 Ansoff's vækststrategier.....	19
2.5.1 Salgsudvikling.....	20
2.5.2 Produktudvikling og diversifikation.....	20
2.5.3 Markedsudvikling.....	21
2.6 Corporate Governance	21
2.6 Porter's Five Forces	23
2.6.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke	24
2.6.2 Kundernes forhandlingsstyrke	26
2.6.3 Truslen fra nye konkurrenter (Adgangsbarrierer).....	27
2.6.4 Konkurrence fra substituerende produkter	28
2.6.5 Konkurrenceintensitet	28
2.6.5.1 Konkurrenter	30
Saint Gobain (Isover)	30
Uralita.....	30
Knauf Insulation	31
Paroc Group	31
Owens Corning	32
2.6.6 Konkurrenceintensitet, fortsat.....	32
2.7 PEST	33
2.7.1 Politik	34
2.7.2 Økonomi.....	36
2.7.3 Sociale og kulturelle forhold	40
2.7.4 Teknologi og miljø.....	41
2.8 SWOT-analyse/delkonklusion.....	42
DEL III.....	44
3 Regnskabsanalyse.....	44

3.1 Reformuleringen af regnskaber.....	45
3.2 Reformuleret Egenkapital	45
3.3 Reformuleret Balance.....	45
3.4 Reformuleret Resultatopgørelse	46
3.5 Analyse af rentabilitet og risiko.....	46
3.5.1 Udvikling i ROE	47
3.5.1.1 Niveau 1	47
3.5.1.2 Niveau 2	49
3.5.1.3 Niveau 3	50
3.6 Risikoanalyse	51
3.6.1 Driftsmæssig risiko	51
3.6.2 Finansiell risiko.....	53
3.7 Vækst og permanent overskud	54
3.8 Vurdering af 2012 udviklingen	55
3.9 Delkonklusion af den finansielle analyse.....	57

DEL IV..... 59

4. Værdiansættelsesmodeller	59
4.1 Dividende	59
4.1.1 Residualindkomstmodellen.....	60
4.1.2 Cash flow modeller	60
4.1.3 Opsummering af værdiansættelsesmodeller.....	60
5. Budgettering.....	61
5.1 Salgsvækst	62
5.2 Overskudsgrad	64
5.3 Aktivernes omsætnings hastighed	66
5.4 Skatteprocent	67
5.5 Konstante variable	67
5.5.1 OG andre poster.....	67
5.5.2 Renter	67
5.5.3 Den finansielle gearing.....	67
5.5.4 Transitoriske poster	68
5.6 Proforma-opgørelse	68
6. Værdiansættelse.....	69
6.1 WACC.....	69
6.1.1 Markedsværdi af egenkapital	70
6.1.2 Markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser og virksomheden.....	70
6.1.3 Ejernes afkastkrav	71
6.1.3.1 Risikofri rente	71
6.1.3.2 Beta.....	72
6.1.3.3 Markeds risikopræmie.....	73
6.1.3.4 Sammenfatning af CAPM.....	74
6.1.4 Finansielle forpligtelsers afkastkrav	74
6.1.5 Sammenfatning af WACC.....	75

6.2 Virksomhedsværdien.....	75
6.3 Følsomhedsanalyse	76

DEL V	78
--------------------	-----------

13. Konklusion	78
-----------------------------	-----------

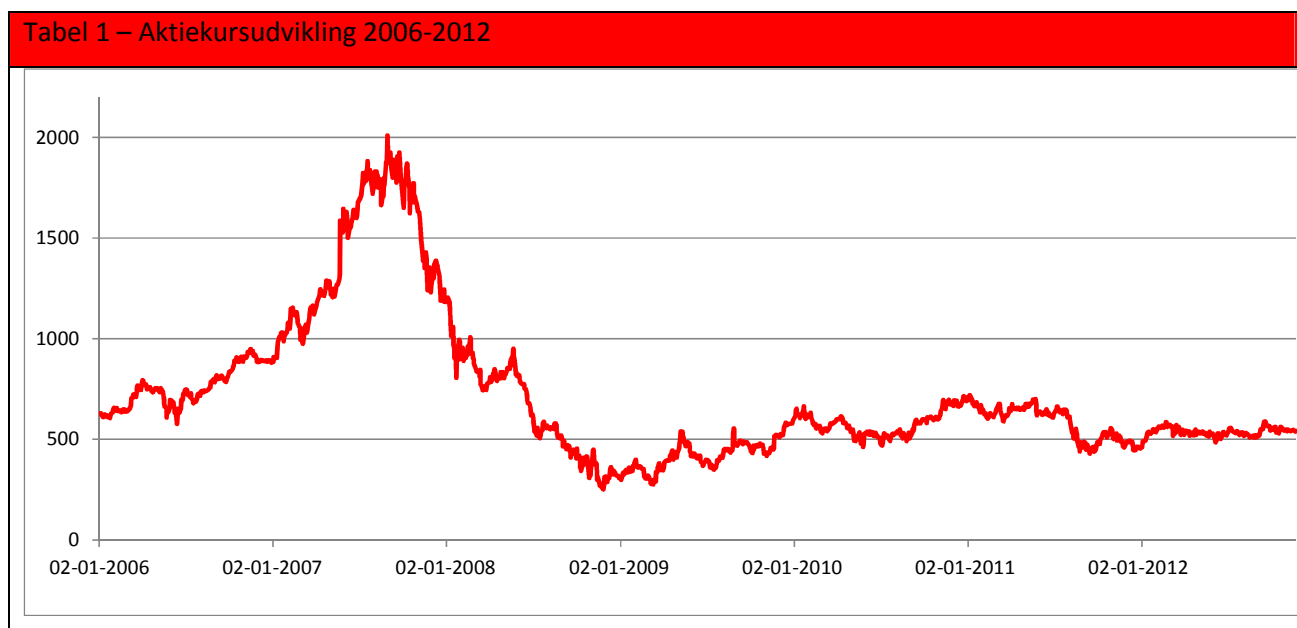
14. Litteraturliste	81
----------------------------------	-----------

15. Bilagsoversigt.....	83
--------------------------------	-----------

Del I

1. Indledning

Rockwool International A/S¹ har det seneste årti oplevet store udsving i deres aktiekurs, der toppede i 2007 med en aktiekurs på over 2000 kr. Den globale finanskrisen ramte verden og specielt Rockwool aktien, der faldt drastisk og de seneste år er blevet handlet til mellem 250-600 kr. Det markante fald efter 2007 kan tilskrives den blødende byggesektor, som Rockwool historisk er blevet set som en naturlig del af.



Med et hovedprodukt som stenuldsisolering, har Rockwool nydt godt af den store internationale interesse omkring en truende globale opvarmning, der har medført skærpede lovgivning og befolkningens interesse og forståelse, i at minimere energiforbruget i hverdagen. Denne holdning er en vigtig faktor for, at Rockwool i fremtiden skal kunne opleve konstant vækst. De er dog ikke eneste spillere på det globale marked, hvilket betyder at Rockwool skal udvikle sig for stadig at være en af de førende isoleringsvirksomheder.

Der har de seneste år været flere forhindringer i diskussionen om, hvordan miljøet bliver hjulpet bedst, og hvordan en global opvarmning bliver mindsket. Største problem er den igangværende globale finanskrisen, der har medført at regeringer verden over, har haft større fokus på økonomiske redningsplaner, end investeringer og lovgivning indenfor miljø og energi området. Dette så man blandt andet tydeligt på

¹ Rockwool International A/S kan fremover blive benævnt, bare som Rockwool

klimatopmødet i København i 2009, hvor mange havde forventet, at en fornyelse og forbedring af Kyoto aftalen, en aftale der ikke omfatter bl.a. USA, ville blive forhandlet på plads. Dette skete ikke, mange lande var tøvende med det økonomiske engagement til miljøspørgsmålet pga. usikkerheden med finanskrisen og hvordan denne ville påvirke landene på den lange sigt.

Der har været sporadiske opblusninger af miljøspørgsmålet de seneste år, med blandt andet lovgivningsstramninger, dog er det de stigende energipriser på verdensplan der bliver en vigtig faktor i fremtiden, da nedbringelse af denne udgift lader sig gøre ved brug af isolering.

Personligt finder jeg en værdiansættelse af Rockwool interessant, da jeg tidligere i mit skoleforløb har arbejdet en del med virksomheden. Dette var dog hovedsagelig før finanskrisen rigtig ramte, hvilket derfor gjorde min fremtidsforventning optimistisk til Rockwool, ligesom resten af investorerne. Denne forventning er, ved en gennemgang af de efterfølgende regnskaber og vækstrater, skudt ned og investorer har, måtte revurdere deres forventninger til virksomheden, hvilket er blevet tydeliggjort i aktiekursen. Udviklingen de seneste år for Rockwool er interessant, og da jeg finder stor interesse i det danske erhvervsliv og den fremtidig udvikling ud af finanskrisen, ser jeg en værdiansættelse af Rockwool som den ideelle kandidatopgave.

1.1 Problemformulering

Udviklingen for Rockwool aktien det seneste årti, henviser til en forholdsvis turbulent periode for virksomheden, hvor forventningerne til fremtiden konstant blev forandret grundet både positive men specielt også negative ændringer i omverden. Siden Rockwool i 2008 oplevede stor omsætnings tilbagegang, hovedsagligt grundet den globale finanskrisen, er virksomheden på vej tilbage på tidligere tiders niveau. Vejen op problematiseres dog af omverdens økonomiske uvillighed og usikker. Men vejer en miljømæssig dystre fremtid, med global opvarmning og stigende CO₂ udledning, ikke mere for omverden end økonomien? Kan man ikke vinde mere på det korte og lange løb ved at investere og lovgive nu, med tanke på de stigende energipriser, end at vente til en finanskrisen eventuel er helt ovre?

Ovenstående spørgsmål er nogle af dem, der er med til at afdække om Rockwool i fremtiden, kan nå tidligere tiders økonomiske afkast, og er vigtige faktorer i en vurdering, om prisen på Rockwool aktier er på et realistisk niveau eller ikke. Dette betyder at den overordnede problemstilling for denne opgave vil være:

- **Hvad er den estimeret teoretiske aktiekurs på en Rockwool A/S B aktie den 20-11-2012**

For at kunne komme frem til en estimeret aktiekursvurdering, er det nødvendigt med en række underspørgsmål, der sikre at opgave afdækker så mange vinkler og svar som muligt. Disse er følgende:

- Hvilke forretningsområder beskæftiger Rockwool sig med?
- Hvilke økonomiske og politiske forhold påvirker Rockwool?
- Hvordan er isoleringsbranchen karakteriseret, og hvilken indflydelse har den på Rockwool?
- Hvordan er konkurrencesituationen i isoleringsbranchen?
- Hvilke styrker og svagheder findes det i Rockwool?
- Hvordan skal Rockwool udnytte og reagere på omverdens muligheder og trusler?
- Hvordan har Rockwool præsteret historisk?
- Hvad er en realistiske fremtids forventning Rockwool?

Disse underspørgsmål er medvirkende til at få en forståelse af Rockwool, dens omverden og udsigterne i fremtiden, således at der kan blive udarbejdet et så realistisk budget som muligt, med henblik på at komme frem til en estimeret aktiekurs.

1.2 Metodevalg

Projektet vil overordnet bestå af en strategisk analyse og en regnskabsmæssig analyse der tilsammen vil danne grundlag for værdiansættelsen.

Den strategiske analyse er bygget op omkring mikro og makro omverdenen. Til at gennemgå Rockwool, vil der blive brugt flere modeller for på den måde bedre at have et overblik over virksomhedens nuværende situation. "The Boston Matrix" vil blive brugt til at give klarhed over Rockwools nuværende produkt situation og Anhoff's vækststrategier sætter lys på, hvilke områder Rockwool eventuel kan fokusere mere på i fremtiden. Den lidt anderledes ejer struktur der findes i Rockwool, bliver omtalt i corporate governance analysen.

Porters Five Forces modellen, beskriver konkurrenceintensiteten i isoleringsbranchen ud fra markeds kræfter, som konkurrenter og substituerede produkter. Her ses det bl.a. hvor vigtigt det er at udvikle eksisterende produkter, så konkurrenceevnen kan bevares.

Analysen af makro omverden bliver foretaget ved hjælp af PEST modellen. Den beskriver de samfundsspecifikke forhold der påvirker udviklingen i Rockwool. PEST står for følgende: **P**olitical, **E**conomic, **S**ocial and cultural, **T**echnological. Dette er alle emner der har stor indvirkning på alle brancher.

Til at sammenfatte de mange strategiske vurderinger, vil der blive benyttet SWOT modellen, til sidst i den strategiske analyse, for på den måde at vise den samlede vurdering af virksomheden for både mikro og makro omverden, der bruges senere ved budgetteringen af fremtidsforventningerne.

Den regnskabsmæssige analyse af Rockwool tager udgangspunkt i de udgivne årsregnskaber fra de sidste 6-7 år. Inden arbejdet med analyser af nøgletal, vækst samt rentabilitet kan påbegyndes, foretages en reformulering af årsregnskaberne – herunder egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen. Med afsæt i de reformulerede årsregnskaber, analyseres rentabiliteten i virksomheden ved hjælp af den udvidet Dupont model. Her bliver egenkapitalforretningen dekomponeret i dens drivere over to analyseniveauer, for til sidst at give en vurdering af risikoen, der er forbundet med at investere i Rockwool aktien.

Næste skridt i regnskabsanalysen, er en undersøgelse af Rockwools evne til at skabe permanent overskud, altså overskud skabt ud fra kerneforretningen, hvor man frasortere indtægter/omkostninger der udspringer i "tilfældige" sammenhænge. Til dette formål videreudvikles de reformulerede årsregnskaber, hvilket indebærer at de permanente poster bliver adskilt fra de transitoriske poster. Ændringerne i residualindkomsten analyseres slutteligt, for at give et nuanceret billede af Rockwools vækstmønster og hvordan disse kan forventes at være i fremtiden.

Selve værdiansættelsen af Rockwool aktien afslutter rapporten og ovenstående modeller og analyser vil blive brugt for at få så præcis et billede af hvilken fremtid Rockwool går i møde, og på den måde får et holdbart estimat af hvilket niveau aktiekursen burde ligge på. Værdiansættelsen er baseret på FCFF modellen, et valg der bliver begrundet i rapporten før værdiansættelsen.

Med en værdiansættelses dato den 20-11-2012, vil udviklingen og historikken i de 3 første kvartaler af 2012, spille en rolle ved vurdering af fremtiden. Q3 rapporteringen fra Rockwool vil blive analyseret og derefter indgå i de budgetterede tal for 2012.

1.3 Afgrænsning

Projektet skærings punkt anses som værende 20-11-2012. Oplysninger udkommet efter denne dato, vil ikke blive taget med i vurderingen af virksomheden og dens fremtidsudsigter. Regnskabsanalysen bliver lavet på baggrund af årsregnskaberne, derfor bliver kvartals- og halvårsrapporteringerne kun taget i betragtning i den strategiske analyse og fremtidsudsigterne.

Rockwool har valgt en opdelt aktieklasser ved A og B klasser, hvor A-aktierne vejer 10 gange mere end B-aktierne, stemmemæssigt. Normalt vil man anse den større indflydelse ved A-aktien som en merværdi, hvilket burde være afspejlet i aktiekursen. Dette er dog ikke tilfældet og skyldes at hoveddelen af A-aktierne, er ejet af Rockwool Fonden og familiemedlemmer af den oprindelige stifter af Rockwool, V. Kähler, og salg af disse aktier anser markedet ikke som en mulighed. Man kan også tydeligt se uvilligheden i at sælge A-aktierne, ved omsætningen af Rockwool aktier, hvor B-aktien ligger langt højere end A-aktien. Ved overtagelse af virksomheder er det kostume at man opkøber hovedparten af aktierne, ikke kun hovedparten af stemmerettighederne. Dette betyder at der ikke vælges at se forskelligt på aktierne, men alle aktier som en helhed igennem rapporten.

Rockwool koncernen er verdensomspændende og har flere arbejdsområder. Det klart største er dog varmeisoleringsdelen der i 2011 regnskabet udgør 82 % af nettoomsætningen². Derfor er opgaven hovedsagligt fokuseret på denne del af Rockwool koncernen. Specialafdelingerne i Rockwool har dog de seneste år fået en betydning, derfor bliver de inddraget i den strategiske analyse.

Ved gennemgang af konkurrenter vil der af pladsmæssige årsager, ikke blive beskrevet mere end de 5 vigtigste på verdensplan. Derudover vil isoleringsprodukter udover mineral uld og plastikskum kun blive nævnt kort da det udgør under 1 procent af verdensmarkeds og anses derfor som uvæsentlig.

1.4 Kildekritik

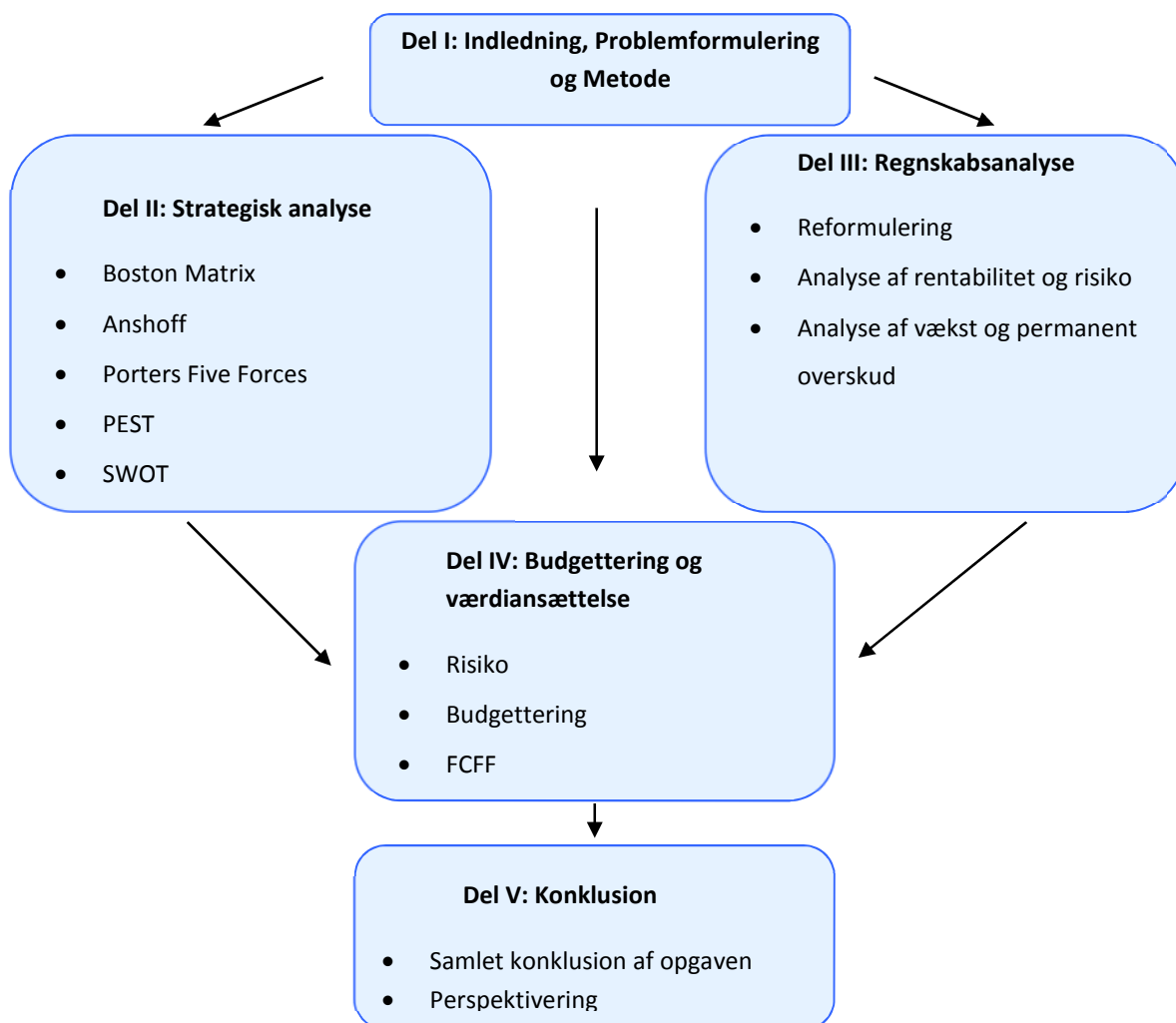
De udgivne årsrapporter fra Rockwool, samt deres hjemmeside, danner grundlaget for meget af den fundne information, der er blevet brugt i projektet. Derfor er det vigtigt at tage forbehold for mange af oplysninger og se skeptisk på dem, da udarbejdelsen af årsrapporterne bliver foretaget af Rockwool selv, og dette kan give grundlag til kun at videregive oplysninger der sætter virksomheden i godt lys hos investorerne. Lovgivningen indenfor disse årsregnskabsaflæggelser er dog for en børsnoteret virksomhed som Rockwool, meget specifikke og derudover er det lovpligtigt at meddele Børsen, og dermed omverden, alle hændelser der har indvirkning på virksomheden. Dette, sammenholdt med inddragelsen af diverse artikler fra forventelig neutrale medier, sikre at projektet ikke bare træder Rockwool i hælene og gengiver hvad de mener.

² Årsregnskabet 2011, s. 16

Til udregning af WACC til værdiansættelse er der indhentet kurser fra Datastream, som har været med til at udregne beta. Derudover er markedsrisikopræmien givet fra flere uafhængige kilder. Disse kilder har efter min overbevisning ingen interesse i Rockwool og derfor burde de være uafhængige kilder.

1.5 Struktur

Projektet vil blive opbygget ved brug af pensum lært gennem hele uddannelses forløbet, dog hovedsagligt fra faget eksternrapportering. Som nedenstående figur illustrere, vil projektet blive opdelt i fem blokke. Del 2 omhandler den strategiske analyse. Del 3 er regnskabsanalysen med reformuleringen, samt risiko og vækstanalyserne. Ud fra del 2 og 3 vil der i del 4 blive udarbejdet et realistisk budget der ligger grund til den endelige værdiansættelse. Til slut vil der blive konkluderet på projektet.



Del II

2. Strategisk analyse

Rockwool International A/S er en dansk baseret virksomhed med hovedkontor i Hedehusene vest for København, beskæftiger sig med produktion af stenuldsisolering. Virksomheden er repræsenteret i over 40 lande i verden med produktion og/eller salgskontorer.

I det efterfølgende vil der blive gennemgået først en strategiskanalyse og sidenhen en finansiellanalyse af virksomheden, der ligger til grundlag for den endelig budgettering og værdiansættelse af Rockwool. Til at starte med vil Rockwool blive gennemgået som virksomhed, for at læsere har en overordnet forståelse af hvilken virksomhed Rockwool er og hvordan vejen har været hertil.

2.1 Historisk baggrund

I 1909 startede H.J. Henriksen og V. Kähler virksomheden, I/S H.J. Henriksen & V. Kähler, der beskæftigede sig med at grave efter grus, mergel og kul i Danmark. I 1935 erhvervede virksomheden rettigheder til tegninger og grunde til etablering af stenuldsproduktion, for en pris dengang på USD 5000. I 1937-38 havde virksomheden allerede etableret fabrikker i Danmark, Sverige og Norge, og dermed forsynede de hele Skandinavien med isoleringsprodukter lavet af stenuld³.

I 1940'erne udgjorde salget af stenuldsisolering, kun en mindre del af det samlede salg i I/S H.J. Henriksen & V. Kähler. Gennem god ledelse og fokusering på innovation, steg salget af stenuldsisolering langsomt gennem 1950'erne, og virksomheden ekspanderet til markeder det lå udenfor Skandinavien, specielt Tyskland. Den konstante vækst og udvikling inden for stenuldsisolering, gjorde at virksomheden i starten af 1960'erne var et diversificeret konglomerat med to primære aktiviteter, produktion af stenuldsisolering og udvinding af grus, mergel og lignende.

Udviklingen indenfor stenuldsproduktionen, betød af familierne i 1962 besluttede, virksomheden skulle splittes op og de to aktiviteter skulle køres separat fremover. De to familier aftalte at H.J. Henriksen overtog styringen med virksomhedens oprindelige aktiviteter med grus og mergel udvinding, mens familien Kähler overtog stenuldsisolerings aktiviteterne. Adskillelsen betød at isoleringsdelen ændrede navn og blev kørt videre under navnet, I/S Kähler & Co.

³ <http://www.rockwool.com/about+the+group/company+information/history>

Udviklingen fortsatte efter adskillelsen og op igennem 1970'erne mangedoblede I/S Kähler & Co deres omsætning, hvilket specielt oliekrisen omkring den tid havde del i. De stigende energipriser medførte en politisk interesse i forbedringer af lovmæssige minimumskrav til isolering, hvilket fik efterspørgslen af stenuldisoleringsprodukter til at eksplodere.

I/S Kähler & Co brugte også denne store fremgangs periode i 1970'erne til at ændre navn til Rockwool international, hvilket også er navnet på virksomheden i dag.

Det store fokus på innovation og forskning, bevirkede at Rockwool i 1980'erne opdagede, at stenulden, man lavede isoleringen af, kunne bruges til mange andre nyttige produkter end blot holde bygningerne varme eller kolde. Den høje grad af innovation resulterede i mange nye produkter og en udvidelse af forretningsområder, baseret på den efterhånden avancerede stenuldsteknik.

Samtidig med den store fokus på innovation af nye produkter, var 1980'erne perioden hvor Rockwool spredte sig til oversøiske markeder, med etablering af en fabrik i Canada. Berlinmurens fald og dermed slutningen på det østeuropæiske jerntæppe, åbnede nye uudnyttede markeder også dette udnyttede Rockwool med en massiv opgradering i Østeuropa i årene efter murens fald.

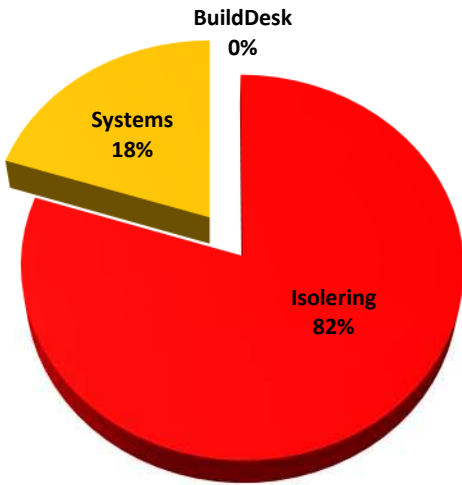
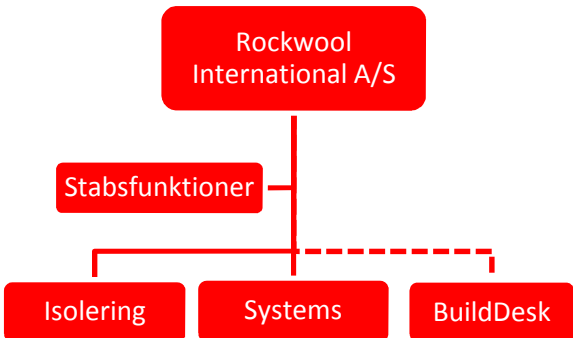
Rockwools kraftige vækst og lysten til yderligere at blive større, betød at virksomheden i 1996 blev børsnoteret på Københavns Fondsbørs, da man ønskede at rejse kapital til den fortsatte ekspansion, specielt mod Østeuropa⁴. Børsnoteringen gjorde en ende på virksomhedens status som familiedrevet, for at den i fremtiden kunne være gearet til den ønskede konstante vækst, men også sikret med mulige nedture.

I år 2000 udvidede Rockwool forretningen til nye markeder, ved etablering af en fabrik i Malaysia. Dette var det første skridt i etableringen af den asiatiske forretning, en forretning der anses som værende vigtig i fremtiden for virksomheden.

2.2 Divisioner og produkter

Rockwool International A/S forretningsstruktur består af tre divisioner, hvor Builddesk som den tredje anses som værende lidt selvstændig. Isoleringsdelen udgør 82 % af omsætningen i regnskabsåret 2011, som er vist i nedenstående figur. Nedenfor er også vist Rockwools nuværende virksomhedsstruktur hvor man kan se at forretningsområderne er opdelt.

⁴ Børsprospekt fra rockwool.dk fra 1996

Tabel 2 ⁵	Tabel 3								
 A 3D pie chart illustrating the revenue distribution of Rockwool. The chart is divided into three segments: a large red segment for 'Isolering' (82%), a smaller yellow segment for 'Systems' (18%), and a very thin white segment for 'BuildDesk' (0%). <table border="1"> <thead> <tr> <th>Forretningsområde</th> <th>Andel (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Isolering</td> <td>82%</td> </tr> <tr> <td>Systems</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>BuildDesk</td> <td>0%</td> </tr> </tbody> </table>	Forretningsområde	Andel (%)	Isolering	82%	Systems	18%	BuildDesk	0%	Virksomhedsstruktur  <pre> graph TD RI[Rockwool International A/S] --- SF[Stabsfunktioner] RI --- B1[] B1 --- I[Isolering] B1 --- S[Systems] B1 --- BD[BuildDesk] style B1 width:0px,height:0px </pre> The organizational chart shows 'Rockwool International A/S' at the top. A vertical line connects it to 'Stabsfunktioner' (Staff Functions) on the left. Another vertical line extends downwards from the main line, branching out to three boxes: 'Isolering', 'Systems', and 'BuildDesk'.
Forretningsområde	Andel (%)								
Isolering	82%								
Systems	18%								
BuildDesk	0%								

Isoleringsforretningen står som sagt, stadig for hoveddelen af Rockwools omsætning i dag. Systems forretningsområdet har de seneste år oplevet fremgang og er et vigtigt område for fremtiden og derfor også et område virksomheden konstant investerer i⁶. Systems forskellige forretningsområder bliver gennemgået senere i afsnittet.

Isoleringsdelen af Rockwool består af flere produkter, hvor bygningsisoleringen står for den største del. Der sælges også produkter udviklet specielt til tage, gulve, facader, renoveringsopgaver, offshore og marinebranchen. Virksomheden oplever også vækst indenfor industriisoleringen, hvor det primært handler om isolering af installationer, for på den måde at skabe forbedring af energi- og CO₂-effektiviteten⁷. Indenfor denne sektor er Rockwool verdens førende leverandør, og forventningen til i fremtiden er stor, da mange industrivirksomheder har en mangelfuld isolering af deres rør, kedler og beholdere, hvilket betyder at man kan spare betydeligt, ved forbedringer af dette problem⁸.

Systems området er en blanding af mange forskellige afdelinger, alle afdelinger arbejder dog med produkter der er en videreudvikling af stenuld. Da det er meget forskellige områder de arbejder indenfor, er der nedenfor opstillet en forklarende tabel.

⁵ Egen tilvirkning

⁶ Rockwool Årsrapport 2011, s. 18

⁷ Rockwool Årsrapport 2010, s. 4

⁸ Rockwool Årsrapport 2010, s. 6

Tabel 4⁹

Underafdelinger i Systems Division	Forretningsområde ¹⁰
Rockfon	Rockfon er en af de afdelinger der produceres produkter der ligger tæt op af de normale isoleringsprodukter. Afdelingen udvikler og markedsfører integrerede loftløsninger, altså loftpaneler der bidrager aktivt til at forbedre indeklimaet, æstetikken og de akustiske forhold i bygninger. Hovedmarked for dette område er Vesteuropa, hvor renovering af offentlige bygninger har været en vigtig del af væksten for afdelingen. Rockfon har dog også opnået en stærk position på det russiske marked siden 2010, hvor afdelingen udvidede produktionen til.
Rockpanel	Produktet Rockpanel er også relateret til den normale isoleringsdel, da de producere dekorative facadepaneler til byggesektoren. Paneler er lavet af komprimeret stenuld og har derfor isoleringseffekt. Rockpanel bevæger sig hovedsagligt på det Nordeuropæiske marked. Med en stor interesse fra arkitekter og bygherrer findes der store fremtidsforventninger til denne afdeling.
RockDelta	RockDelta afdelingen producere og forhandler produkter til to forretningsområder af den mere tekniske art. Afdelingen udvikler både lydisolerende paneler der monteres langs veje og jernbaner, men også et vibrationsmindskende produkt der ligges under togskiner for at minimere generne fra togtrafikken.

⁹ Egen tilvirkning¹⁰ Rockwool Årsrapport 2011, s. 18+19 og Rockwool.com

Lapinus Fibres	Lapinus fokusområde er udenfor bygningssektoren. I denne afdeling udvikler og forhandler man miljøvenlige specialfibre lavet af stenuld til forstærkning af bl.a. bremsebelægning, pakninger, plastik og maling. Afdelingen har oplevet opadgående omsætning, dog med udsving på grund af bilindustriens markedsvilkår.
Grodan	Grodan forhandler ligeledes en produkt uden for byggeindustrien. Afdelingen er verdens førende indenfor bæredygtige og rentable dyrkningsløsninger til gartneribranchen. Hovedmarked er Holland, men Grodan har også udvidet forretningen til både Nordamerika og Østeuropa, som mange andre dele af Rockwool koncernen allerede er.

BuildDesk blev som den nyeste afdeling etableret i 2001, med henblik på konsulentbistand til nuværende og nye kunder. BuildDesk arbejder i dag som en uafhængig konsulentforretning med kontorer flere steder i Europa. Afdelingen fokuserer på at udvikle energieffektive og bæredygtige bygningsløsninger, ved at rådgive på både nybyggeri og renoveringer. Dette indebærer efteruddannelse, træning, udregninger og udarbejdelse af alt fra tegninger til rådgivning på færdiggørelsen af projekter. BuildDesk afdelingen er oprettet for at Rockwool kan kreere mersalg på den store knowhow der findes i virksomheden indenfor blandt andet optimal isolering.

2.3 Geografisk overblik

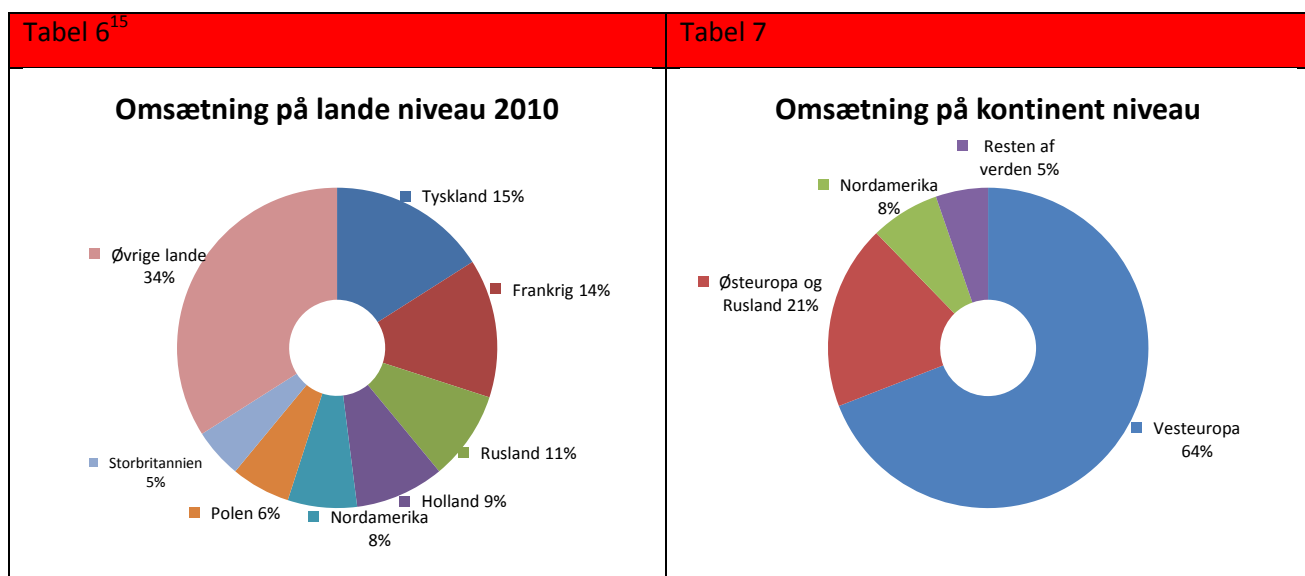
Rockwool har gennem årene udviklet sig til verdens førende stenulds producent, og med en konstant plan om udvidelse af forhandlernetværk, er virksomheden i dag repræsenteret på de fleste store markeder i verden. Nedenfor vises et kort over Rockwools salgssteder og produktionsfabrikker for 2011.

Tabel 5¹¹



Rockwools største marked er Tyskland, hvor man oplever 15 procent af virksomhedens omsætning. Det tyske marked har været det største i mange år, men de seneste år har man oplevet en lille nedgang i omsætningen her, ligesom man har oplevet på andre vigtige vesteuropæiske markeder, blandt andet Holland der dækker 8 procent af den samlede omsætning. Det samlede Vesteuropæiske marked har de seneste år udgjort en mindre del af den samlede forretning i Rockwool.

Rusland, er med 11 procent



2.4 BCG-Matricen

BCG-Matricen giver et overblik over Rockwools sundhed, ved at se på deres produktsortiment og hvor de ligger når det kommer til markedsdele og markedsvækst. Ved samtidig at opdele Rockwools forretninger geografisk og vurdere dem ud fra denne model, viser man hvilke sunde og mindre sunde områder der findes i Rockwool. Modellen viser langs x-aksen hvilken markeds position produktet har, mens y-aksen vurderer produktet ud fra væksten på markedet.

Isoleringsmarkedet i Vesteuropa har været stort og udviklet i mange år. De seneste års regeringsbeslutninger omkring renovering af offentlige bygninger, har bibeholdt aktiviteterne på området, på trods af det haltende boligmarked grundet finanskrisen. Denne krise er ikke ovre, og mange lande kæmper stadig en brag kamp for at komme ud af den med skindet på næsen. Dette ændre dog ikke ved at isoleringsprodukter hos Rockwool kan betegnes som Cash Cows på

nuværende tidsp

komplekshed kan dog betyde store udsving igennem tiden, da man mange gange er afhængig af én branche, hvor produktet hovedsagelig bliver solgt til. Udsving og udvikling inde for disse brancher kan afdelingerne ikke styre, hvilket kan gøre udsigterne i dem usikre.

Systems Divisions afdelingerne har flere år haft en større betydning for Rockwool, og udgjort en konstant andel af den samlede omsætning. Dog er alle produkter stadig en videreudvikling af stenulden og de fleste produkter knytter sig til isoleringsbranchen på den ene eller anden måde og kan betegnes som nichemarkeder. Dette betyder at selv om Systems er vokset de seneste år, er det stadig de traditionelle isoleringsprodukter til bygningssektoren, Rockwool i mange år fremover vil bygge deres forretningsgrundlag på, som hovedmotoren i deres forretning. Det er dog vigtig for Rockwool at have en bred produktportefølje, for at kunne hjælpe kunder med alle tænkbare løsninger og hvilket også konsulent delen af Rockwool, Builddesk, skal hjælpe med.

2.5.1 Salgsudvikling

At Rockwool ligger her med deres traditionelle isolerings produkter til bygning og renoveringsbranchen, der også udgør hovedparten af virksomhedens omsætning, betyder udfordringer i fremtiden. Det Vesteuropæiske marked har i mange år været stabilt, med tendens til faldende, og dette betyder at Rockwool skal finde på måder at udvikle og differentiere sig på, for ikke at tabe markedsandele til alternative produkter. Dette er en proces Rockwool bruger mange ressourcer på, for eksempel med nedbringelsen af volumen af de endelige produkter, for på den måde at spare transportomkostninger og dermed have endnu bedre konkurrencedygtige priser. Stenuldsisoleringens største konkurrent på det Vesteuropæiske isoleringsmarked, er glasuldsisolering. Brandsikkerheden i stenuld er dog bedre end glasuld, og dette er, et blandt mange budskaber, Rockwool skal få ud til slut kunden, for på den måde at sikre sig nye markedsandele i området²⁰. En anden markedspenetrerings metode kan være opkøb af eksisterende produktionsanlæg eller konkurrenter. Med Rockwools status som førende indenfor stenuldsisolering, samt tilstedeværelse af, og kapacitetssituationen på, de eksisterende fabrikker, kan man argumentere for at dette ikke er vejen frem på nuv

kunden, ved at opdage nye behov inden resten af markedet ved det, og dermed være et skridt foran konkurrenterne.

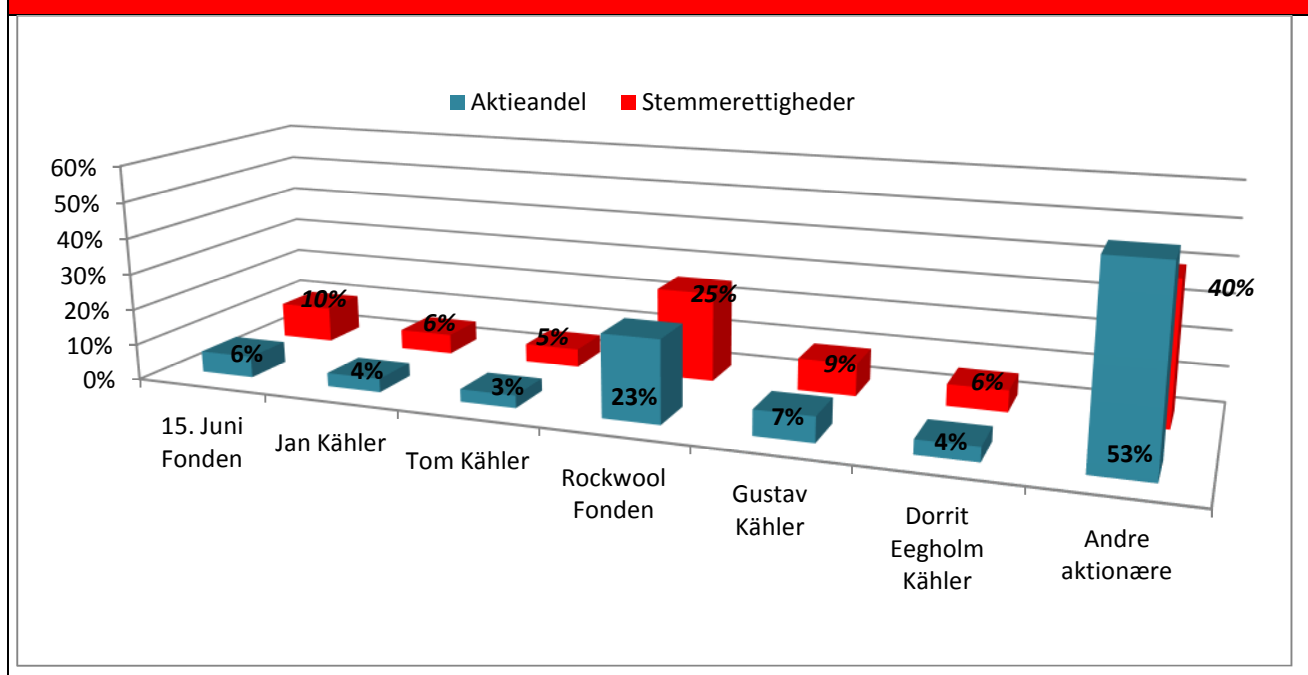
Diversifikationssegmentet i Rockwool forretningen er ikke åbenlys, da alle produkter har udspring i stenuldsfiberen. Men at have en afdeling der kun sælger dyrkningsløsninger til drivhusbranchen, kan man kalde at diversificere sig. Det samme kan man sige omkring Lapinus og deres salg af maling forstærker til blandt andet bilindustrien. Denne del af modellen er dog den mest usikre da det er helt nye markeder man bevæger sig ud på med helt nye produkter.

2.5.3 Markedsudvikling

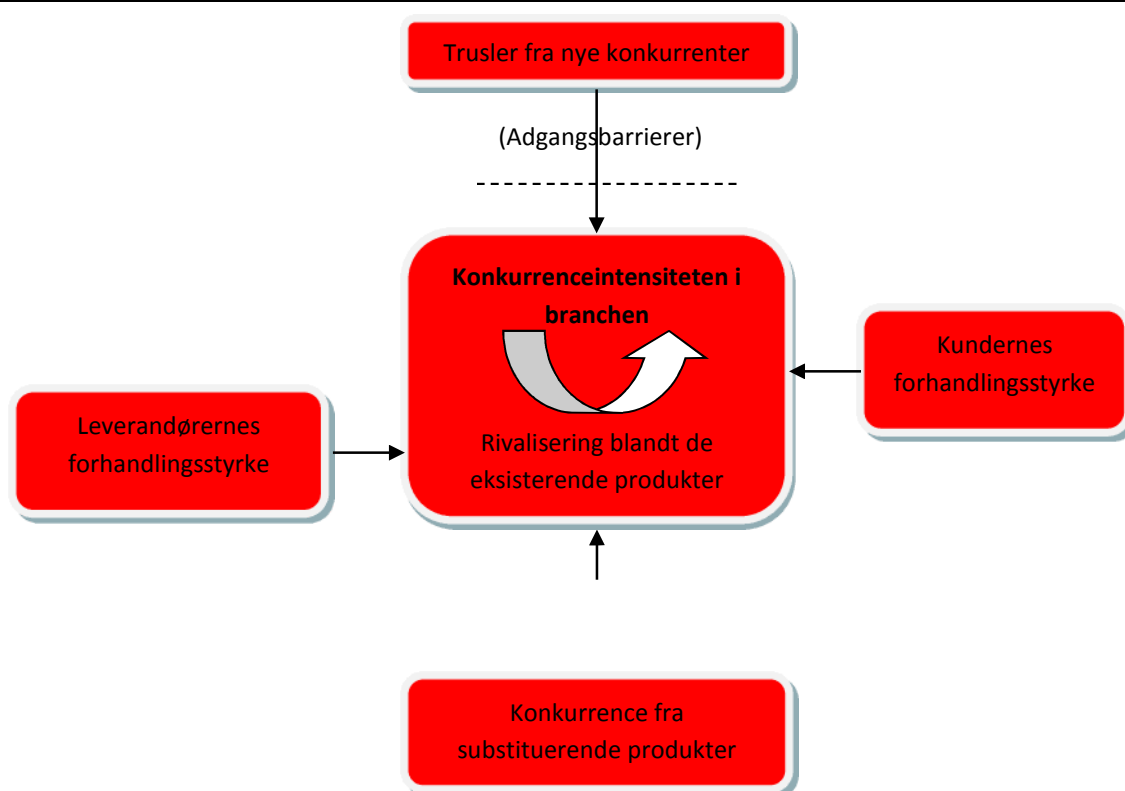
Sidste boks i vækstmodellen er markedsudvikling. Her tager man eksisterende produkter og udbyder det på nye markeder. Rockwool har haft stor fokus på dette de

viser, var det ikke kapital mangel der fik virksomheden introduceret på Fondsbørsen, eftersom det kun var under 1 procent af alle aktier der var til salg²⁴.

Opbyggelsen af A og B aktier, sørgede for at stemmerettighederne forblev, hvor man ønskede det, internt i familien, selvom man ikke havde overvægt i kapitalgrundlaget. Dette skyldes at en A-aktie har ti stemmer, mens en B-aktie kun har en stemme. Denne opdeling af aktierne findes stadig og rationiveau der blev valgt i 1996 og var 60/40, er kun blevet ændret en gang siden, da bestyrelsen i Rockwool, i starten af 2011 valgte at omlægge aktieklasserne, så fordelingen

Tabel 10²⁷

Tabel 11 – Porter's Five Forces²⁹



2.6.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Stenuldisolering bliver produceret ved hjælp af stenarten diabas. Dette er en standard stenart, der findes mange steder i verden. Eftersom dette materiale findes i store forekomster, findes der også mange udbydere af stenen, hvilket gør verdensmarkedsprisen for materialet meget stabilt og forholdsvis lav. Dette betyder at Rockwool, som storforbruger af dette produkt, har gode forhandlings vilkår med leverandørerne og kan forhandle sig frem til fordelagtige og stabile priser.

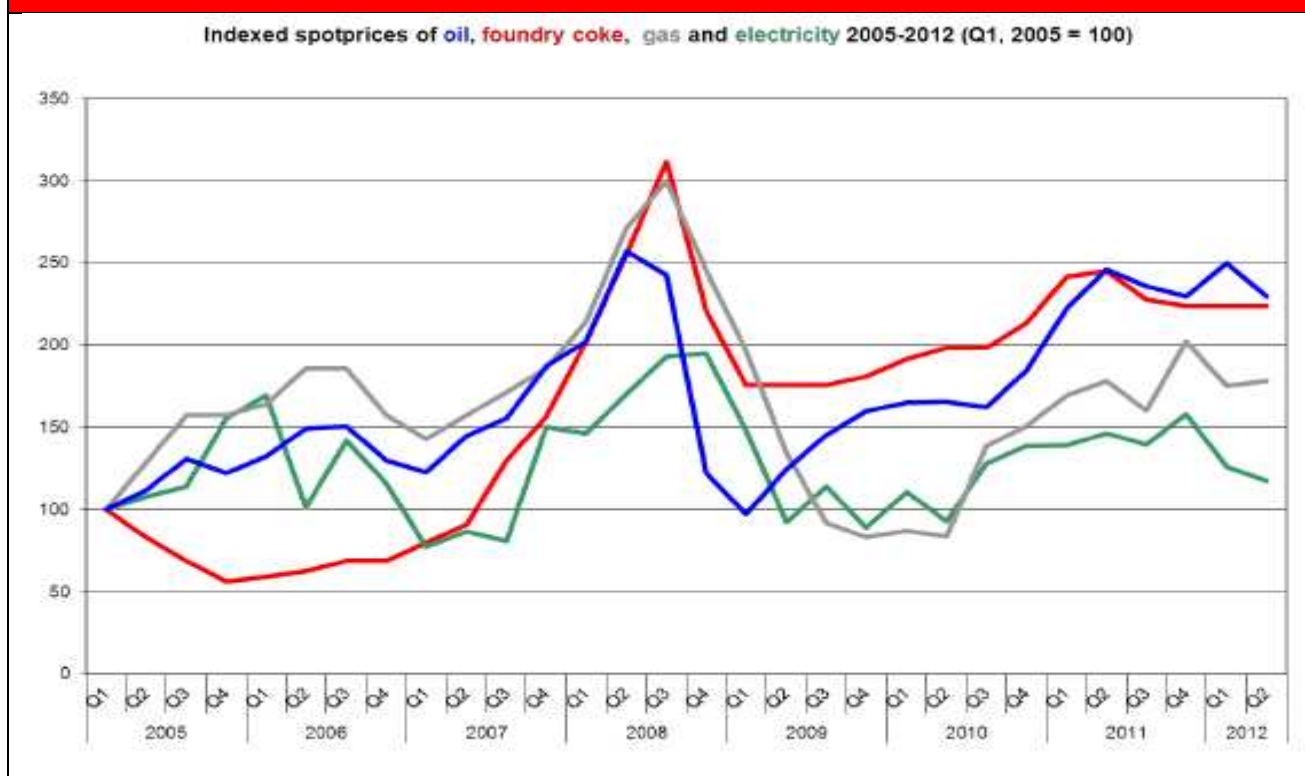
Udover stenen, der bruges til stenuldisoleringen, findes der et andet produkt der har stor betydning i den energi-krævende og -tunge produktion af isoleringen, dette er koks. Koks, der er en slags stenkul fremstillet af bituminøst kul³⁰, bruges til at varme de store smelteovne op, der findes i starten af produktionen til smeltning af diabas stenen, så der kan spindes stenuldstråde. Rockwool har igennem årene testet flere forskellige brændbare produkter, og har derigennem fundet ud af, at koksen er det bedste produkt til netop denne slags produktion. Dette indebærer at prisudviklingen på koks, har stor betydning for Rockwools omkostningsniveau og fortjenesten på slutprodukterne.

²⁹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 87

³⁰ Den Europæiske Unions Tidende, 18-09-2007, s. 2

Nedenstående graf viser, at prisen på koks siden 2005, har haft betydelige udsving. Efter nogle år med fald, satte den store finans krise ind i 2007 og 2008, og med den steg koksprisen kraftigt og toppede i anden halvdel af 2008, på en pris der var 3 gange større end i 2005. De efterfølgende år er prisen faldet lidt, men ligger alligevel i midten af 2012, på en pris der er over dobbelt op i forhold til 2005.

Tabel 11, Udvikling på koksprisen (foundry coke)³¹



Som ovenstående graf også viser, ligger prisudviklingen på koks sig tæt op af olieprisudviklingen, der også har haft store udsving siden 2005. Man kan ud fra grafen konkludere at energipriserne generelt, er blevet noget dyrere de seneste år, hvis man ser bort fra el.

Rockwools position, hvad angår leverandører af koks, er ikke en umiddelbar faremoment. Der findes mange udbydere af koks, og med fabrikker over hele verden, findes der også en leverandør i nærområdet. Hovedmarkedet for Rockwool, Europa, er også her hvor størstedelen af fabrikkerne ligger og derfor også her der efterspørges mest koks. Rockwool er den største forbruger af koks i Europa, et forbrug der tegnede sig for 13 procent af det samlede forbrug i 2007 i Europa³², og dette er til deres fordel.

³¹ Rockwool Q2 results Copenhagen, 27-08-2012, slide 25

³² Den Europæiske Unions Tidende, 18-09-2007, s. 13

Kina er storleverandør af koks og dette til priser andre har svært med at konkurrere på. Dette har igennem tiden været en problemstilling der har fået europæiske leverandører til at kræve speciel told på koksen³³. Told på kinesiske råvarer er et kendt fænomen inden for EU, der prøver at beskytte de "hjemlige" leverandører, men samtidig prøver at holde et konkurrencedygtigt niveau, således produktionen stadig er økonomisk rentabel i Europa, for virksomheder som Rockwool³⁴.

Leverandørerne af koks, har ikke de store fordele overfor Rockwool. Ligesom diabas, er Rockwool så stor en aftager af koks at de står stærkt i prisforhandlingerne, og derfor er det kun markedsudviklingen i prisen, og dermed verdens konjunkturerne, der har den største påvirkning på Rockwools energiudgifter.

2.6.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Rockwools kundeportefølje spænder vidt, lige fra store entreprenører der bruger Rockwool til isolering af store erhvervs- nybyggerier eller – renoveringer, til hjemmehåndværkeren der skal isolere hans varmerør eller det nybyggede skur. Den store forskellighed i slutbrugeren, betyder at Rockwool hovedsagligt sælger til grossister, der så sælger videre til slutbrugeren. Denne forretningsproces kan betyde en fordel til grossisten, der aftager Rockwool produkterne, hvis disse har store markedsandele på de pågældende markeder. Rockwool er dog verdensomspændende, og med den store forskellighed i slutbrugerne, kræver det også salg til forskellige grossister, der har forskellige kundegrupper.

Stenulden som Rockwool producerer, har nogle vigtige fordele, i forhold til alternative produkter der findes på markedet³⁵. Rockwool er verdens største stenuldsproducent og dette har også indvirkning på slutbrugeren, der efterspørger Rockwool for deres kvalitet, hvad angår energiisolering men også brandhæmmende.

Rockwool er en stor spiller på isolerings markedet, og deres produkt har bevist sine styrker igennem mange år og derfor findes der efterspørgsels på deres produkter. Dette betyder at kundernes forhandlingsstyrke set over hele markedet er lav.

³³ Den Europæiske Unions Tidende, 18-09-2007

³⁴ "Anti-dumping agreement" - <http://um.dk/da/politik-og-diplomati/internationale-organisationer/wto/regler-i-wto/anti-dumping/>

³⁵ Afsnit 2.6.5 Konkurrenceintensiteten

2.6.3 Truslen fra nye konkurrenter (Adgangsbarrierer)

Produktion af stenuldsisolering anses som en kapitaltung proces, der kræver store investeringer i produktionsfabrikker. De stadig større miljø- og sikkerhedsmæssige krav der stilles til isolering, har betydet enorm udvikling indenfor teknologien bag isoleringsprocessen. Rockwool har været i branchen i mange år, og har konstant haft fokus på videreudvikling af deres produkter, men også deres produktionsapparat, således de konstant er på forkant med de stigende krav, men også den stigende interesse fra mulige nye markeder. Denne indarbejdet "know how" Rockwool har samlet igennem årene, er vital for virksomheden for at de også i fremtiden kan være markedsførerne.

Eventuelle nye aktører i isoleringsbranchen, skal foretage store investeringer fra starten af, for at komme ind på markedet, hvis ikke de køber et allerede etableret selskab. Med det øget fokus på miljø og sikkerhed indenfor isoleringsmaterialer, der er sket de sidste år, kan nye aktører ikke nøjes med at starte produktion af de såkaldte ukomplicerede isoleringsprodukter³⁶, såsom skumisolering, da det må forventes at de stadig strengere lovmæssige krav der indføres verden over, vil betyde at efterspørgslen vil falde på disse ukomplicerede isoleringsprodukter, specielt på markeder hvor mineralisolering i dag kun udgør en relativ lav andel af det samlede marked.

Udfordringerne for de nuværende isoleringsproducenter, omkring transport betingelserne for produkterne, vil også har stor betydning for eventuelle nye aktører i branchen. Den manglende kompaktthed i stenuldsisolering, betyder at det hurtigt bliver økonomisk uattraktivt, at transporterer færdiglavet isoleringsprodukter over for lange afstande. Dette ses også tydeligt i en koncern som Rockwool, der har etableret produktionsanlæg geografisk klogt, således at de kan servicere deres markeder så effektivt og økonomisk som muligt³⁷.

Interessen for at etablere sig i en ny branche, afhænger typisk af hvor profitable branchen har været og hvilke udsigter den har for fremtiden. Den finansielle krise har ramt isoleringsbranchen hårdt, men har også medført et skifte i opfattelse af hele branchen. Fra før krisen, hvor isoleringsbranchen var en del af byggebranchen og leverede gode økonomisk fremgange og store vækstrater på grund af det spirende byggeboom, gjorde den finansielle krise, og dermed det totale byggestop, ondt på isoleringsbranchen. Der blev ikke bygget nye huse og branchen var derfor nødsaget til at agere. Rockwool har igennem de sidste år, bevist gået efter en grønnere profil, blandt andet ved at gøre opmærksom på de store miljøbesparelser deres produkter giver.

³⁶ Afsnit 2.6.5.1 Konkurrenter

³⁷ Rockwool Roadshow North America 12-13 April, slide 7

Isoleringsbranchen er blevet hjulpet gevaldigt af regeringer verden over, der alle ville få gang i økonomien igen og derfor, blandt andet lavede skrappe renoveringsregler for gamle bygninger og samtidig satte gang i store statsstøttede investeringer, der har hjulpet isoleringsbranchen enormt. Vækstraterne er dog stadig ikke de samme i det nuværende marked, som de har været. Derfor kan man argumentere for at nye konkurrenter til Rockwool ikke er sandsynligt på nuværende tidspunkt, da de krævede startinvesteringer er så voldsomme og branchen stadig halter efter i forhold til før finanskrisen.

2.6.4 Konkurrence fra substituerende produkter

Isoleringsprodukter findes i mange forskellige formater, om det er muslingeskaller, fåreuld, plastiskum eller stenuldsisolering. Hvis man helt overordnet kigger på isolering, findes der ikke alternative produkter til at isolere og derfor er branchen ikke truet fra udefrakommende produkter.

Den største konkurrent til Rockwools produkter må anses at være glasuldsisolering. Specifikationerne for dette produkt ligger tæt op af stenulden, og er derfor også et produkt, der kan vælges af kunderne, som et substituerende produkt til Rockwool³⁸. Sten- og glasuld bliver kaldt mineraluldsisolering, og derfor kan det diskuteres om glasulden ikke skal ses som en substituerende produkt, men derimod som et konkurrerende produkt indenfor branchen, en denne situation bliver forklaret mere om i næste afsnit.

At finde et substituerende produkt der kan konkurrere med Rockwools isoleringsprodukter er svært og derfor anses mulig konkurrence fra sådanne produkter som lav. Dette også set i lyset af de stadig mere krævende regler, der bliver lavet omkring isoleringsevne og brandsikkerhed.

2.6.5 Konkurrenceintensitet

Den samlede isolerings branche kan fordeles i tre overordnet grupper: mineraluld, plastisk skum og alternative materialer. Mineraluld der dækker over både sten- og glasuld, udgør den største andel af det europæiske marked med lidt under 60 procent, mens plastik skum udgør lidt under 40 procent.³⁹

Der findes flere væsentlige forskelle imellem mineraluld og plastisk skum. Mineraluld er bandhæmmende og lydisolerende hvilket plastisk skum ikke er, der dog er mere praktisk og derfor er lettere at håndtere og lettere at transportere⁴⁰.

³⁸ Afsnit 2.6.5 konkurrenceintensitet

³⁹ Rockwool HSBC European MidCaps Conference, Zurich, 30-11-2011, slide 26

⁴⁰ Rockwool HSBC European MidCaps Conference, Zurich, 30-11-2011, slide 27

Mineraluldens egenskaber er heller ikke ens, alt efter om det er lavet på sten eller glas. Rockwool producere isoleringsprodukter lavet af sten og er markeds ledende inden for dette område, mens de fleste konkurrenter bruger glas til deres isoleringsprodukter. Den største fordel ved glasuld er muligheden for at komprimere det færdige produkt mere end hvad er muligt ved stenuld, hvilket betyder mindre transportomkostninger og mere fleksibilitet i det færdige produkt. Nedenfor er vist en tabel der sammenligner produkternes evner på en række vigtige faktorer.

Tabel 12, Specifikation oversigt Stenuld vs. Glasuld⁴¹

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

Tabellen viser at stenuld performer bedre i flere kategorier, med brandsikkerhed og bærerevne som nævneværdige fordele. Glasuld er som nævnt, mere fleksibel og dette betyder mindre økonomisk byrde når det kommer til transport af det færdige produkt.

Plastiskskumisolerings konkurrencefaktorer i forhold til andre isoleringsprodukter, er pris og den lettere håndterlighed. Hvis man ser på andre markeder end Europa udgør skumisolering den klart største andel, da det igennem mange år har været den billigste og letteste måde at både isolere og efterisolere på. Men med den øgede grønne- og sikkerheds- fokusering på isolering verden over, gør plastikskumisolerings manglende brandhæmmende egenskab, produktet underlegen i konkurrencen med sten- og glasuldisoleringen⁴².

Alternative isoleringsprodukter tæller blandt andet papir, træfibre, fåreuld, halm, muslingeskaller, søgræs og tang. Disse produkter er sjældne og udgør kun en lille andel af det samlede marked. At sammenligne

⁴¹ Rockwool Roadshow North America 12-13 April, slide 20

⁴² Børsen, Happy hour for Rockwool i Kina, 28-12-2010, sektion 1, s. 8

disse produkter, som værende konkurrerende til mineraluld og skum, kan ikke anses som værende korrekt, da det mere er en niche ting indenfor branchen og udgør så lille en andel af det samlede salg⁴³.

Nedenfor gennemgås nogle af de største konkurrenter på isolerings marked på verdensplan til Rockwool. Der findes mange lokale producenter, men jeg har fokuseret min beskrivelse af virksomheder der har indvirkning på Rockwools gøren på de forskellige fokusmarkeder.

2.6.5.1 Konkurrenter

*Saint Gobain (Isover)*⁴⁴

Saint-Gobain er en stort fransk industrikoncern, der blandt andet producere glasuldsproduktet Isover, men står også for andre isoleringsprodukter. Den franske koncern beskæftiger omkring 190.000 personer på verdensplan med en omsætning i 2011 på lidt over 42 milliarder EUR. Hvor Rockwool er markedsførende indenfor stenuldisolering, er Saint-Gobain det indenfor glasuldisolering, og derfor kan man anse dem som Rockwools største konkurrent.

Saint-Gobain beskæftiger sig inden for mange industrielle brancher, med isoleringsområdet som en af de vigtigste. Glasuld udgør størstedelen, men koncernen producere også stenuld, skumisolering samt flere nicheområder. Saint-Gobain forhandler

*Uralita*⁴⁵

Det spanske Uralita Group producere og forhandler inden for flere grene af bygningsbranchen. Virksomheden har deres hovedmarkeder i Spanien og Portugal, hvor de er førende. Den største gren af Uralita er deres isoleringsforretning, med mærket URSA, der står for over halvdelen af deres omsætning som i 2011 var cirka 677 mio. EUR. Uralita har 3050 ansatte på verdensplan, hvor størstedelen er beskæftiget i Europa området hvor 98 procent af deres omsætning bliver genereret.

Uralitas isolerings forretning er baseret på glasuldisolering, ligesom Saint-Gobain. Efter et opkøb i det tyske selskab, Pfleiderer AG i 2002, fik Uralita vigtige salgskanaler i Østeuropa, hvor de er store konkurrenter til Rockwool, men også i resten af Europa hvor de betragtes som værende den tredje største isolerings producent.

⁴³ Rockwool HSBC European MidCaps Conference, Zurich, 30-11-2011, slide 26

⁴⁴ <http://www.saint-gobain.fr/en/group>

⁴⁵ www.uralita.com

*Knauf Insulation*⁴⁶

Som en del af den tyskbaserede industrikoncern Knauf, er Knauf Insulation en vigtig spiller på isoleringsmarkedet. Med over 5000 ansatte på verdensplan sælges Knauf isolering i 50 lande med produktion i de 30 af dem.

Knauf koncernen der startede med gipsbaseret bygningsmaterialer i 1932, har i dag produktion af blandt andet isolering-, cement- og gips-produkter. Koncernen omsætter for over 5 mia. EUR om året og fokuserer deres salg indenfor isoleringen i Nordamerika samt Europa og Rusland. Med deres fokusering på isoleringsbranchen, hvor de både tilbyder glasuld, stenuld samt isoleringsskum, er dette firma en stor konkurrent for Rockwool i fremtiden⁴⁷.

*Paroc Group*⁴⁸

Det finskbaseret Paroc Group, producere og udvikler udelukket stenuldsprodukter, hvilket gør selskabet til den konkurrent, der ligner Rockwool mest. Med en omsætning i 2011 på omkring 3 mia. kr. er Paroc dog en mindre spiller end Rockwool på isoleringsmarkedet, og dette ses også i deres hovedmarkeder, der dækker Nordeuropa og Baltikum, dog med salg til resten af Europa også.

Paroc er markedsleder på de finske, svenske og baltiske markeder, der også har været hovedmarkederne igennem hele firmaets historie, der startede i 1930'erne. Det er også omkring disse markeder at deres produktionsfaciliteter findes.

Det konkurrerende element ved Paroc, i forhold til Rockwool, findes i deres solide forankring i Nordeuropa og deres hovedfokus på stenuldsprodukter, hvilket gør dem meget sammenlignelige med Rockwool og en konkurrent Rockwool skal have fokus på i fremtiden, for ikke at tabe markedsandele på deres "gamle markeder", i deres iver på at udvikle forretning og komme ud til nye områder som Asien og Nordamerika.

⁴⁶ <http://www.knaufinsulation.dk/>

⁴⁷ http://www.knauf.com/www/en/ueber-knauf/vom-familienunternehmen/unternehmensprofil/vom-familienunternehmen_1.php

⁴⁸ <http://www.paroc.com/about-paroc>

Owens Corning⁴⁹

Det amerikanske baserede isoleringsfirma, blev grundlagt i 1938 med produktion af glasuld. Med fodfæste i det Nordamerikanske marked, er virksomheden verdens største producent af glasuldsisolerings relateret produkter. Virksomheden omsatte i 2011 for 5,3 mia. USD og har over 15.000 ansatte på verdensplan. Owens har salg i både Europa og Kina, begge markeder virksomheden forventer at styrke deres positioner på i de kommende år, hvilket i fremtiden kan gøre virksomheden til en farlig konkurrent for Rockwool, en konkurrent der er mange gange større endda.

Owens anses som værende den største konkurrent på det Nordamerikanske for Rockwool, en konkurrent der med de amerikanske rødder er en stor mundfuld. Virksomhedens mange år i branchen, giver dem ligesom Rockwool en stor "know how". Owens udelukkende fokusering på glasuld, gør at konkurrencen mellem selskaberne sker på deres produkters egenskaber, hvilket kræver at Rockwool i fremtiden forsætter den konstante udvikling for at kunder accepterer den højere pris der normalt tages for stenuldsisolering i forhold til glasuldsisoleringen.

2.6.6 Konkurrenceintensitet, fortsat

Med udgangspunkt i isoleringsbranchen, kan man anse rockwools produkter som værende bredt dækkende når det kommer til kundernes efterspørgsel. Nedenstående oversigt viser hvordan Rockwool selv rangerer deres produkt, i forhold til konkurrerende produkter i branchen.



⁴⁹ www.owenscorning.com

⁵⁰ Rockwool Roadshow North America 12-13 April, slide 21

Konkurrerende produkter i isoleringsbranchen, har begrænsninger og salget af dem bliver mere fokuseret på specifikke dele af markedet, som ovenstående oversigt viser. Dette betyder at Rockwool konstant skal udvikle deres produkt portefølje, således at de har konkurrencedygtige produkter, der kan dække hele markedet, som de ønsker. Når de konkurrerende produkter kun fokuserer omkring dele af markedet, er det normalt at deres ekspertise og fokusering herpå, betyder hurtigere udvikling og forbedring af de hidtidige produkter. At Rockwool kun arbejder med stenuld og har gjort det i siden 1935⁵¹, betyder at de har kunnet følge med udviklingen i branchen, men også været førende og standard sættende, der har betydet at Rockwool producerer nogle produkter, som kunderne efterspørger, som værende de mest sikre og miljørigtige.

Den overordnede konkurrenceintensitet i isoleringsbranchen er hård. Isolering generelt er ved at tage en grøn drejning, der betyder at flere samfund kræver brug af isolering i nye bygninger og ved renoveringer igennem lovgivningen, for at spare på CO₂ udledningen⁵². Dette betyder en fokusering på isoleringsprodukternes ydeevne og her er Rockwools stenuldisolering fører på mange faktorer, som vist tidligere. Specielt spørgsmålet omkring brandsikkerheden ved isolering, er et punkt Rockwool i fremtiden kan vinde markedsandele på, da stenulden klart er det sikreste i branchen. For fortsat stadig at ligge i denne gunstige position, er det krævet at Rockwool konstant udvikler deres produktportefølje, således at markedet naturligt vil efterspørge deres produkter, også på stenuldisolermæssige nye markeder, som Nordamerika og Asien, hvor store virksomheder som Owens Corning og Saint Gobain, allerede har godt fodfæste og derfor må anses som værende svære konkurrenter at stjæle markedsandele fra.

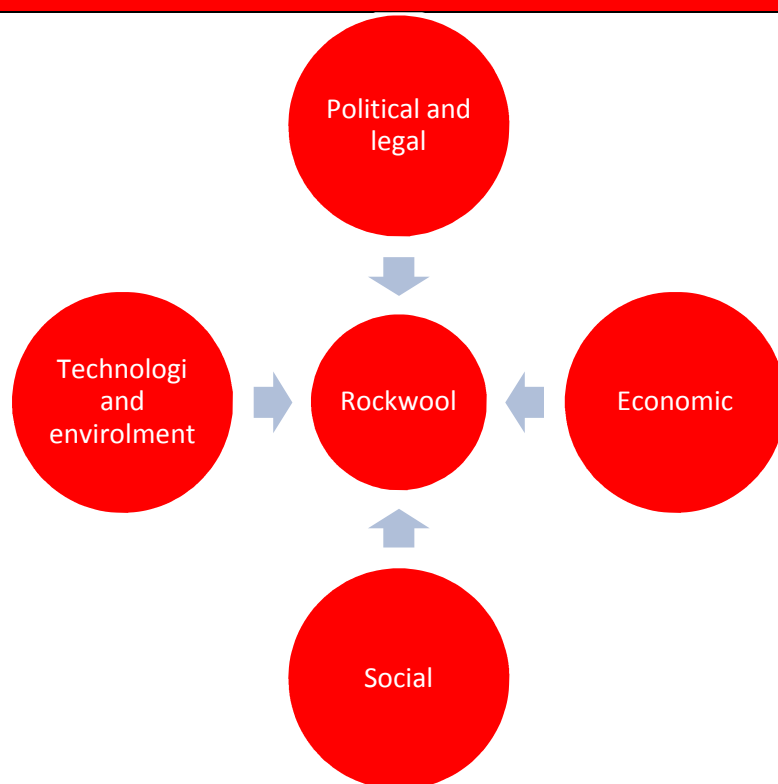
2.7 PEST

Det teoretiske grundlag for den makroanalytiske analyse tager udgangspunkt i PEST-modellen. Formålet med analysen er på det samfundsmæssige niveau, at identificere væsentlige faktorer, der har påvirkning på den globale isoleringsbranche. PEST modellen fokuserer på en række vigtige faktorer, Politik og lovgivning(P) – Økonomi(E) – Sociale og kulturelle forhold(S) – Teknologiske og miljø forhold(T), der alle bliver vurderet i forhold til Rockwool, som det vises nedenfor.

⁵¹ Afsnit 2.1 Historien

⁵² Afsnit 2.7 PEST

Tabel 14, PEST Figur⁵³



PEST-analysen vil blive brugt til at finde mulige indikatorer på hvilke trusler og muligheder, der i fremtiden vil have samfundsmæssig påvirkning på Rockwool, således at en effekt på udvikling fremover, kan indsnævres for virksomheden. For at dette skal kunne lade sig gøre, er det nødvendigt at lave den nedenstående analyse meget virksomhedsspecifik, altså fokuserer på få kerneting, som har stor betydning for Rockwool og ikke bare på isoleringsbranchen generelt.

2.7.1 Politik

De seneste års finansielle problemer for de fleste økonomier, har fået mange regeringer til at kigge mod virksomheder, for at finde nye indtægtsmuligheder, hvad end det er nye skatter eller afgifter. Dette gøres for at kunne redde de skrattende økonomiske udsigt mange lande har, efter mange år med overforbrug og udvidet velfærdssystemer⁵⁴, samt finansiering af nye tiltag til at få de økonomiske hjul i gang igen. Rockwool er også en del af denne industri, som kan risikerer øget afgifter og skatter, men i forhold til

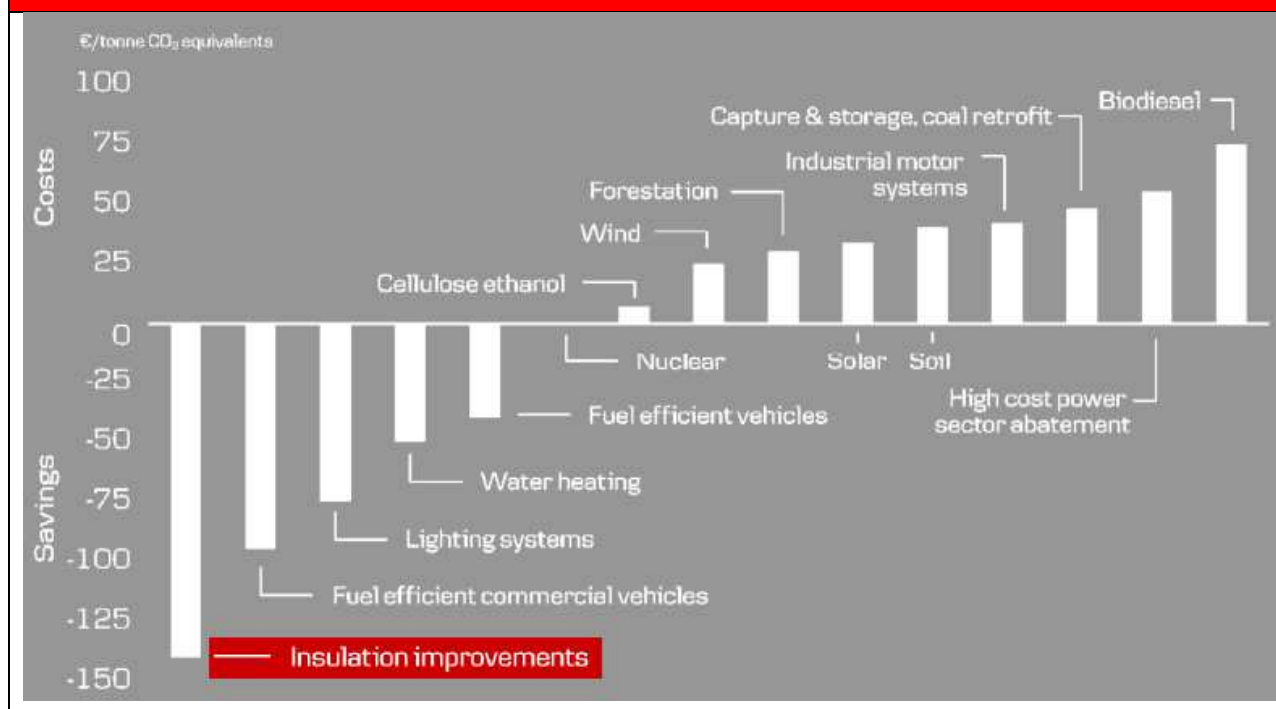
⁵³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 83

⁵⁴ Information, Europas krise – Danmark kan være Europas ledestjerne ud af krisen, 17-01-12, s. 8

mange andre virksomheder, producerer Rockwool et produkt mange regeringer ser fremtid i, hvilke betyder nogle politiske lyspunkter for virksomheden.

Ovenstående påstand omkring fremtid og lyspunkter, bunder i den øget miljømæssige fokusering, der findes i store dele af verdenen. Nedbringelse af co2 udledning, der anses som værende den største synder, når det kommer til global opvarmning og forurening, er kommet på dagsorden i hele verden⁵⁵. Lande og regioner har lavet optimistiske mål, der tvinger dem ud i massive investeringer, for at få nedbragt deres co2 udledning. Det er her Rockwool kommer ind i billedet, som en virksomhed, der før i tiden blev anset som en del af byggebranchen, men i disse år mere og mere nævnes i sammenhæng med den grønne bølge. Dette skyldes de store co2 besparelser, der kan opnås for relativt få økonomiske midler, i forhold til mange andre mulige grønne investeringer. Denne påstand giver nedenstående tabel et godt indtryk, og viser samtidig hvad andre grønne tiltag koster og hvilken indvirkning den har på det samlede miljøregnskab der findes ved hver investering.

Tabel 14⁵⁶, "Lowest hanging fruit" (Omkostning/co2 forbrug)



Hvis man ser nærmere på Rockwools hovedmarked, Vesteuropa, så har EU opsat fælles mål om at nedbringe udledningen af co2 med 17 procent inden 2020⁵⁷, hvilket skal hjælpes på vej ved årligt at

⁵⁵ Politiken, Connie Hedegaard vil have nye klimamål, sektion Økonomi, 07-11-12, s. 4

⁵⁶ Rockwool HSBC European MidCaps Conference, Zurich, 30-11-2011, slide 11

⁵⁷ Berlingske, Sparreløst sikre Rockwool stærk vækst, Sektion Business, 27-06-2012, side 4

energieffektivisering 3 procent af de statsejede ejendomme i EU. Dette mål kan kun forventes at have positiv effekt på Rockwool, da isolering er den ”lavest hængende frugt”⁵⁸, og dermed være en væsentlig del af denne energieffektivisering der kommer til at ske de næste mange år.

Det er ikke kun EU der foretager lovmæssige tiltag, for at komme det presserende miljø spørgsmål i forkøbet, det har hele verden tænkt på i mange år. Kyoto aftalen der blev underskrevet i 1997⁵⁹, var første skridt i co2 bekæmpelsen, som det meste af verdens nationer tog sammen. Selvom store nationer som USA og Kina ikke underskrev aftalen, var det en begyndelse, der sidenhen er blevet bygget videre på. Et grundlag, der af de seneste forværrede fremtidsudsigterne for den globale opvarmning, har fået blandt andet USA til at til en vis grad at imødekomme resten af omverdenens krav om nedbringelse af co2 de sidste par år⁶⁰.

Der findes også politisk medvind, dog med lidt tragisk baggrund, til Rockwool på det kinesiske marked, som virksomheden på lang sigt håber, kan blive en ny vækstmotor. Med det store byggeboom der har været i landet i mange år, har flere hændelser vist at sikkerheden ved nogle byggerier ikke har været i orden. Blandt andet har flere højhusbrande udviklet sig eksplosivt, da der er blevet brugt plastikskumisolering, der er medvirket til at brande har bredt eksplosivt, hvilket har medført store tab⁶¹. Disse branduheld har fået det kinesiske selvstyre til at lovgive omkring brandsikkerhed i nybyggerier, og med ”et par milliarder nye kvartermeter bygninger”⁶² om året, vil en opstramning fra den kinesiske regerings side, omkring bygningssikkerhed, betyder et markant større marked for brandhæmmende isolering såsom stenuldsisolering.

2.7.2 Økonomi

Verdensøkonomien har stor betydning for Rockwools fremtidige indtjeningsevne, da virksomheden befinder sig i en konjunktur følsom branche, der er meget afhængig af nybyggeri og renoveringer for at opretholde efterspørgsel på isoleringsmateriale. Med et salg der samtidigt hovedsagligt ligger udenfor Danmark vil også valutaudsving have effekt på virksomheden økonomiske performans.

⁵⁸ Se tabel 14

⁵⁹ http://unfccc.int/kyoto_protocol/items/2830.php

⁶⁰ Jyllands-Posten, USA reducerer udledning af drivhusgasser, 07-09-12, s. 16

⁶¹ Berlingske Kinesisk brandfrygt kan skabe boom for Rockwool, sektion Business, 22-10-2010, s. 12

⁶² Børsen, Happy hour for Rockwool i Kina, 28-12-2010, sektion 1, s. 8

Finanskrisen startede i 2007, og eksperter har siden da, alle kommet med skøn omkring hvornår den ville være slut og verden tilbage på fode igen⁶³. Årene er gået og ekspertskønnene kommer stadig frem i verdenspressen, da krisen stadig ikke helt har sluppet sit tag i verdensøkonomien. Mange lande kæmper med store statsunderskud og høje arbejdsløshedsprocenter⁶⁴, der kommer jævnligt meddelelser omkring nye massefyringer hos større virksomheder⁶⁵ og nationalbanker verden over, har fastholdt historisk lave renter over en længere periode⁶⁶. Der findes mange indikatorer på at verden stadig kæmper med efterveerne af finanskrisen, og mens nogle tegn tyder på at krisen er fortid, er der sikkerhed i at alle har en erkendelse og nervøsitet, omkring at en ny krise meget hurtigt kan komme igen, hvis ikke alle er meget påpasselige⁶⁷.

Den fortsatte nervøsitet omkring finanskrisen afspejles også i byggeaktiviteterne verden over. Vesteuropa, der er Rockwools hovedmarked, kæmper fortsat med stor arbejdsløshedsprocent og statsøkonomiske problemer inden for EU. Med disse problemer er det naturligt, at en konjunkturfølsom branche som byggeri er, stadig oplever dårlige tider og har svært ved rigtig at komme tilbage på tidligere tiders niveau. Dette påvirker Rockwool, der er nødsaget til at ligge mere fokus på nye markeder for at opretholde vækstraterne, der er fremlagt til og forventede fra investorer og aktiemarkedet.

Tabel 16⁶⁸, Udvikling på det europæiske marked



⁶³ Berlingske, Myterne om euroen og finanskrisen, 29-11-11, s. 27

⁶⁴ Jyllands-Posten, Kreditbureauer gør klar til at sænke USA, sektion Erhverv og Økonomi, 20-07-11, s. 15

⁶⁵ Berlingske, Hvor mange rockerbank kan Engel tåle?, sektion Business, 15-11-2012, s. 8

⁶⁶ Berlingske, Den skrøbelige vækstfase, sektion Business, 27-10-12, s. 15

⁶⁷ Berlingske, Gældskrisen vil vare i årevis, sektion Business, 14-07-11, s. 6

⁶⁸ EIB, European construction outlook to 2014, slide 9

Den fortsatte økonomiske udmatning i EU, der tilsynsladende har svært ved at give slip, har som nævnt ovenfor, haft store konsekvenser for nybyggeriet i regionen. Branchen er dog ikke gået helt i stå og dette skyldes de store statsfinansieret renoveringsprojekter, der er kommet i kølvandet på den såkaldte "2020 aftale"⁶⁹ omkring nedbringelse af co2 udledning. Dette ses også i ovenstående tabel hvor finanskrisen indtog tydeligt ses med faldet i 2007 og 2008, mens renoveringsdelen ligger på nogenlunde samme niveau igennem krisen.

Som beskrevet i forgående afsnit, anses efterisolering af gamle bygninger, som værende den hurtigste og mest økonomiske metode at nedbringe varmekonsumet og co2 udledningen. Mange regeringer holder gang i byggeribranchen, da arbejdsstyrken heri udgør en væsentlig del og et totalt kollaps af denne sektor vil give store sociale problemer og omkostninger.

Hvis man ser isoleret på EU's største og vigtigste økonomi Tyskland, et land som også aftager en femtedel af Danmarks eksport og der udgør 15 procent af Rockwools salg⁷⁰, er der her stor fokus på at holde gang i byggebranchen. Dette sker med konjunkturpakker til offentligt nybyggeri og renoveringer, samt offensivt opsatte miljømål for nedbringelse af drivhusgasser med 40 procent inden 2020⁷¹. Selvom nybyggeriet ikke oplever stor fremgang, oplever Rockwool forsat fremgang i landet, grundet deres mange statslige renoverings projekter, der skal hjælpe med til at nedbringe udledningen af drivhusgasser fra offentlige bygninger.

Den mindre fremgang i Tyskland, betyder ikke at også resten af EU oplever det samme, som blandt andet ses i nedenstående tabel, hvor BNP væksten for Tyskland ligger over EU gennemsnittet. Flere sydeuropæiske lande er eller har været tæt på konkurs, og har derfor blevet pålagt at lave store besparelser på deres statsbudgetter af EU. Dette har naturligvis lagt en dæmper på de offentlige tilskud, der før har været til byggeribranchen, og derfor kan det ikke forventes at det er fra denne del af verden, der skal komme positive nyheder væksten i Rockwool⁷².

⁶⁹ Se afsnit 2.7.1 Politik

⁷⁰ Rockwool Årsrapport 2011, s. 16

⁷¹ Sektoranalyse: Byggeri og anlæg i Tyskland, Danmarks generalkonsulat i Hamborg, oktober 2012

⁷² RLB, European Report, Construction Market Intelligence, Quarter 2 2012

Tabel 17⁷³, Prognose for BNP

Prognose for verdensøkonomien					
Realvækst i BNP					
	BNP-vægt	Eksportvægt			
	2011	2011	2012	2013	2014
USA	21,7	6,2	2,1	2,0	2,8
Japan	8,4	1,7	2,3	1,3	0,7
Storbritannien	3,5	9,5	-0,2	1,2	1,9
Eurozonen	18,5	35,7	-0,5	0,2	1,2
-Tyskland	5,1	16,0	0,8	0,9	1,8
Sverige	0,8	12,7	1,2	1,7	2,6
Asien (ekskl. Japan)	18,5	7,5	6,3	6,9	6,9
-Kina	10,5	2,5	7,7	8,1	7,9
-Indien	2,4	0,5	5,8	6,8	7,4
Syd- og Mellemamerika	6,9	1,6	2,9	3,8	3,9
-Brasilien	3,6	0,8	1,6	3,9	4,1
Central- og Østeuropa	6,0	9,0	2,6	3,1	3,9
-Rusland	2,7	2,0	3,7	3,6	4,4
-Polen	0,7	2,6	2,4	2,1	3,3
Verden, BNP-vægtet	100	-	2,6	2,8	3,3
Verden, handelsvægtet	-	100	1,3	1,7	2,5

Kilde: DI prognose oktober 2012

Den stadig større fokusering på isoleringsprodukter, som værende grønne og energibesparende, betyder at prisen på olie, der anses som det mest tilgængelige fossile produkt, også kan have en indvirkning på salget af isolering. Man kan sige at olieprisudviklingen i mange år, har haft stor fokus hos Rockwool, da oliekriserne i 70'erne og 80'erne har betydet fokus på isolering på "hjemmemarkedene"⁷⁴ og krav om isolering i bygninger. Udviklingen de sidste år, er at stadig flere samfund ser energibesparelser som værende nødvendige og dette har olieprisen indvirkning på. Som tabel 11 viser, har olieprisen haft store udsving siden 2005 og flere økonomier er blevet opmærksom på de få tiltag der skal til, for at nedbringe olieforbruget markant og dermed få en økonomisk gevinst. Dette betyder at varmere lande, der aldrig haft brug for at isolere for kulde, nu bygger at bruge isolering til at holde varmen ude og dermed formindske energiforbruget til blandt andet aircondition.

Den økonomiske udvikling og fremgang nye markeder for Rockwool, såsom Kina og Indien⁷⁵, har oplevet de sidste år, på grund af en stadig større befolkningsgruppe i mellemklassen, har betydet en udvikling indenfor byggerier, der nu tænker energieffektivt og ikke kun billigt. Den fortsatte økonomiske fremgang som disse lande forventes at have, har betydet at Rockwool fokuserer yderligere på disse markederne, ved blandt

⁷³ <http://di.dk/Opinion/danskoginternationalokonomi/Pages/Markedsfokus.aspx>

⁷⁴ Med hjemmemarkedene menes Vesteuropa, som har været grundstammen af Rockwools salg igennem tiden.

⁷⁵ Se tabel 17, hvor Kina og Indien er de to lande med størst forventede BPN vækst

andet at etablerer fabrikker og lave opkøb af allerede producerende virksomheder i regionen⁷⁶, for at kunne følge med den forventede efterspørgsel, Rockwool regner med at få fra regionen i fremtiden, som virksomheden ser som nyt vækstmarkeder⁷⁷.

2.7.3 Sociale og kulturelle forhold

Udviklingen i verdenssamfundet betyder at regioner oplever ændringer i forbrugsvaner hvilket gør det vigtigt for virksomheder at være på forkant og allerede opdage nye trends før det er for sent. Dette gælder i stor grad også Rockwool, der forsøger at finde nye markeder der kan bære virksomhedens vækstsmål i fremtiden, efter de seneste års udsving på hovedmarked, Vesteuropa⁷⁸.

Den sociale og kulturelle udvikling på det Vesteuropæiske marked igennem flere årtier, giver et meget godt billede på hvordan Rockwool kan være påvirket af den. Som forholdsvis rige samfund igennem hele perioden har isolering været en naturlig del af samfundet på grund af det kølige vintervejr der findes i regionen. Op igennem tiden er der sket hændelser der har fået befolkningen til at blive mere lærte omkring isolering og dens egenskaber, som eksempel oliekrisen i 70'erne. Denne krise lærte folk at det økonomisk kunne betale sig at betale lidt ekstra for at isolere ordentlig, for på den måde at spare energi til opvarmning. Et andet eksempel er mere nutidigt nemlig miljøspørgsmålet, og handler om frygten for nedsmeltning af polerne, på grund af drivhusgasser. Dette har fået holdningen blandt befolkningen til at foretrække endnu mere isolering og der naturligvis følger lovgivningen med, som det kan læses i afsnit 2.7.1 Politik

Holdningsændringen der er sket i Vesteuropa igennem tiden, ses så småt også i nye regioner som økonomierne blomster. Blandt andet i Indien, hvor den økonomiske opblomstring de seneste har fået befolkningen til at tænke mere langsigtet ved at investere lidt mere, i blandt andet isolering, for så at få en større gevinst i det lange løb. Den større økonomiske frihed i landet er grunden til denne grønne bølge⁷⁹, og med cirka 1,2 milliarder indbyggere, hvor af flere og flere kommer i middelklassen, ved landets ledes godt at de er nød til at reagere nu, for at udviklingen i landet kan fortsætte i længden.

En anden spirende økonomi som Rockwool prøver at etablere sig på er Tyrkiet, der er det europæiske land med størst økonomisk fremgang de seneste år, hvor man blandt andet oplevede verdens næststørste BNP

⁷⁶ Rockwool Årsrapport 2011, s. 17

⁷⁷ Rockwool Roadshow North America 12-13 April, slide 35

⁷⁸ Rockwool Årsrapport 2011, s. 15 og Rockwool Årsrapport 2010, s. 12

⁷⁹ Licitationen – Byggeriet Dagblad, Rockwool vil spinde uld og guld i Indien, 1.sektion, 12-04-2011, s.1,

vækst i 2011 med 8,5 procent⁸⁰. Som verdens 16. største økonomi, kan dette blive et vigtigt marked for Rockwool i fremtiden hvis man formår at frembringe budskabet omkring de positive ting ved isolering.

Den stigende velstand der opleves i mange samfund verden over, giver en tendens til at få folk til at fokusere mere på isolering og miljøet, ligesom det er sket i Vesteuropa igennem tiden. Med velstand kommer der også øget energiforbrug, igennem nye biler, mere aircondition og mere produktion af færdigvarer, der alt sammen har betydning for co2 udledningen. Denne udvikling kan vise sig at være udbytterigt for Rockwool i fremtiden, da de mange nye vækstmarkeder er steder der kan ekspanderes til.

2.7.4 Teknologi og miljø

Med stigende olie- og energipriser, samt den stigende bekymring for miljøet, har betydet at beslutningstagere verden over hele tiden søger nye måder at spare energi og co2 udledning på. Dette har betydet en massiv fremgang for den såkaldte "grønne bølge", altså blandt andet vindmøller, elbiler, solpaneler og meget mere. Den teknologiske udvikling er massiv og dette er naturligt med det store fokus der findes på området, og den økonomiske forventning til området tiltrækker derudover mange nye aktører til området.

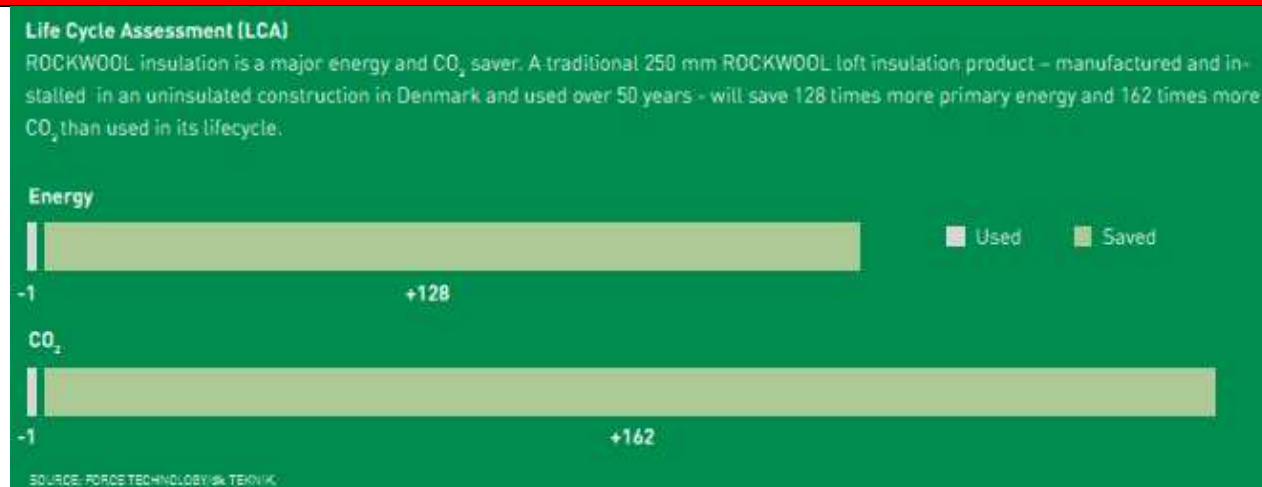
Rockwool er markedsledende inden for stenuldsisolering, og dette med god grund. Virksomheden har i mange år sat forskning højt og har i dag et unikt produkt, der er svært at konkurrerer med på ydeevnen for andre aktører i branchen. Den store viden Rockwool har samlet igennem årene, kan tydeligt ses i det nuværende produktudvalg der findes i dag. Virksomhedens mange nicher, der tidligere er blevet gennemgået i afsnit 2.2, er skabt igennem den daglige forskning og sætter selskabet i en stærk position overfor de fleste mulige nye projekter.

Miljøområdet er nævnt flere gange rapporten igennem, hvilket er naturligt når det i dag fylder så meget i Rockwools idensitet og hele samfundsdebatten. Hele verden tænker miljø og Rockwool har, med 2011 regnskabet⁸¹, bevidst at virksomheden er i stand til at ændre fokus fra nybyggeri til renovering, som har været nødsaget siden finanskrisen kom i 2007. Rockwool har, ligesom tidens trend, også selv påtaget sig opgaven at være miljørigtige, hvilket de viser ved udarbejdelsen af deres miljøregnskab. Isoleringsproduktionen er en energitung proces, men som det ses nedenfor, bliver det forbrugte energi ved produktionen, sparet 128 gange i produktets efterfølgende liv i et dansk hjem.

⁸⁰ Berlingske, Rockwool klar med tyrkisk satsning, sektion Business, 03-07-2012, s. 6,

⁸¹ Rockwool Årsrapport 2011, s. 6

Tabel 18⁸², Livscyklus for Rockwool isolering



Hvad angår den nye miljømæssige tilgang Rockwool har givet deres produkter, betyder selvfølgelig at kunderne bliver gjort opmærksom på alle egenskaberne stenuldisoleringen har. Den store forskning og derigennem nyudvikling af produkter, med udgangspunkt i stenuldens egenskaber, betyder at Rockwool på nuværende tidspunkt og i den nærmeste fremtid, vil blive anset som værende miljøbevidste og på forkant med nyudviklingen.

2.8 SWOT-analyse/delkonklusion

De udarbejdede analyser af både interne og eksterne forhold, der er berørt i de forrige afsnit, vil nu blive samlet i en SWOT-analyse⁸³. Dette anses som værende en slags delkonklusion af første afsnit af rapporten, der har til formål at skabe overblik over hvilke forhold Rockwool skal være opmærksomme på i fremtiden og som vil blive benyttet længere fremme i rapporten, ved budgetteringen af Rockwools udvikling i fremtiden.

Styrker (S)	Svagheder (W)
- Ejer struktur - Markedsleder inden for stenuldsproduktion - Produktionsapparat	- Kapitaltungt produktionsapparat - Manglende produktionskapacitet på vækstmarkeder - Udfordringer ved kapacitets omstilling ved

⁸² Rockwool Sustainability Report 2012, s. 10

⁸³ Marketing håndbogen, Fra strategi til kampagne, s. 149

• Know How • Forskning • Oprustning af produktionsmulighederne i Rusland • Nyudvikling af produkter • Tilstedeværelsen på vækstmarkeder som Kina og Indien • Stærk brand • Produkt som "lavest hængende frugt" • Brandsikkerhed i stenuldsisolering • Produkt Mix	lavkonjunktur • Lang byggeperiode for nye fabrikker • Manglende økonomiske midler i forhold til konkurrenter • Stor tilstedeværelse i Europa • Dyrere end konkurrerende glasuldsprodukter
Muligheder (O)	Trusler (T)
• Øget fokus på global opvarmning og co2 udledning • Generel enighed om krav til energieffektivitet • Statsfinansieret renoverings projekter • Internationale miljøaftaler • Stigende energipriser, olie • Stigende velstand på vækstmarkeder • Fokusering på brandsikkerhed i Kina • Større synlighed og kendskab på det Nordamerikanske marked • Japan og Sydamerika som nye markeder	• Prisstigning på koks • Økonomisk afmatning, recession • Priskrig blandt konkurrenter • Sydeuropæiske lande går bankerot • Offentlige tilskud til renoveringsprojekter ophører • Konkurrenter med større økonomiske muligheder

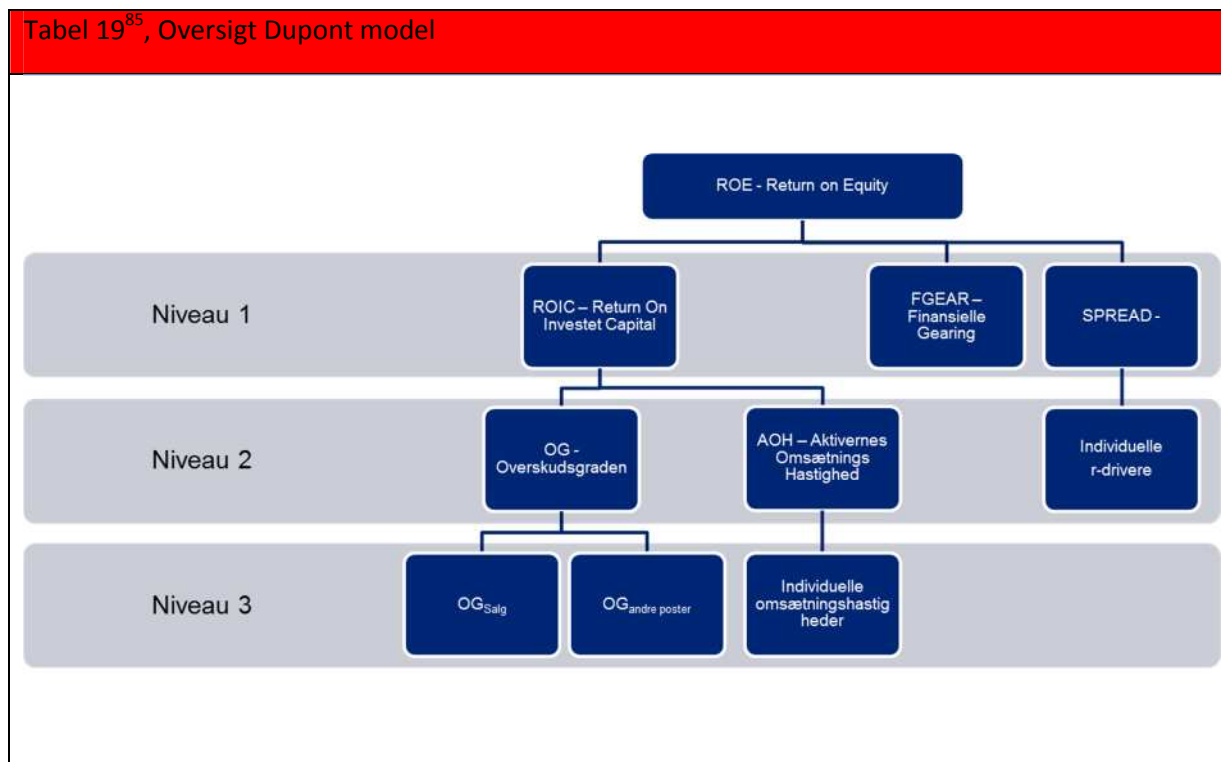
Del III

3 Regnskabsanalyse

Den strategiske analyse der blev gennemgået i de forrige afsnit, koncentrerede sig om at identificerer nuværende problemstillinger for Rockwool. Dette blev gjort ved at kigge på både de interne forhold virksomheden havde, men også ved at se på hvilke samfundsmæssige forhold, der på nuværende tidspunkt har påvirkning på virksomhedens performance, samt dem der kan spille ind i fremtiden. Disse fremtidsudsigter spiller en stor rolle i den senere værdiansættelse af Rockwool, da de er med til at danne grundlag for den forventede udvikling i budgetperioden.

Den forstående regnskabsanalyse vil være anden del af grundlaget, for udarbejdelse af en realistisk budgetperiode, der udmunder i værdiansættelsen. Den bygger på analyse af Rockwools finansielle performance i årene forud for værdiansættelsesdatoen. Gennemgangen af tidligere regnskaber, har resulteret i en reformulering af egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen for perioden 2006 og frem til 2011⁸⁴. Dette er gjort for at tilpasse dem til analysebehovet der skal bruges, når udviklingen igennem årene analyseres, ved hjælp af den udvidet Dupont model, der er vist nedenfor.

Tabel 19⁸⁵, Oversigt Dupont model



⁸⁴ Balancen for 2005 indgår også i analysen, for at kunne få de korrekte gennemsnitsværdier

⁸⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 255

3.1 Reformuleringen af regnskaber

En reformulering af egenkapital, balancer og resultatopgørelser, betyder at der med udgangspunkt i de officielle udstedte årsrapporter, bliver poster og informationer kategoriseret, således at der skelnes mellem driftsaktivitet og den finansielle aktivitet. Denne udledning skal hjælpe med at analysere kerne forretningen i Rockwool, driftsaktiviteten, da det er denne aktivitet der danne grundlaget for fremtidig værdiskabelse i virksomheden. Den finansielle aktivitet er til dels bygget på faktorer, virksomheden ikke kan påvirke direkte, hvilket gør det svært at finde omstændigheder der kan underbygge en eventuel fremtidsudvikling. I de efterfølgende afsnit gennemgås de foretagne reformuleringer og nævner faktorer der er taget i betragtning under udarbejdelsen, som kan have direkte betydning på de endelige analyser.

3.2 Reformuleret Egenkapital⁸⁶

Reformuleringen af egenkapitalen hjælper med at specificere egenkapitalopgørelsen, ved at opdele den i totalindkomsten og transaktioner med ejerne. Yderligere bliver der også skelnet mellem moderselskabets egenkapital af Rockwool og minoritetsinteresser, for på den måde, at tydeliggøre værdien for aktionærerne i moderselskabet. I Rockwools tilfælde, udgør minoritetsinteresser en lille andel af den samlede egenkapital, og vil derfor ikke anses som værende af væsentlig betydning i den samlede analyse. Dog anser man altid disse poster som "støj" og de er derfor fratrasket reformuleringen⁸⁷.

3.3 Reformuleret Balance⁸⁸

Opdeling af balancen i driftsaktiver og driftsforpligtigelser, samt finansielle aktiver og forpligtigelser, gøres for at vise hvor stor en andel af kapitalen der er investerede i driften. Denne giver et overordnet billede af hvordan Rockwool "tjener sit overskud"⁸⁹.

Den likvide beholdning i balancen, klassificeres under posten, finansielle aktiver. Ideelt set burde den likvide beholdning splittes op i henholdsvis driftslikviditet og overskudslikviditet, for at skelne mellem rentebærende og ikke-rentebærende likviditet. Ud fra Rockwools regnskab er det ikke muligt, at opdele den likvide beholdning, da beløbet oplyses samlet, hvorfor likvider klassificeres samlet som finansielle

⁸⁶ Reformuleret Egenkapital, se bilag 1

⁸⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 153-154

⁸⁸ Reformuleret Balance, se bilag 2

⁸⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 177

aktiver. Yderligere kan man argumentere for at Rockwools likvider, der ikke er bundet i en periode, også står på en rentegivende bankkonto, og kan derfor anses som værende et finansielt aktiv.

3.4 Reformuleret Resultatopgørelse⁹⁰

Resultatopgørelsen bliver reformuleret ved opdeling af drift og finansiering, der giver et bedre analysegrundlag for den primære indtægtskilde i Rockwool. Udover poster fra den officielle resultatopgørelse, indeholder reformuleringen også "dirty surplus" poster, hvilket er posteringer foretaget direkte på egenkapitalen. Den ene overskuds-komponent, driftsoverskuddet, opdeles yderligere i overskud fra salg og andet, for på den måde at have overblik over lønsomheden med kunderne.

Af resultatopgørelsen fremgår der kun et beløb for skatteomkostninger, "skat af årets resultat". Dette beløb indeholder hele skatteudgiften og skal derfor allokere ud på henholdsvis overskud fra virksomhedens drifts- og finansielle aktiviteter. Fremgangsmåden hertil er, at fratrække skattefordelen på nettoomkostninger fra driftsoverskuddet fra salg, hvorefter skatteomkostningen fra associerede virksomheder og andre driftsindtægter tillægges. Dette giver en skatteomkostning som er uafhængig af finansieringsaktiviteten og andre driftsaktiviteter⁹¹. Den brugte skatteprocent, og den officielle, er blevet ændret igennem årene. Fra 2007 og frem er der brugt 25 procent, mens årene før, er det 28 procent, der er brugt til at udregne allokeringen af skatten.

3.5 Analyse af rentabilitet og risiko

Udarbejdelsen af den reformulerede egenkapital, balance og resultatopgørelse, danner grundlag for den regnskabstekniske analyse af Rockwools performance igennem en årrække. Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i den udvidede Dupont-model, der er vist i tabel 19, der overordnet har til formål at analysere ROE (Return on Equity eller egenkapitalforrentning). Modellen bryder ROE ned i flere niveauer, hvorved det tydeliggøres hvilke komponenter der driver rentabiliteten i Rockwool. Disse komponenter er vigtige senere i rapporten, når budgetteringen, ud i fremtiden, skal fastlægges.

⁹⁰ Reformuleret Resultatopgørelse ligger som bilag 3

⁹¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 198-199

3.5.1 Udvikling i ROE

Return On Equity viser Rockwools formåen til at forrente egenkapitalen og er, som nævnt tidligere, det overordnet nøgletal for rentabiliteten, og samtidig det nøgletal den resterende analyse bygger på. ROE er defineret som totalindkomsten/gennemsnit egenkapitalen det pågældende år.

Tabel 20 ⁹² , ROE analyse						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Return On Equity - ROE	4,90%	9,02%	5,29%	6,25%	29,60%	17,13%

Udviklingen i ROE, som ovenstående tabel viser, har haft store udsving igennem den analyseret periode. Rockwool oplevede før finanskrisens begyndelse, succes på alle fronter af forretningen, hjulpet frem, hovedsagligt, af den hastige voksende byggesektor, men også af virksomhedens ekspansion og fokusering på nye markeder som Østeuropa. Finanskrisens indledning i 2008 ses tydeligt i tallene, og en virksomhed som Rockwool, med så stor tilknytning til en konjunkturfølsom branche som byggebranchen, oplevede naturligvis stor nedgang i den økonomiske situation. Virksomheden har siden krisens begyndelse, haft stor fokus på at trimme forretningen, hvilket kan ses i ROE, med den lille stigning der var i 2010. Med nedgang i 2011 ses det tydeligt at finanskrisen ikke er ovre, men en mere specifik forklaring på denne nedgang, kan kun findes ved at nedbryde ROE, som der gøres i de efterfølgende afsnit.

3.5.1.1 Niveau 1

Dupont-modellen niveau 1, tager udgangspunkt i Rockwools afkast på den investerede kapital og opdeler derfor rentabiliteten i driftsaktiver og finansieringsaktiver. Dette gøres ud fra følgende teoretiske formel⁹³:

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

Udtrykket "NFF/(EK+MIN)" vil i det efterfølgende blive kaldt FGEAR⁹⁴ og "ROIC-R" findes også i betegnelsen SPREAD.

⁹² Egen tilvirkning, på baggrund af Bilag 1,2 og 3

⁹³ ROIC=Return On Invested Capital, NFF=Netto Finansielle Forpligtigelser, EK=Egenkapital, MIN=Minoritetsinteresser, r=afkast på finansieringsaktivitet(netto finansielle omk./NFF), MIA=MIN andel af totalindkomst og egenkapital. Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 256

Return On Invested Capital, ROIC, giver udtryk for godt Rockwool udnytter de ressourcer, den har til rådighed. Den finansielle gearing, FGEAR, kan som selvstændig værdidriver, bruges til at skabe højere afkast til ejerne, hvis SPREAD er positiv. SPREAD er forskellen mellem ROIC og R, hvor R beskriver virksomhedens lånerente og derfor vil en negativ SPREAD, have den modsatte virkning på den finansielle gearing, da det koster virksomheden mere at låne penge end investeringerne generer. Nedenfor ses en oversigt over udviklingen på niveau 1 af Dupont-modellen igennem årene.

Tabel 21⁹⁵ - Dupont-model Niveau 1

<u>Niveau 1</u>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
ROIC	4,68%	9,60%	5,44%	7,24%	35,37%	18,69%
FGEAR	0,068	0,016	0,018	-0,048	-0,129	-0,035
r efter skat	2,69%	11,03%	3,08%	-4,17%	1,87%	-4,69%
SPREAD	1,99%	-1,43%	2,35%	11,41%	33,51%	23,39%

Af tabellen ses det at størrelsen på og udviklingen i ROIC igennem årene, ligger tæt op af den tidligere viste udvikling for og størrelse på ROE. Den overordnet grund til dette, skal findes i den relative lave finansielle gearing(FGEAR) Rockwool har igennem hele perioden, hvor den faktisk er negativ fra 2006 til 2008. En negativ FGEAR giver udtryk for, at Rockwool har flere finansielle aktiver end finansielle forpligtigelser, altså netto finansielle aktiver. Virksomheden har som mål at begrænse den eksterne finansiering af nye investeringer, for i stedet selv at stå for finansieringen med det frie cash flow virksomheden oparbejder⁹⁶. Man kan dog diskutere, om en negativ finansiell gearing er optimalt for aktionærerne, da en del af deres investering dermed er et finansielt aktiv. Disse aktiver giver hovedsageligt mindre afkast end driften, hvilket også gælder de fleste år for Rockwool, hvilket SPREAD viser.

Udviklingen i SPREAD, forskellen mellem afkastet fra driften og finansielle aktiver, viser positive cifre de fleste år i perioden. Dette betyder at Rockwool, har tjent mere på deres drift end på de finansielle markeder. Størrelsen på SPREAD har fulgt samme udvikling som de fleste andre nøgletal, og finanskrisen, med det dertil faldende salg, har stor indvirkning på udviklingen og fortjenesten på driften.

⁹⁴ FGEAR=Finansiell Gearing

⁹⁵ Egen tilvirkning, på baggrund af Bilag 1,2 og 3

⁹⁶ Rockwool Årsrapport 2010, s. 16

Niveau 1 tabellen viser overordnet, at det er primært udvikling i ROIC der skal undersøges yderligere for at komme frem til, hvad der har drevet udviklingen for ROE. Dette gøres i niveau 2 af Dupont-modellen.

3.5.1.2 Niveau 2

Gennemgangen af de primære drivere af ROE, viste før at det hovedsagligt var udviklingen i ROIC der var interessant at kigge nærmere på. Dette bliver gjort i niveau 2 af Dupont-modellen, hvor ROIC bliver dekomponeret ud fra følgende formel⁹⁷:

$$ROIC = OG \times AOH$$

Overskudsgraden måler overskuddet pr. omsætningskrone og er dermed et samlet mål for indtjenings- og omkostningstilpasningen i Rockwool. Aktivernes omsætningshastighed angiver salget pr. krone bundet i nettoaktiver, som således udtrykker kapitalintensiteten og dens tilpasning til virksomheden. Nedenfor er vist udviklingen i OG og AOH.

Tabel 22 ⁹⁸ - Dupont-model Niveau 2						
<u>Niveau 2</u>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
OG	3,06%	6,86%	3,92%	3,88%	14,90%	8,40%
AOH	1,531	1,399	1,388	1,865	2,375	2,226

Af tabellen ovenfor, ses store udsving i begge nøgletal i gennem perioden. 2006 og 07, viser tydeligt at verden levede på en opadgående bølge, med massive byggeaktiviteter og dermed stor stigning i Rockwools økonomiske udvikling. Finanskrisen i 2008 gjorde ondt på Rockwool, der oplevede stor nedgang i omsætningen. Med et investeringstungt produktionsapparat, der i årene forud for 2008 blev investeret kraftigt i, for at følge med efterspørgsel, var det en udfordring for virksomheden at ændre omkostningsniveauet tilstrækkeligt, som omstændighederne krævede og dette kan ses på de ovenstående nøgletal.

Rockwool har siden finanskrisen indtog, haft stor fokus på at effektivisere deres produktionsapparat, for at kunne være mere fleksible i frem- og nedgange. Denne effektivisering kan ses i 2009 og 2010, hvor verden stadig oplevede store udfordringer og byggeriet stadig kæmpede for at komme i gang, ved at AOH steg en

⁹⁷ OG = Overskuds Graden og AOH = Aktivernes Omsætnings Hastighed

⁹⁸ Egen tilvirkning, på baggrund af Bilag 1,2 og 3

smule. Udviklingen i AOH, kan også tyde på at Rockwool har kæmpet med at få strømlinet deres produktionsapparat de seneste år, således at den er tilpasset til virkeligheden som virksomheden skal leve efter i dag.

Nedgangen i OG i 2011 er svær at forklare ud fra de nøgletal der er tilgængelige på nuværende tidspunkt. Dette vil niveau 3 i Dupont-modellen hjælpe med, da den dekomponere overskudsgraden og hjælper os med at forstå præcis hvorfra, udviklingen i dette nøgle tal kommer fra.

3.5.1.3 Niveau 3

Dupont-modellen niveau 3, hjælper med at få en forståelse af præcis hvad der ligger til grund, i bevægelserne i overskudsgraden. Bliver OG drevet af det primære salg, altså kerneforretningen eller skyldes eventuelle stigningen, at virksomheden har haft succes på de finansielle markeder eller er indtægterne fra associerede selskaber, værdidriveren der hjælper med fremgang.

Nedestående tabel viser nedbrydelse af OG, der dannes af OG_{salg} og $OG_{\text{andre poster}}$, samt underliggende OG-drivere.

Tabel 23 ⁹⁹ - Dupont-model Niveau 3						
<u>Niveau 3</u>	2011	2010	2009	2008	2007	2006
OG	3,06%	6,86%	3,92%	3,88%	14,90%	8,40%
OG(salg) efter skat	3,62%	3,26%	1,92%	6,21%	13,46%	7,30%
OG andre poster	-0,56%	3,60%	2,00%	-2,33%	1,44%	1,09%
OG-drivere fra salg						
Bruttoavance	60,98%	64,56%	65,22%	65,21%	70,98%	67,66%
Personaleomkostninger	23,41%	24,67%	26,60%	23,15%	21,24%	23,67%
Leveringsomkostninger	15,63%	16,16%	15,73%	16,50%	15,86%	16,75%

Udviklingen i overskudsgraden er hovedsagligt påvirket af OG_{salg} , der har haft størst udsving, som ovenstående niveau 3 tabel viser. Endnu engang viser tallene hvad finanskrisen har betydet for Rockwool. Virksomheden har siden 2009 stoppet nedgangen og de negative effekter, finanskrisen har haft, og fået OG fra kerneforretningen, salget, til at stige lidt. Udviklingen i 2011 i OG_{salg} , kan ikke anses som værende

⁹⁹ Egen tilvirkning, på baggrund af Bilag 1,2 og 3

tilfredsstillende og en gennemgang af de underliggende komponenter, OG-driverne fra salg, kan hjælpe med at se hvad der er skyld i den mindre gode fremgang dette år.

Ud fra ovenstående tabel, ses at $OG_{\text{Andre poster}}$ har oplevet udsving, dog meget begrænset. Fra 2006 til 2010 går udviklingen i OG_{Salg} og $OG_{\text{Andre poster}}$ samme vej, om det er op eller ned. Dette er dog ændret i 2011, hvor $OG_{\text{Andre poster}}$ er under nul og derfor giver minus. Grunden til denne udvikling skal findes i den internationale valutaudvikling, da Rockwool oplevede underskud i dirty surplus posten "Valutakursregulering af udenlandske datter virksomheder"¹⁰⁰, hvilket er den overordnede grund til at OG er faldet i 2011.

OG-driverne til OG_{Salg} viser nogle af de problemer Rockwool skal fokusere på i fremtiden, nemlig bruttoavancen. Mens virksomheden har haft nogenlunde styr på de to største udgiftsposter, personaleomkostninger og leveringsomkostninger, er bruttoavancen faldet igennem perioden, startende før finanskrisen i 2007. Udviklingen i denne driver kan skyldes flere ting, blandt andet faldende salgspriser eller stigende produktionsomkostninger. Overordnet fortæller denne udvikling, at Rockwool stadig har flere områder, der skal forbedres for at nå de fremtidige forventninger, blandt andet en overskudsgrad på minimum 11 procent om året¹⁰¹.

3.6 Risikoanalyse

Investorer har en klar sammenhæng mellem risiko og afkast, og da de jævnfør finansieringsteorien samtidig antages at være risikoaverse¹⁰², skal de kompenseres på samme niveau som risikoen er. Derfor er det vigtigt at foretage en risikoanalyse, der skal forsøge at forklare de risici, som virksomhedens drifts-, investerings- og finansieringsaktiver medfører, samt hvad Rockwool allerede selv aktivt gør for at minimere disse. Risikoanalysen opdeles i en driftsmæssig risiko og finansiel risiko i det efterfølgende.

3.6.1 Driftsmæssig risiko

Den driftsmæssige risiko ser på forhold indenfor Rockwool, der kan have betydning for den fremtidige evne til at tjene på kerneforretningen for virksomheden. De eksterne og strategiske risici er gennemgået tidligere i opgaven, under PEST analysen i afsnit 2.7 og Porter's Five Forces i afsnit 2.6. Gennemgået emner i disse afsnit indgår allerede i den samlede strategiske analyse, der er en vigtig del af den endelige budgetlægning.

¹⁰⁰ Se Bilag 3, Reformuleret Resultatopgørelse

¹⁰¹ Rockwool Årsrapport 2011, s. 20

¹⁰² Managerial Economics – in a global economy, s. 530

Dette afsnit vil derfor gå nærmere ind på interne forhold i Rockwool, der skal fokuseres på, for at få det maksimale ud af den økonomiske performance. Dette er forhold der findes risiko omkring, og denne risiko vil også blive vurderet af investorer verden over, når der skal tages stilling til mulighederne i Rockwool, og der igennem aktieprisen for virksomheden.

Udviklingen i overskudgraden for Rockwool igennem analyseperioden, har været meget svingende. Efter at have oplevet rekord salg og markante stigningsprocenter over hele linjen i 2006 og 2007, ændrede finanskrisen på dette billede for virksomheden. Store fald i 2008 og 2009, har i de sidste to år af analyseperioden stabiliseret sig, dog langt fra tidligere tiders performance.

En betydelig ting der har indflydelse på mulighederne for at Rockwool kan opnå konstant høje nøgletal, er den manglende storproduktions mulighed. Udfordringerne i at producerer et produkt der fylder volumenmæssigt meget, er de dertilhørende høje transportudgifter der kræves for at kunne nå ud til alle markeder. Dette betyder at det økonomisk er nødvendigt at anlægge "lokale" fabrikker i nærheden af alle betydelige markeder, således at overskudgraden, ikke tyngdes af enorme transportudgifter. Denne geografiske placering af produktionsanlæg, der også nævnes i afsnit 2.3, udgør en driftmæssig risiko for Rockwool, for hvis de lokale markeder ikke lever op til forventningerne, kan man være nødt til at eksportere overskydende produktion til andre dele af verden, hvorved overskudgraden på produkterne formindskes markant.

Som nævnt i den strategiske analyse¹⁰³, kigger Rockwool efter mulige nye markeder, der kunne efterspørger virksomhedens produkter. Denne udvidelse vil, som nævnt ovenfor, betyde nye investeringer i "lokale" fabrikker, hvilket vil forøge aktiverne og derfor presse aktivernes omsætningshastighed, hvis ikke salgsudviklingen på de nye markeder opnås fra begyndelsen af. Virksomhedens fokus på nye markeder de seneste år, har betydet både opkøb af nuværende produktions faciliteter og etablering af helt nye produktionsanlæg i både Kina¹⁰⁴, Indien¹⁰⁵, Rusland¹⁰⁶ og Nordamerika¹⁰⁷. Disse investeringer ses med et mindre fald i AOH¹⁰⁸ i 2009 og kun en ubetydelig lille stigning i 2010, selvom omsætningen det år steg med over 5 procent. Den nødvendige binding af aktiver i "lokale" fabrikker, indeholder en vis risiko for fremtiden. Hvis markederne ikke efterspørger hvad Rockwool forventer, vil dette skabe overkapacitet, der vil få AOH til at falde.

¹⁰³ Afsnit 2.5.3 Markedsudvikling

¹⁰⁴ Rockwool Årsrapport 2010, s. 2

¹⁰⁵ Rockwool Årsrapport 2011, s. 9

¹⁰⁶ Rockwool Årsrapport 2011, s. 3

¹⁰⁷ Rockwool Q2 results Copenhagen 27 August 2012, slide 3

¹⁰⁸ Afsnit 3.5.1.2 Niveau 2

3.6.2 Finansiell risiko

Den finansielle risiko indeholder flere forhold der skal vurderes. Rockwool har selv en intern politik der sikrer, at de løbende er orienterede omkring finansielle forhold, der kan have betydning for den økonomiske performance. Virksomheden opdeler disse som værende valuta-, rente-, likviditets- og kredit-risiko¹⁰⁹. Overordnet varetager moderselskabet kun den generelle risici overvågning og datterselskaberne står for at overholde de opstillede retningslinjer, hvilket blandt andet også indebærer, at moderselskabet kun begrænset hæfter for oprettet lån i datterselskaberne¹¹⁰.

Rockwools internationale fokus, gør at virksomheden til en vis grad er udsat for valutarisiko, der både kan have positiv og negativ effekt. I afsnit 3.5.1.3, hvor overskudgraden blev opdelt, viste 2011 udviklingen i OG_{Andre Poster}, at valutakurser kan have negativ indvirkning på den økonomiske performance. Rockwool sørger aktivt for at begrænse de mulige valutakursrisici, ved anvendelse af termins- og SWAP-løsninger samt kurssikrede valutalån¹¹¹. Disse tiltag, samt den historisk minimale samlede andel disse valutakurs udsving har haft, hvilket ses i udviklingen af OG_{Andre Poster} i ovenfor nævnte afsnit, betyder at den samlede valutarisiko anses som værende lav.

Yderligere finansielle risici, om det er renter, likviditet eller kredit, bliver også anset som værende lave, da den økonomiske situation i Rockwool er god. Virksomheden har ikke en stor gældsbyrde, da blandt andet, nye investeringer hovedsagligt bliver finansieret igennem det frie cash flow. Udviklingen i FGEAR, der ses og forklares i afsnit 3.5.1.1, giver netop et billede af en virksomhed der ikke har den store gældsbyrde. Dette betyder at Rockwool er godt klædt på, til en eventuel negativ udvikling på de finansielle markeder, eller hvis virksomheden selv får brug for store investeringer, der skal hjælpe dem med at forblive konkurrencedygtige i fremtiden.

Hvad angår den samlede risiko af Rockwool, er det den driftsmæssige, investorer burde have størst fokus på. Rockwools allerede igangsatte projekter for at mindske den finansielle risiko, må betyde at man anser denne som lav. Hvis udviklingen fortsætter positivt, ligesom de sidste par år, og udvidelsen til nye markeder slår igennem, vil driftsrisikoen også anses som lav.

¹⁰⁹ Rockwool Årsrapport 2011, s. 48

¹¹⁰ Rockwool Årsrapport 2011, s. 49

¹¹¹ Rockwool Årsrapport 2011, s. 48

3.7 Vækst og permanent overskud

Den udarbejdede rentabilitetsanalyse, i afsnit 3.5, viste hvilke underliggende drivere, og udviklingen i dem, der lå til grund for ROE. Ved udarbejdelse af budgetteringen, der viser et overordnet billede af den fremtidige forventede vækst i Rockwool, er det også vigtigt at identificere hvilke faktorer der er grundlaget i den oplevede vækst. Metoden at gøre dette på, er ved at fokusere på ROIC, der som tidligere fortalt, bruges til udregning af ROE, og hvilke vækst drivere der ligger til grund i udviklingen for dette nøgletal.

Ved forudsigelse af fremtidig vækst, er man nødsaget til at finde ud af, om den nuværende vækst er dannet på baggrund af enkelt stående transaktioner eller om væksten kommer direkte fra virksomhedens kerne aktivitet, salget. Dette gøres ved at opdele resultatopgørelsen, således at man får en Core overskudsgrad¹¹², opdelt på salg og andet. Derudover adskilles også andelen af de såkaldte transitoriske poster¹¹³, der er svære for en analytiker at forudsige, ved en budgettering. Hvis det viser sig at ROIC er drevet af transitoriske poster, anses det som værende en risikofyldt virksomhed, da disse poster er enkeltstående tilfælde. Nedenfor vises driverne for ROIC, der udregnes ud fra følgende formel¹¹⁴:

$$ROIC = \frac{Core\ DO\ fra\ salg}{NDA} + \frac{Core\ DO_{andet}}{NDA} + \frac{TP}{NDA}$$

Tabel 24¹¹⁵, Vækst og permanent overskuds analyse

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
ROIC	4,68%	9,60%	5,44%	7,24%	35,37%	18,69%
Core DO salg/NDA	6,03%	4,94%	3,57%	12,62%	32,46%	19,03%
Core DO andet/NDA	1,79%	1,99%	2,08%	3,04%	2,94%	2,90%
Transitoriske/NDA	-3,13%	2,66%	-0,21%	-8,42%	-0,02%	-3,24%

Det er tidligere beskrevet hvordan finanskrisens begyndelse i 2008, havde stor effekt på Rockwools performance, og dette viser ovenstående tabel også. Hvis man ser overordnet på tabellen, ses det at, igennem alle år er det overskuddet fra salg der er den vigtigste driver. Dette betyder at Rockwool

¹¹² Også skrevet som Core OG

¹¹³ Enkelt stående poster der ikke anses som kerneforretningen. Kaldes også TP

¹¹⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 299

¹¹⁵ Egen tilvirkning, Se bilag XX for reformuleret resultatopgørelse opdelt i Core og TP

forretningen anses som sund, da overskuddet kommer fra salget af kerneaktiviteten og dermed det permanente overskud.

For at fokusere mere på væksten i virksomheden, tager man ovenstående tabel og dekomponere ROIC yderligere i overskudsgrad og omsætningshastighed, for at finde ud af præcis hvorfra væksten i virksomheden kommer fra.

Tabel 25 ¹¹⁶ , Udvikling i væksten						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
ΔROIC	-4,91%	4,16%	-1,80%	-28,14%	16,68%	2,61%
ΔCore OG salg	0,57%	1,33%	-7,82%	-16,38%	11,40%	8,16%
ΔAOH	0,52%	0,04%	-1,23%	-3,45%	2,03%	1,23%
ΔCore DO andet/NDA	-0,21%	-0,09%	-0,96%	0,10%	0,03%	-1,10%
ΔTP/NDA	-5,80%	2,88%	8,21%	-8,40%	3,22%	-5,68%

Ovenstående tabel viser tydeligt at Rockwool har været inde i en svær periode efter finanskrisen begyndelse. Væksten har været negativ i det fleste kategorier igennem krisen, men virksomheden viser tegn på bedring, når man kigger på deres kerneaktiviteter. Udviklingen i de transitoriske poster har igennem tiden haft en overraskende effekt på ROIC, såsom i 2009 hvor en forholdsvis stor positiv vækst i de TP, formindskede den negative udvikling i ROIC. Omvendt er TP skyld i den negative vækst i 2011, selvom væksten i salget og omsætningshastigheden er positivt.

Ud fra ovenstående gennemgang, kan man se at Rockwool fortsat kæmper med at få deres kerneforretning tilbage til tidligere tiders niveau. Dog kan man også se at der er positiv vækst i kerneforretningen, det gælder både salget og omsætningshastigheden, siden 2009. DO andet har gennem perioden ligget forholdsvis stabilt og med udledningen af de transitoriske poster, giver det et overordnet billede af en virksomhed med en sund forretning, med plads til vækst i de kommende år.

3.8 Vurdering af 2012 udviklingen

Den finansielle analyse af Rockwool har indtil videre hovedsagligt været fokuseret på de officielle udstedte revisionsgodkendte årsrapporter fra 2006 og frem til 2011. Derfor vil der i dette afsnit fokuseres på de

¹¹⁶ Egen tilvirkning

udsendte fondsbørsmeddelelser, der er kommet fra virksomheden i løbet af 2012 og frem til 20. november hvor de officielle 3. kvartals tal blev offentliggjort¹¹⁷. Denne talmæssige gennemgang af de først 9 måneder af 2012, vil indgå som en del af den efterfølgende budgetlægning, hvor 2012 estimerterne hovedsagligt afspejles af den allerede opgjorte realiserede regnskabsudvikling.

De kvartalsmæssige rapporteringer der bliver frigivet af Rockwool er ikke revisor revideret, og kravene til åbenheden i disse rapporteringen er markant mindre end de officielle årsregnskaber. Dette betyder at en direkte reformulering af kvartalsrapporteringerne ikke er mulig i samme omfang, som er gjort for regnskaberne tidligere i denne rapport. Det er derfor nødvendigt at vurdere de offentliggjorte tal fra Rockwool og sammenligne med tidligere år, for på den måde at kunne gøre brug af de udgivet kvartalsrapporteringer.

Q3 rapporteringen fra Rockwool har givet nogle overordnet punkter, for hvordan 2012 har udviklet sig indenfor kerneområder. Punkter der vil have påvirkning, på det estimeret 2012 budgettal, er følgende:

- o Presset marked i Vesteuropa
- o Fremgang i Østeuropa og resten af verden
- o Faldende kork priser i 2012

Ovenstående punkter er den realiserede performance i de første 9 måneder af 2012. Rockwool oplyser i Q3 rapporteringen også forventninger til resten af 2012. Dette er forventninger der kan hjælpe yderligere, med at ramme så korrekt et estimat som muligt i 2012, og dette kan også hjælpe i budgetlægningen for de efterfølgende år. Forventninger fra virksomhedens side er følgende:

- o Yderligere pres på det europæiske marked.
- o Opvejning ved renoverings incitament fra offentlige instanser
- o Fokus på øget salgspriser
- o Samlet fremgang på 6 procent i hele 2012

Udover selskabet egne forventninger til de endelige resultater i 2012, bliver der nedenfor gennemfået omsætningsudviklingen i 2012 sammenlignet med 2011. Dette gælder på 3.

således at man isoleret kan skabe sig et overblik over salgsområder, da Rockwools produkter er på forskellige stadier på de forskellige markeder, jævnfør afsnit 2.4.

Ud fra tabellen, kan man se at udviklingen følger Rockwools udmelding omkring udfordringerne på det vigtige vesteuropæiske marked. Q3 udviklingen i omsætningen ligger under akkumuleret 2012, hvilket kan betyde at det samlede 2012 niveau for Vesteuropa, kommer til at ligge under de 3 procent. De to andre geografiske områder viser også en lille tilbagegang i Q3, men viser samtidig at fremtidsforventningerne til de nye markeder Rockwool fokusere på, kan bliver vigtige, for at kunne opleve konstante omsætningsstigninger i fremtiden for hele virksomheden.

Tabel 26¹¹⁸, Udvikling i 2012 omsætning

Oms udvikling	Q3 2012	Akk 2012
Vest Europa	1,91%	2,98%
Øst Europa	11,50%	13,96%
Resten af Verden	21,41%	25,34%
Total	6,57%	7,95%

Kvartalsrapporteringer anses som værende en ledelsesberetning, virksomheden udarbejder for at give regelmæssige oplysninger til nuværende og potentielle investorer. Som nævnt tidligere er analyser ikke mulige med de offentliggjorte oplysninger og derfor bruges ovenstående salgsvækst oversigt sammen med udmeldingerne fra Rockwool, i det fremadrettede arbejde med budgettering og værdiansættelse.

3.9 Delkonklusion af den finansielle analyse

Gennemgangen af den finansielle udvikling hos Rockwool siden 2006, viste tydeligt finanskrisen indvirkning på virksomheden. Efter flere år med rekord vækst, har Rockwool de sidste år kæmpet med at få trimmet og effektiviseret produktionen, samt etablere sig på nye markeder, der fremover kan skal hjælpe med at forbedre forretningen.

Analysen af ROE, viste at kerneforretningen har stabiliseret sig, og da virksomheden samtidig har en meget lav finansiell

Core analysen, gengav ligeledes et billede af en virksomhed så smut på vej tilbage efter finanskrisens rædsels år. Den vækst der har været i Rockwool, kommer fra det permanente overskud, og med en lav FGEAR, kan man overordnet sige at det er en sund virksomhed, der har alle muligheder for at opleve vækst i fremtiden.

Del IV

4. Værdiansættelsesmodeller¹¹⁹

I lærebøgerne findes der flere værdiansættelsesmodeller, der bygger på forskellige tilgange til en virksomheds performance. Dette afsnit vil blive brugt til at give et overblik over hvilke muligheder teorien giver og diskuterer hvilke ulemper og fordele der findes, for til sidst at argumenterer for den bedst egnede model til denne værdiansættelse.

Overordnet findes der relative og absolutte modeller, der forskelliggør sig ved enten at se på fremtiden eller ikke, samt brugen af tilgængelig information. De relative modeller ser ikke på hvordan virksomheders mulige fremtidige performance vil være, men opgør værdien af virksomheden, ved enten at sammenligne med tilsvarende virksomheder på markedet¹²⁰, eller ved at se på værdien af virksomheden, hvis den skal likvideres¹²¹. Disse modeller anses ikke som værende korrekte at bruge i denne opgave, da de er enormt ressourcekrævende og mest bliver brugt ved værdiansættelse af virksomheder, hvor usikkerheden for fremtidsudviklingen er stor.

De absolutte værdiansættelsesmodeller kan man opdele som værende direkte eller indirekte modeller. Forskellen mellem de to betegnelser skal ses i egenkapitalværdien og hvordan denne bliver opgjort. De direkte modeller anser egenkapitalværdien, som værende aktionærernes fordringer i virksomheden. De indirekte modeller ser derimod på virksomhedsværdien, ved at kigge på pengestrømmene, for derefter at trække omkostningerne til gælden i virksomheden fra.

Der findes flere forskellige værdiansættelsesmodeller under betegnelserne direkte og indirekte modeller, der måler værdien ud fra dividender, cash flow og residualoverskud. Disse vil i det efterfølgende blive gennemgået.

ikke på hvordan denne værdiskabelse fremkommer, gør at denne model ikke anses som værende specifik nok til værdiansættelsen af Rockwool og derfor ikke vil blive anvendt til i denne rapport.

4.1.1 Residualindkomstmodellen

Forskellen mellem residualindkomstmodellen, som direkte eller indirekte model, er om det er en opgørelse af egenkapitalværdien eller virksomhedsværdien. Den indirekte model betegnes også som EVA (Economic Value Added), og fokuserer på det regnskabsmæssige resultat, ved at tage driftsresultatet efter skat og fratrække de finansielle omkostninger. Fordelen ved denne model er flere, blandt andet er terminalværdiens betydning begrænset og oplysninger til udarbejdelse af modellen er let tilgængelige.

4.1.2 Cash flow modeller

I mest fremtrædende værdiansættelsesmodel, cash flow, tilbagediskontere det frie cash flow der findes i en virksomhed. Modellen findes som både direkte og indirekte og finder frem til enten egenkapitalværdien eller virksomhedsværdien. Forskellen mellem de to modeller, FCFE som direkte og FCFF som indirekte, er brugen af enten egenkapitalomkostninger som diskonteringsfaktor i FCFE eller de vejede gennemsnitslige kapitalomkostninger i FCFF.

4.1.3 Opsummering af værdiansættelsesmodeller

Antagelser om hvilken værdiansættelsesmodel der vil være mest hensigtsmæssigt at benytte er mange og analytikere har mange forskellige syn på sagen. Fordele og ulemper ved at vælge den ene model fremfor den anden er mange, men i sidste ende burde resultatet ligge på samme niveau, uanset om det er residual- eller cash flow modellen.

Ovenstående påstand kommer med nogle forudsætninger til informationsperspektivet og markedseffektiviteten. FCFF modellen kræver indgående kendskab til en virksomhed og derfor skal udstedet årsrapporter, have en vis gennemsikuelighed og detaljeringsgrad, før en analytiker får nok information, til at lave realistiske estimater for fremtiden. En anden fordel ved FCFF modellen, er at det kun er en virksomheds driftsaktiviteter der skal anses som værende værdiskabende for fremtiden og derfor ikke måler på finansieringsaktiviteterne.

Til brug af værdiansættelsesmodel i denne opgave, er valget faldet på FCFF modellen. Denne model har ved budgettering af fremtidsestimater, fokus udelukket på driften, hvilket i Rockwools tilfælde menes at være mest optimalt, da oplysningsgraden fra virksomhedens side, samtidig er god.

5. Budgettering

På baggrund af den foretagne strategiske og finansielle analyse, der har givet klarhed over Rockwools historiske udvikling igennem en årrække, vil der i dette afsnit blive opstillet et budget for den fremtidige udvikling i virksomheden. Dette budget vil i de efterfølgende afsnit blive brugt i værdiansættelse til det endelige estimat af Rockwools værdi. Budgetteringen bygger på forventninger til udvikling i en virksomhed, og dette element har en naturlig usikkerhed omkring sig, da ingen med sikkerhed kan forudsige fremtiden. Grundlæggende er gennemgangen af de historiske elementer med til at give et billede af en mulig fremtid, når man derudover sammenholder den nuværende økonomiske situation på hovedmarkederne, har man en underlæggende viden, der gør det muligt at komme med mulige vækst bud for fremtiden.

Perioden der skal forudsiges varierer, da værdiansættelsesmetoden siger at det er al fremtid der skal budgetteres. Dog findes der en terminalperiode¹²², efter en årrække i modellen, og denne terminalværdi anses som værende væksten derfra og frem. Længden på den budgetteret periode før terminalværdien nås, skal vurderes separat for hver virksomhed, da udviklingen og karakteristika er forskellig. Jo længere en periode der vælges, jo sværere bliver det at forudsige den specifikke udvikling år for år. Rockwools status som etableret i isoleringsbranchen og markedsleder på stenuldisoleringsmarkedet, taler for en kortere budgetperiode end virksomheder der er på vej frem, og som dermed oplever større udsving i regnskaberne. Med en byggebranche der forsat er hæmmet af finanskrisen, og derfor

verdensøkonomien, er ikke holdbart teoretisk. At en virksomhed performer betydeligt over det forventede niveau for resten af økonomien i al fremtid (terminalværdien), vil betyde at den på et tidspunkt, vil være enerådig, da den konstant vokser mere end resten af økonomien.

Budgetteringen vil blive fokuseret på få hovedposter, der tilsammen udgør en generel udvikling i aktiviteterne. Alternativ til dette, er linjebudgettering, hvor man budgetterer alle linjer i regnskabet, og dermed ses der ikke en sammenhæng i aktivitetsudviklingen. Dette anses som værende en mere usikker metode at budgettere ud fra, da det kræver et enormt stort kendskab til en virksomhed for at kunne forudsige udviklingen linje for linje. Informationskendskabet til en virksomhed har betydning for hvor godt man er i stand til at budgettere. Eksterne analytikere har normalt ikke det nødvendige kendskab, derfor vælges det at der fokuseres på følgende poster: Salgsvækst, aktivernes omsætnings hastighed og overskudgraden. Disse poster giver et overblik over salget, omkostningsniveauet og nettodriftsaktiverne, og vil blive gennemgået i det efterfølgende.

I budgetteringen for 2012, vil den allerede realiserede udvikling for de første tre kvartaler, samt Rockwools forventning til det resterende kvartal i året, have stor påvirkning¹²³.

Som nævnt tidligere bliver hele budgetteringen dannet på grundlag af nogle observationer og forventninger til udviklingen i fremtiden. Disse forventninger er naturligvis behæftet med en masse usikkerheder, da mange faktorer kan blive berørt både positivt eller negativt, der dermed ændre forudsætningerne for budgetteringen. For at komme denne usikkerhed lidt til livs, vil der efter værdiansættelse blive foretaget en følsomhedsanalyse. Denne analyse vil vise, hvor store udsving der bliver i den endelige værdiansættelse, ved at ændre på nogle få faktorer.

efter flere rekord år. Som analysen også viser, har de sidste år budt på moderat vækst sammenlignet med rekordårene. Det samme billede gengiver sig for den gennemgående udvikling for Q1-Q3 2012, hvor virksomheden realiserer en vækst i omsætningen på 7,95 procent, med en forventning til væksten for hele året på 6 procent¹²⁵. At det forventede niveau for hele 2012, som Rockwool selv fremsætter, ligger under den allerede realiserede vækst i 2012, ser ud til at skyldes den faldende vækst i Q3, sammenlignet med den akkumulerede vækst for hele året. Et fald på næsten 2 procent i det sidste kvartal, lyder meget drastisk, og med ingen åbenlyse grunde til opbremsning i økonomien på de store salgsområder vurderes det mere sandsynligt at den endelige salgsvækst i 2012, ender på 7 procent.

Udviklingen i de efterfølgende år afhænger af flere faktorer. Begynder byggesektoren af blomster op igen, med en masse nybyggerier, kan Rockwool fremadrettet satse på både den grønne bølge og nybyggerier, som drev den rekordagtige vækst i årene før finanskrisen? Eller forværres gældskrisen i Sydeuropa, hvor flere lande er truet af en bankerot, der kan medføre en ny Finans krise? Spørgsmålene er mange og kompliceret ved fremtidsudsigterne.

Med fortsatte problemer i EU, hovedsagligt med gældskrisen i flere sydeuropæiske lande, synes et opsving i nybyggerierne på Rockwools hovedmarked, Vesteuropa, som værende usandsynligt. Virksomheden skal derfor, fortsat sætte deres lid til de statsfinansierede renoveringsprojekter, i blandt andet Tyskland, for at oplevede omsætningsvækst i denne region i fremtiden. Disse projekter, der bundet i de mange "2020 planer", omkring formindskelsen af co2 udledning, skal fortsat være Rockwools prioritet og dette kan lade sig gøre i mange år, eftersom den billigste måde at spare co2 udledning på, er ved efterisolering af gamle bygninger.

Lowe's, betyder en øget synlighed og dermed kendskab til virksomhedens produkter. Denne aftale vil have stor betydning for Rockwools muligheder på dette marked, som på nuværende tidspunkt ser lysere ud end for bare nogle få år siden.

Opkøb og etablering af nye fabrikker i Indien og Asien, kommer til at have betydning for Rockwool i det lange løb. Den galoperende økonomi i denne del af verden, har allerede betydet øget fokusering på isolering som energibesparende og derfor en nødvendighed i nybyggerier. Samtidig har tragiske højhusbrande i Kina, haft stor betydning til Rockwools kendskab på markedet, på grund af den store brandsikkerhed produkterne har. Kinas økonomi oplever ikke samme vækst som tidligere, og bygningerne skyder ikke op med samme fart. Denne udvikling påvirker dog ikke Rockwool direkte, da reglerne for isolering i nybyggerier har været ikke eksisterende tidligere og fokus har hovedsagligt været på at bygge hurtigt og billigt. De førnævnte brande har fået dette fokus ændret, da regler fra de offentlige instanser nu påkræver en hvis brandsikkerhed, en sikkerhed stenuldsisolering er bedst til at give.

Rockwool nævner selv i deres 2011 årsrapport¹²⁶, at de har som finansielt mål at levere vækstrater på 8 procent i omsætningen årligt. Den valgte terminalvækst kan, som nævnt tidligere, ikke ligge på et niveau der ligger markant over resten af verdensøkonomien, og derfor er det ikke realistisk at have den på 8 procent. Rockwool agerer på et marked, der i dag ikke kun er afhængig af byggebranchen, på grund af den grønne bølge. Med fortsat fokus på denne miljøeffekt, som det forventes at hele verden vil have i fremtiden, anses det dog muligt, at sætte en terminalværdi til 3,5 procent.

Fra 2013 og frem til 2016 vil udviklingen i salget ligge nogenlunde stabilt, med 8 procent i 2013, 9 procent i 2014 og så et lille fald hen imod terminalperioden. Den fortsatte krise i Europa vil blive opvejet af salgsfremgang i Østeuropa, mens også markeder i Asien og Nordamerika løbende vil få mere indflydelse og andel af det totale salg i virksomheden. Rockwools nuværende tilstedeværelse og åbenlyse store interesse, med flere anlægsinvesteringer på de nye markeder i Nordamerika og Asien, giver dem en fordel i den fremtidige konkurrence, og dette gør sig gældende i den fremtidige omsætningsvækst, der dog ikke vil når tidligere tiders vækst rekorder.

5.2 Overskudgrad

Ved gennemgangen af den finansielle udvikling, så man en overskudgrad der de sidste par år har stabiliseret sig efter finanskrisen. Rockwool kæmper stadig med at tjene nok penge på deres salg, og har

¹²⁶ Rockwool Årsrapport 2011, s. 20

selv et erklæret mål om at præstere en "overskudgrad på 11 % af nettoomsætningen"¹²⁷. Denne målsætning er virksomheden på nuværende tidspunkt langt fra at efterleve.

Overskudgraden afhænger af hvor store udgifter virksomheden har til de faste produktions steps, produkterne gennemgår, før de kan sælges til kunderne. En måde man kan analysere disse steps, udviklingen i dem og om virksomheden har forbedret sig igennem tiden, er ved at lave en tendensanalyse. Denne analyse bruger et basisår, hvorfra udviklingen i en række poster bliver vist i de efterfølgende år. Denne analyse er foretaget, på en række omkostningskonti, således at det kan hjælpe til med at fremhæve, hvilke omkostninger der presser overskudgraden mest.

Tabel 27¹²⁸, Trendanalyse

Trendanalyse	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	19,17%	1,69%	-3,20%	18,75%	20,55%	0,00%
Produktomkostninger	43,79%	11,44%	4,10%	27,73%	8,17%	0,00%
Leveringsomkostninger	11,24%	-1,86%	-9,05%	16,98%	14,20%	0,00%
Øvrige eksterne omkostninger	13,75%	-0,98%	2,73%	16,10%	26,66%	0,00%
Personaleomkostninger	17,87%	5,97%	8,79%	16,15%	8,19%	0,00%
Af- og nedskrivninger	27,82%	37,86%	32,84%	21,41%	-4,47%	0,00%
Driftsomkostninger	26,23%	7,90%	4,72%	20,86%	10,56%	0,00%

I den strategiske gennemgang blev det fastlagt, at Rockwool har udfordringer indenfor transportering af færdige produkter, på grund af volumen. Tabellen ovenfor viser også at udgiften til leveringsomkostninger er steget igennem tiden, dog mindre end omsætningen. Dette tyder således på, at den store fokus på netop transporten af produkter har haft effekt på, blandt andet ved nye fabrikker og etablering af nye produktionslinjer, således at produktionen foregår tættere på slutkunden, end det har været tilfældet tidligere.

Produktionsomkostningernes udvikling har siden 2008 ligget over væksten i nettoomsætningen. Dette har negativ effekt på overskudgraden og skyldes blandt andet den svingende pris på koks, der blev diskuteret i den strategiske analyse. Yderligere kan stordriftsfordele have betydning på denne post, som 2007 er et godt eksempel på. Hvis fabrikker konstant kører på fuld damp, som var tilfældet før finanskrisen, bruges der ikke unødvendigt energi og materialer ved midlertidig lukning og genopstart af produktionslinjer. Udviklingen i produktionsomkostningerne er noget Rockwool fremover skal have fokus på, dog burde salgsfremgangen, som forventes jævnfør sidste afsnit, betyde nogle stordriftsfordele i fremtiden.

¹²⁷ Rockwool Årsrapport 2011, s. 20

¹²⁸ Egen tilvirkning

I Q3 kvartalsrapportering nævner Rockwool selv, at de har oplevet stigende salgspriser på deres produkter, og denne udvikling mener de selv kommer til at fortsætte i den nærmeste fremtid. Denne udvikling har naturligvis positiv effekt på overskudsgraden.

Udviklingen i Core OG de sidste par år, viser stigende tendens. Med yderligere prisstigninger, øget stordriftsfordele og Rockwools store fokus på at nedbringe de faste omkostninger, betyder at en stigning i Core OG kan forventes de første år af budgetperioden. Virksomheden har et mål om en overskudsgrad på 11 procent, men dette anses ikke som værende realistisk på det nuværende marked. Budgetteringen af Core OG salg efter skat, bliver foretaget med 5 procent i 2012, for derefter at stige til 7 procent i 2015. Mod terminalperioden vil overskudsgraden falde igen så den ligger på 4,5 procent, der menes at være et mere realistisk niveau i sådan en periode. Med etablering af produktion på flere markeder, forventede gradvise forbedringer af de økonomiske forhold og et skift i omsætningsgeografien over mod vækstmarkederne, vil betyde bedre markedsvilkår for Rockwool, dog forventes det ikke at virksomheden kommer tilbage til gamle tiders overskudsgrader.

5.3 Aktivernes omsætnings hastighed

Tidligere i rapporten blev det fastlagt, at Rockwool er en kapitaltung virksomheden, eftersom det kræver markedsnære produktionsanlæg for at kunne få en acceptabel rentabilitet ved salg af isolering. Da Rockwool samtidig er en etableret virksomhed og på nuværende tidspunkt ikke bruger den fulde produktionskapacitet, tyder det på, at virksomheden ikke kommer til at opleve store udsving i deres AOH i fremtiden¹²⁹. Dog kan den ledige produktionskapacitet udnyttes ved forbedring i markedsvilkårene, hvilket vil betyde at virksomheden kommer til at opleve en lille stigning i AOH i fremtiden.

I budgetteringen er valgt en løbende vækst således at terminalværdien i år 2020, kommer til at ligge på 1,7, hvilket er under niveauet før finanskrisens begyndelse og lidt over det nuværende. Rockwool satser på nye markeder, hvilket kræver investeringen, og samtidig kan denne fokus på etablering, betyde tider med mindre kapacitets efterspørgsel end hvad maksimum er, på disse markeder.

¹²⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 317

5.4 Skatteprocent

Den effektive skatteprocent viser hvor meget, Rockwool har betalt samlet i skat på alle deres salgsmarkeder. Udgangspunktet i Danmark er 25 procent, men da størstedelen af virksomhedens salg ligger i udlandet, er virkeligheden en anden. Dette ses også tydeligt på udviklingen af skatteprocenten igennem tiden, hvor den har ligget mellem 25,4 procent i 2007 og 33,9 i 2010.

Fastlæggelsen af skatteprocenten, gøres på baggrund af Rockwools egen udmelding om ”højere indtjening i lande med lavere beskatning”¹³⁰, hvilket har betydet en 3,2 procent lavere effektiv skatteprocent i 2011, i forhold til 2010. Denne nedadgående udvikling ses også i budgetteringen hvor der budgetteres med 30 procent i 2012, og 27 procent i terminalperioden.

5.5 Konstante variabler

Ved budgetteringen findes der en række såkaldte konstante variabler der skal bestemmes. Det handler om OG andre poster, renten, finansiell gearing og transitoriske poster. Disse vil i det efterfølgende blive gennemgået og fastlagt.

5.5.1 OG andre poster

Overskudgraden for andre poster, har igennem tiden ligget forholdsvis stabilt. Kendskabet til Rockwool skal være stort for at kunne forudsige denne variable, og derfor er valgt et gennemsnit fra 2006 til 2011, på 1,3 procent, som værende den konstante udvikling i budgetperioden.

5.5.2 Renter

Rockwools finansielle situation i analyse perioden, viser at Rockwool nogle år har haft flere renteindtægter end udgifter og derfor en negativ rente. Dette er ikke situationen i 2011 og teoretisk heller ikke noget der ses tit. Derfor vil den fastsatte rente i budgetperioden, tage udgangspunkt i 2011 renten og ligge konstant på 2 procent.

5.5.3 Den finansielle gearing

Rockwool har en klar filosofi om ikke at optage massive lån ved produktionsudvidelser, men derimod bruge deres cash flow og likvider. Dette betyder også at virksomheden gennem tiden har haft en meget lav FGEAR, nogle år endda negativ. Situationen er forklaret tidligere i rapporten. Den finansielle gearing holdes på et lavt niveau, og sættes fast til 0,05 igennem hele perioden. Med et forventet stigende positivt resultat,

¹³⁰ Rockwool Årsrapport 2011, s. 20

burde der være likvider i fremtiden til eventuelle opkøb eller produktionsudvidelser, uden at være nødsaget til at optage store lån.

5.5.4 Transitoriske poster

Udviklingen for denne variabel kan ikke forudsiges, da det er enkeltstående poster i regnskabet. Af denne grund sættes de transitoriske poster til 0 i budgetteringen, da det anses at være mest korrekt, ikke at give denne variable nogen betydning i selve værdiansættelsen.

5.6 Proforma-opgørelse

Ved at inddrage de tidligere udarbejdet strategiske og finansielle analyser, har det været muligt at lave en vurdering af vækstforventningerne til Rockwool ovenfor og som ses samlet i bilag 5. Denne forventede vækst i udvalgte nøgletal, bruges til at lave en proforma-opgørelse, der opgøre hvad det forventede cash flow i budgetperioden er. Denne bruges efterfølgende i den endelige værdiansættelse af virksomheden. Oversigt over proforma-opgørelsen kan ses i bilag 6.

6. Værdiansættelse

Det er tidligere i rapporten forklaret at den valgte værdiansættelsesmodel er FCFF modellen. Denne model bruger det forventede frie cash flow, fundet i proforma-opgørelsen, og tilbagediskonterer dette med WACC. I det efterfølgende vil udregningen af WACC'en blive gennemgået.

Efter beregningen af WACC'en er foretaget, vil det være muligt at foretage den endelige værdiansættelse, hvorved der findes en forventede værdi af Rockwool aktien. Denne værdi bliver efterfølgende udfordret ved en følsomhedsanalyse, der viser hvor følsom aktien er overfor små ændringer.

6.1 WACC

Tilbagediskonteringsfaktoren der skal bruges ved det fremtidige cash flow, er WACC, også kaldet de vægtede gennemsnitslige kapitalomkostninger. Ved Rockwools kapital struktur, hvor man kun har finansiering ved egenkapital og gæld, udtrykkes WACC som følgende¹³¹:

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

Hvor:

V_0^E = Markedsværdi af egenkapital

V_0^{NFF} = Markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = Finansielle omkostninger efter skat

Det vurderes at den nuværende kapitalstruktur der findes i Rockwool, ikke er noget der kommer til at blive ændret fremadrettet. Dette begrundes med at det historisk har været denne struktur, samt tidligere nævnte forhold, omkring virksomhedens mål om at finansiere nye aktiver igennem likvider og cash flow. Variableerne bliver gennemgået efterfølgende.

¹³¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 54

6.1.1 Markedsværdi af egenkapital

Udregningen af egenkapitalens markedsværdi, sker på baggrund af antal udstedte aktier og den aktuelle kurs på værdiansættelses tidspunktet.

Tabel 28 ¹³² , Markedsværdi af egenkapital			
Aktieklasser	Antal aktier	Pris i kr.	Markedsværdi
A aktier	11.231.627	537	6.025.767.886
B aktier	10.743.296	532	5.715.433.472
Total værdi			11.741.201.358

Ved udregningen af markedsværdien af egenkapitalen, er brugt slutkursen på værdiansættelsestidspunktet den 20. november 2012, hvorved V_0^E er udregnet til 11.741.201.358 kr.

6.1.2 Markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser og virksomheden

En opgørelse af værdien af de nettofinansielle forpligtelser, NFF, der er en betegnelse af forskellen mellem likvide midler og finansielle forpligtelser, vises på bilag 7. Udviklingen viser at Rockwool ikke har en stor finansiell gearing, der også nævnes i den finansielle analyse tidligere i rapporten. I kvartalsrapporteringen for Q3, viser Rockwool selv at deres finansielle gearing er faldet i løbet af 2012¹³³, fra 0,06 i 2011 til 0,03 ved Q3 i 2012. Dette betyder at markedsværdien af NFF på værdiansættelsestidspunktet er mindre end i 2011, og derfor er der valgt et niveau på 250.000.000 kr. som markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser, hvilket nogenlunde er på niveau med gennemsnittet af NFF fra 2009 til 2011.

Med vurderingen af Netto finansielle forpligtelser ovenfor, kan den samlede markedsværdi af virksomheden udregnes som følgende:

$$V_0^{NDA} = V_0^E + V_0^{NFF} = 11.741.201.358 + 250.000.000 = 11.991.201.358$$

¹³² Egen tilvirkning, Rockwool Årsrapport 2011, s. 5 og Nordnet.dk

¹³³ Rockwool, Delårsrapport 1.-3. kvartal 2012, s. 2

6.1.3 Ejernes afkastkrav

Fastlæggelse af ejernes afkastkrav udregnes ved hjælp af CAPM, Capital Asset Pricing Model¹³⁴, der udgøres af flere delelementer og udtrykkes således:

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

Hvor:

r_f	= Risikofri rente
β	= Beta (systematisk risiko)
$E(r_m)$	= Forventet afkast ved investering i markedsporteføljen
$E(r_m) - r_f$	= Markeds risikopræmie

6.1.3.1 Risikofri rente

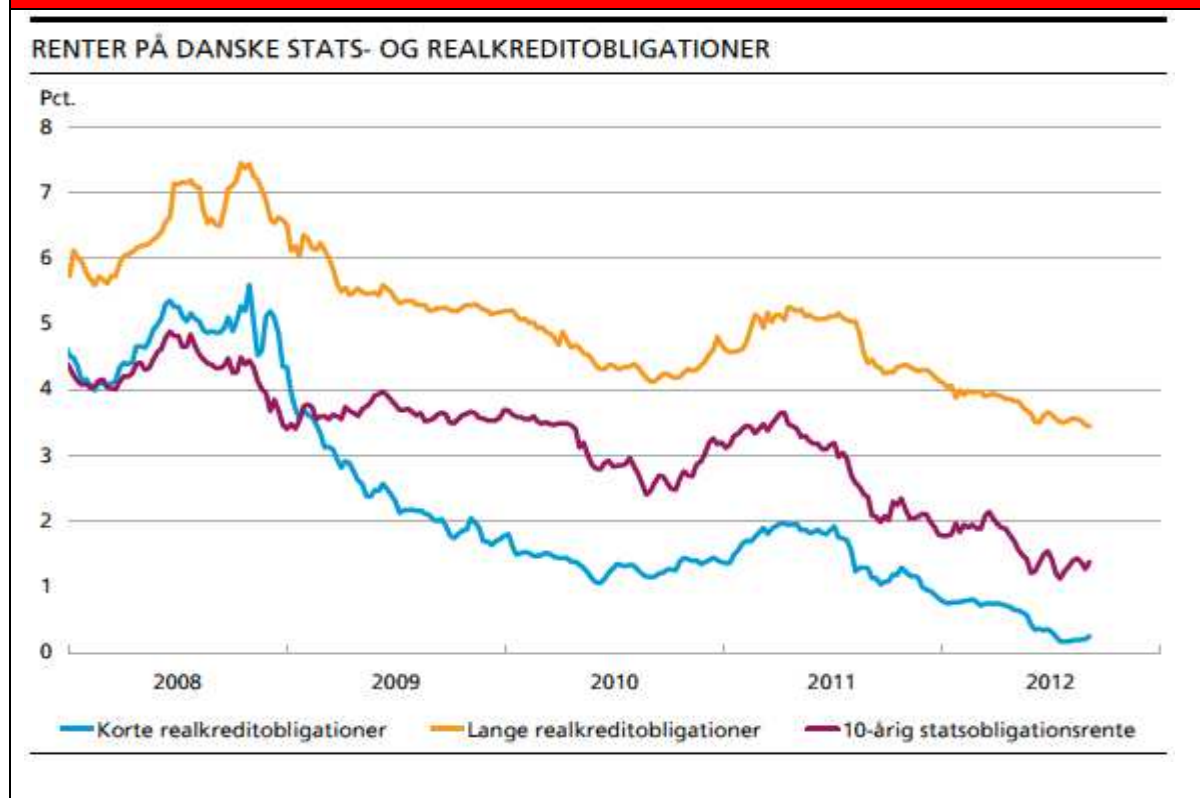
Den risikofri rente anses som værende den sikre rente investorer altid ville kunne få og altså et alternativet til at investere i for eksempel Rockwool. I denne rapport bliver der taget udgangspunkt i en 10-årig statsobligations rente, der af mange analytikere anses som værende den mest sikre investering på markedet.

Denne konklusion omkring at obligationer er den mest sikre investering, har de seneste år ændret sig, med gældskrisen i Sydeuropa. Som det også er nævnt i den strategiske analyse, er der på nuværende tidspunkt større sandsynlighed for en statsbankerot, end det er set længe. Derfor kan mange diskutere om valget af en 10-årig statsobligation, er det korrekte. Dog vurderes det, at valget af en dansk statsobligation, betyder at denne usikkerhed, som findes ved sydeuropæiske nationer, ikke gør sig gældende for Danmark, der af mange investorer verden over anses som sikker havn hvad angår investeringer¹³⁵. Dette ses tydeligt i udviklingen på en 10-årig statsobligation, der de seneste år er faldet markant.

¹³⁴ Financial Statement Analysis, s. 473

¹³⁵ Berlingske, Hård kamp mod stærk krone, sektion Business, 19-06-12, s. 12

Tabel 29¹³⁶, Obligationsrente udvikling



Udviklingen for danske statsobligationer har tydeligvis haft faldende tendens efter finanskrisen, og ovenstående påstand omkring investorers tiltro til Danmark som "sikker havn", har samtidig betydet yderligere fald i renten. Ved værdiansættelsestidspunktet den 20. november 2012 lå renten for en 10-årig statsobligations på 1,1 procent og dette anses derfor som værende den risikofri rente¹³⁷.

6.1.3.2 Beta

Beta værdien fortæller investorer hvor risikofyldt en aktie er, ved sammenligning til en udvalgt markedsportefølje, som for eksempel OMX c20 indekset. En risikofri investering anses at have en betaværdi på 0, mens det valgte indeks har en betaværdi på 1. At have en aktie med beta under 1 betyder derfor en mindre risiko end markedet og omvendt hvis betaværdien er over 1.

Betaværdien kan estimeres ved at lave en kovariansanalyse af de historiske aktiedata for både Rockwool og den valgte markedsportefølje, c20. Der er indhentet data for både Rockwool og OMX c20 indekset, for en

¹³⁶ Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 3. kvartal, 2012, s. 20

¹³⁷ Nationalbankens statistikbank/rentestatistik/obligationsrenter

tidshorisont der hedder 19-11-2012 og fem år tilbage. Resultat af denne analyse ses i bilag 8, og resulterer i en Betaværdi for Rockwool aktien på 1,10462.

En anden metode at finde frem til en betaværdi, er ved at se på konkurrerende virksomheder i branchen. Men da de fleste af konkurrenterne, der er gennemgået i afsnit 2.6.5.1, ikke kun har isoleringsprodukter som en del af deres koncern, ville en sammenligning med dem ikke være korrekt, da faktorer fra andre brancher, kan have effekt på den endelige betaværdi.

For ikke kun bruge den ovenstående analyse, som eneste pejlemærke til fastlæggelsen af betaværdien, kan man søge information omkring andres skøn af betaværdier. Proinvestor er et fællesskab for amatørinvestorer, og hvis man kigger på deres analyse af Rockwool, har de fastlagt en betaværdi på 1,070 på denne aktie¹³⁸. Dette estimat er lidt lavere end det tidligere beregnede, hvilket kan skyldes flere faktorer, blandt andet længden af de historiske data.

Ud fra ovenstående gennemgang, anses den udregnede betaværdi på 1,10462 som værende plausibel. Dette er yderligere underbygget i den strategiske analyse, hvor det nævnes at Rockwool har en konjunktur følsom omsætning og derfor er en beta over markedsniveauet realistisk, hvilket vil blive brugt i den videre analyse.

6.1.3.3 Markeds risikopræmie

For at investorer hellere vil investere i Rockwool aktier end i den sikre 10-årige statsobligation, kræver det en merværdi før de kan lokkes, også kaldet risikopræmie. Der findes flere måder at opgøre denne præmie på, blandt andet ud fra sammenligning af de historiske afkast på aktiemarkedet eller ved undersøgelser af en række investorers skøn, hvor gennemsnittet bruges¹³⁹.

Det nævnes i lærebøger¹⁴⁰, at PriceWaterhouseCoopers foretager undersøgelser blandt investorer og deres skøn på en risikopræmie. Sidste undersøgelse foretaget af PwC er fra 2009¹⁴¹, hvor de fandt frem til en markedsrisikopræmie på 4,9 procent.

En undersøgelse foretaget af den danske nationalbank, undersøgte historiske risikopræmier fra 1970 til 2003¹⁴². Denne undersøgelse kom frem til en gennemsnits risikopræmie på 5,2 procent for danske aktier, dog med stor variation i perioden.

¹³⁸ <http://www.proinvestor.com/aktier/Rockwool+Int.+B/ROCK%20B.CO>

¹³⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 51

¹⁴⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 51

¹⁴¹ "Prisfastsættelse på aktiemarkedet" fundet på PwC.dk

Begge ovenstående ekspertundersøgelser, ligger på nogenlunde samme niveau og derfor vurderes det at der i denne rapport vil blive brugt en risikopræmie på 5 procent, da der stadig er stor økonomisk usikkerhed i verden og dette smitter naturligvis af på investorers risikotillæg.

6.1.3.4 Sammenfatning af CAPM

Med ovenstående delelementer fundet, er det nu muligt at udregne CAPM modellen og finde frem til ejernes afkastkrav:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f] = 0,011 + 1,10462(0,05) = 0,066231$$

Dette betyder at ud fra CAPM modellen, er ejernes afkastkrav til Rockwool, r_e , på 6,6231 procent.

6.1.4 Finansielle forpligtelsers afkastkrav

Afkastkravet til Rockwools gæld, altså de finansielle forpligtelser, anses som værende det ekstra risiko der findes i at investere i virksomheden, i forhold til den risikofri rente. Den måles efter skat og udtrykkes således¹⁴³:

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

Hvor:

r_f	= Risikofri rente
r_s	= Selskabsspecifikt risikotillæg
t	= Selskabsskatteprocent

Den risikofri rente blev sat til 1,1 procent, mens selskabsskatteprocenten ligger på 25 procent, der som nævnt tidligere er den gældende procent i Danmark. Dermed er det kun det selskabsspecifikke risikotillæg der skal fastlægges. Dette kan fastlægges på to måder, enten ved at se på hvilken kredit rating virksomheden har eller ved at se på tidligere låntagninger foretaget af virksomheden og hvilken rente de har, måtte betale her.

¹⁴² Nationalbanken "Risikopræmien på aktier" af Niki Saabye, 2003

¹⁴³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, s. 56

Rockwool har i deres årsrapporter specifikt, opdelt deres banklån på hvilket niveau renten er, og derfor vil disse blive brugt ved estimeringen af r_s . Udregningen viste at den effektive rente i 2010 lå på cirka 3,4 procent mens den i 2011 lå på cirka 4,7 procent. Det estimeres ud fra denne udvikling derfor at det selskabsspecifikke risikotillæg i Rockwool ligger på 3,6 procent (4,7-risikofri rente). Dette betyder at r_g bliver følgende:

$$r_g = (0,011 + 0,036)(1 - 0,25) = 0,03525$$

Der med et afkastkrav på de finansielle forpligtelser på 3,525 procent.

6.1.5 Sammenfatning af WACC

Gennemgangen af de nødvendige faktorer er nu foretaget og derfor er det nu muligt at udregne den WACC, der skal bruges til at tilbagediskontere de fremtidige cash flows.

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

$$WACC = \frac{11.741.201.358}{11.991.201.358} \times 0,066231 + \frac{250.000.000}{11.991.201.358} \times 0,03525$$

$$WACC = 0,979152 \times 0,066231 + 0,020849 \times 0,03525 = 0,065585$$

Dette betyder at WACC'en der skal bruges i værdiansættelsesmodellen i det efterfølgende afsnit, er 6,5585 procent. Da denne WACC har stor betydning for det endelige resultat, vil der senere i rapporten blevet gennemgået en følsomhedsanalyse, der ser hvor stor påvirkning, ændringer i denne faktor, vil have.

6.2 Virksomhedsværdien

Med gennemgangen og udregningen af WACC'en, er det det nu muligt at foretage den endelig værdiansættelse, hvor det frie cash flow, fundet i budgetperioden i proforma-regnskabet, vil blive tilbagediskonteret med den netop udregnede WACC.

Tabel 30¹⁴⁴, FCFF værdiansættelsesmodel

	Nuværende periode				Budgetperiode				Terminalperiode	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DO		926,75	1159,76	1264,14	1552,30	1660,96	1548,50	1642,40	1489,38	1420,26
NDA	9052,00	9490,55	9628,60	10495,17	11334,79	11771,51	12477,80	13226,47	13887,79	14373,86
FCFF		488,20	1021,72	397,57	712,69	1224,24	842,20	893,74	828,06	934,19
Diskonteringsfaktor	1,07	1,14	1,21	1,29	1,37	1,46	1,56	1,66	1,77	1,89
PV af FCFF		429,95	844,44	308,36	518,75	836,25	539,88	537,66	467,49	494,94
PV af FCFF til 2020	4977,72									
Terminalværdi (TV)									30544,07	
PV af TV	16182,51									
Virksomhedsværdi	21160,23									
Bogført værdi af NFF	751,00									
Værdi af egenkapital	20409,23									
Værdi af minoriteter	28,05									
Værdi af egenkapital (moder)	20381,18									
Værdi pr aktie (21.974.923 stk)	927,47									

Ovenstående værdiansættelse viser en samlede værdi på Rockwool på 20.381,18 mio. kr. der giver en estimeret kursværdi på 927,47 kr. pr. aktie.

Den officielle på Rockwool B aktien den 20. november 2012, dagen hvor Q3 rapporteringen blev offentliggjort, var 536,5 kr. hvilket er cirka 72 procent under det udregnede i denne rapport. Set ud fra denne tydelige forskel, vurderes det at aktien er undervurderet, og indeholder skjult værdi for eventuelle investorer den 20. november 2012

Forskellen på 72 procent mellem den officielle kurs og den estimeret værdi i denne rapport, kan begrundes af flere faktorer. En for optimistisk forventning til virksomhedens fremtid og de generelle økonomiske tendenser, end resten af markedet, kan være en af grundene til forskellen.

Nedenfor vil der blive foretaget en følsomhedsanalyse for at udfordre de valgte estimater i ovenstående værdianalyse.

6.3 Følsomhedsanalyse

Den estimerede aktie værdi i ovenstående afsnit, bygger på forudsætninger, der kan påvirkes negativt og positivt af såvel Rockwool, som resten af omverden. Af denne grund er det vigtigt at foretage en analyse af følsomheden ved værdiansættelsen, hvilket gøres ved at ændre på følgende to faktorer, terminalværdien i salgsvæksten og WACC'en. Værdiansættelsen vil ændre sig ved forandring i alle faktorer, der ligger til grund

¹⁴⁴ Egen tilvirkning

for den endelige værdi. Nogle har større påvirkning end andre og derfor bliver der set på de to ovenstående faktorer påvirkning i nedenstående tabel.

Tabel 31 ¹⁴⁵ , Følsomhedsanalyse											
Aktie pris Terminalværdi, salgsvækst						% forskel Terminalværdi, salgsvækst					
WACC	2,5	3	3,5	4	4,5	WACC	2,5	3	3,5	4	4,5
5,56%	1124,85	1237,57	1405,84	1683,14	2223,99	5,56%	21%	33%	52%	81%	140%
6,06%	952,93	1022,52	1119,94	1265,45	1505,33	6,06%	3%	10%	21%	36%	62%
6,56%	823,55	868,00	927,47	1010,79	1135,30	6,56%	-11%	-6%	0%	9%	22%
7,06%	722,71	751,62	789,06	839,21	909,52	7,06%	-22%	-19%	-15%	-10%	-2%
7,56%	641,95	660,84	684,73	715,71	757,27	7,56%	-31%	-29%	-26%	-23%	-18%

Den udarbejdede følsomhedsanalyse, viser hvor sensitiv en aktie er overfor selv små ændringer i de bestemmende faktorer.

Ser man på terminalværdien af salgsvæksten, kan ændringer heri, betyde markante udsving i den endelige værdi. Med den nuværende økonomiske usikkerhed, er det svært at forudsige hvordan Rockwools situation ser ud nogle år frem, hvilket gør usikkerheden, af de valgte estimater under budgetteringen, stor.

Af ovenstående tabel, ses det også, at en ændring i den udregnede WACC, betyder større forandring i aktie prisen, end ved ændring i salgsvæksten. Dette stemmer godt overens med teorien, da WACC'en bliver brugt som tilbagediskonteringsfaktor, for at finde nutidsværdien af de fremtidige cash flows. Som tidligere vist, udgøres WACC af flere faktorer der alle har indflydelse. Men med den nuværende kapitalstruktur i Rockwool, hvor der næsten ikke er gæld, er det ejernes afkastkrav og værdien af denne faktor der har stor betydning på værdien af WACC'en, og dermed i sidste ende den estimeret værdi af aktien.

¹⁴⁵ Egen tilvirkning

Del V

13. Konklusion

Rockwool International A/S har efter finanskrisen begyndelse, oplevet svære markedsvilkår, der har sat et aftryk i virksomhedens økonomiske udvikling. Med produkter der hovedsagligt henvender sig til byggebranchen, har denne branches massive nedgang i forbindelse med finanskrisen, vist hvor konjunkturfølsom Rockwool er, ved ændringer i omverdenen.

Tvunget af krisen, er virksomheden i gang med at ændre deres branding, således at de bliver set som en del af den grønne bølge, hvis produkter hjælper med nedbringelsen af Co2 udledningen. Den store miljøbekymring der findes verden over, har hjulpet Rockwool igennem krisen, da store statsstøttede renoveringsprojekter i Europa, har udlignet meget af det tabte salg til nybyggerier i regionen. Rockwool oplever igen vækst i deres omsætning og det forventes at omsætningsniveauet i 2012, er det højeste i virksomheden historie.

Gennemgangen af virksomheden, viste at Rockwool er i besiddelse af et alsidigt produktsortiment med stenulden som hovedingrediens. Isolering står for langt størstedelen af den samlede omsætning, men flere års investering i forskning, har resulteret i flere nyudviklede produkter, samt forbedringer af standard isoleringen. Denne udvikling betyder at Rockwool er placeret blandt de forreste i isoleringsbranchen, og verdensførende indenfor stenuldsprodukter.

Den strategiske analyse belyste den gunstige position Rockwool er i, når det kommer til den grønne politik mange lande har underlagt sig, med store co2 besparelser som resultat. Stenuldisolering er den "lavest hængende frugt" når det kommer til besparelse af co2 udledning og omkostningerne forbundet hertil. Dette har hjulpet Rockwool på det trængte Vesteuropæiske marked, der fortsat har en fornuftig omsætning i regionen. Med et vesteuropæisk marked, der fortsat oplever usikkerhed på grund af gældskrisen i en række sydlige lande, har Rockwool fortsat deres ekspansion mod nye vækstmarkeder, der i fremtiden kan danne grundlag for omsætningsvækst.

Volumen på isoleringsprodukter betyder at Rockwool er nødsaget til at have spredt deres produktionsaktiviteter, geografisk klogt, for at transportomkostninger ikke skærrer for meget af bruttoavancen på produkterne. Rockwool har historisk set haft produktionen koncentreret i Vesteuropa, da det har været hovedmarkedet, men det er ved at ændre sig. Flere nyoprettede produktionsanlæg, samt

opkøb af allerede etableret fabrikker fra konkurrenter, i regioner som Østeuropa, Asien og Nordamerika, viser hvor stor fokus Rockwool har på at finde nye vækstmarkeder.

Med udvidelsen til nye verdensdele, gør det Rockwool mindre sårbar overfor udviklingen i Vesteuropa, på det lange løb. Virksomheden skal dog først vise at den kan etablere her, som den har gjort i Østeuropa, før missionen er lykkedes. Den økonomiske udvikling i Asien og Indien, betyder at en stor del af byggeaktiviteten foregår i disse regioner, og med stigende rigdom og lovmæssige stramninger, har isolering, specielt brandhæmmende, fået større fokus, hvilket er grunden til Rockwools udvidelse mod Øst.

Den finansielle analyse viste tydeligt en økonomisk udvikling i Rockwool, påvirket af finanskrisens indtog i 2008. Virksomheden oplevede stor tilbagegang i omsætningen på det Vesteuropæiske hovedmarked og har i 2009 – 2011 kæmpet for at komme tilbage. Nødvendigheden i at have "lokale" produktionsaktiviteter, betyder et kapitaltungt apparat, der ikke er muligt at ændre fra dag til dag. Det, sammen med fald i salgspriser og prisstigning i koks, betød et drastisk fald i overskudsgraden, og dermed bundlinjen.

Udviklingen de seneste år, viser et Rockwool, der indtjeningsmæssigt generer overskud fra kerneaktiviteten, mens de transitoriske poster i 2011, bød på et større underskud på grund af valutakursreguleringer med datterselskaber. Overskudsgraden er forsat ikke på samme niveau som før finanskrisen, men spørgsmålet er om det nogensinde kommer til at ske igen, hvilket er svært at forestille ud fra de nuværende fremtidsudsigter.

Fastlæggelsen af den 8 årige budgetperiode, viser en tro på fremgang for Rockwool. Virksomheden er i gang med at sprede deres aktiviteter og stenuldsproduktet er blandt de bedst ydende i branchen. Større rigdom i vækstområderne, skal fremover medvirke til omsætningsfremgang, samtidig med at den generelle verdensøkonomi langsomt bliver forbedret, og Rockwool selv bliver mere effektive og innovative i deres forretning.

Med udgangspunkt i proforma-regnskabet, blev den aktuelle estimeret aktiekurs den 20. november 2012, udregnet med hjælp af værdiansættelsesmodellen FCFF, til DKK 927,47. Dette er en kurs der ligger 72 procent over den officielle kurs, der den dato var DKK 536,5. Dette betyder at Rockwool aktien indeholder en skjult værdi for eventuelle investorer. En forklaring på differencen kan være mange, men et mere positivt syn på markedsvilkårene og fremtidsudsigterne i denne rapport, kan være en. Man ser dog ved gennemgangen af følsomhedsanalysen, at selv de mindste ændringer i salgsvæksten i terminalperioden og WACC'en, ændre markant på den udregnede aktiepris.

Rockwool aktien er efterfølgende steget og lukkede den 25-02-2013, i kurs 712¹⁴⁶, hvilket delvis bekræfter rapportens estimer og udregninger, i at aktien indeholdt en mulig gevinst for investorer.

På trods af bryggebranchen store nedgang, har Rockwool formået at kommet helskindet ud af finanskrisen og med produktionsanlæg, allerede etableret på nye vækstmarkeder, står virksomheden stærkt i kampen om fremtidige markedsandele, og derfor kan det konkluderes at Rockwool aktiekursen, den 20.11.2012, var undervurderet.

¹⁴⁶ www.nasdaqomxnordic.com

14. Litteraturliste

Bøger:

Titel: Marketing håndbogen – Fra strategi til kampagne

Forfatter: Hans-Henrik Søndersted-Olsen

Diverse: 1. Udgave 2003, oplag 2006

Titel: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang

Forfatter: Ole Sørensen

Diverse: 3. Udgave 2009, 1. oplag

Titel: Managerial Economics – In a global Economy

Forfatter: Dominick Salvatore

Diverse: Fifth Edition, 2004

Titel: Financial Statement Analysis

Forfatter: John J. Wild, K.R. Subramanyam, Robert F. Halsey

Diverse: Ninth Edition, 2007

Hjemmesider:

- Um.dk
- saint-gobain.fr/en/group
- uralita.com
- knaufinsulation.dk
- knauf.com
- paroc.com/about-paroc
- owenscorning.com
- di.dk

- unfccc.int
- Infomedia.dk – Alle artikler er fundet her
- Pwc.dk
- Proinvestor.com
- Datastream
- Nasdaqomxnordic.com
- Nordnet.dk
- Borsen.dk

Udgivelser/Publikationer:

- Den Europæiske Unions Tidende
- Rockwool Årsrapporter 2005-2011
- Rockwool Sustainability Report 2012
- Rockwool, Delårsrapport for 1.-3. kvartal 2012
- RLB, European Report, Construction Market Intelligence, Quarter 2 2012
- Sektoranalyse: Byggeri og anlæg i Tyskland, Danmarks generalkonsulat i Hamborg, oktober 2012
- Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 3. Kvartal, 1. Del
- Danmarks Nationalbank, Risikopræmien på aktier, Niki Saabye, Handelsafdelingen, 2003

Præsentationer:

- Rockwool Q2 results Copenhagen, 27-08-2012
- Rockwool Roadshow North America 12-13 April
- Rockwool HSBC European MidCaps Conference, Zurich

15. Bilagsoversigt

Bilag 1: Reformuleret egenkapital

Bilag 2: Reformuleret balance

Bilag 3: Reformuleret resultatopgørelse

Bilag 4: Core Vækst reformuleret resultatopgørelse

Bilag 5: Proforma budget

Bilag 6: Proforma regnskab

Bilag 7: Gennemsnits tal/oversigt

Bilag 8: Beta udregning

Bilag 1, Reformuleret egenkapital

Reformuleret Egenkapital							
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
Egenkapital 1/1	8563	7959	7718	7589	5933	5060	
Transaktioner med ejere							
Køb af egne aktier	-53	17	5	-72	-150	27	
Beralt udbytte	-207	-207	-207	-313	-209	-104	
	-260	-190	-202	-385	-358	-77	
Totalindkomst							
Årets resultat	613	519	322	1004	1966	950	
Valutakursregulering af udenlandske datter virksomheder	-192	226	93	-526	38	17	
Egenkapitalbevægelser	0	0	0	0	-2	-26	
Totalindkomst i alt	421	745	415	478	2001	942	
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	-101	49	28	36	13	8	
Egenkapital 31/12	8623	8563	7959	7718	7589	5933	

Bilag 2, Reformuleret balance

Reformuleret Balance						
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Driftaktiver	mio. kr.					
Goodwill	133	117	44	44	45	45
Øvrige immatrielle anlægsaktiver	426	334	229	279	139	65
Grunde og bygninger	3.284	3.353	3.004	2.465	2.102	1.705
Produktionsanlæg og maskiner	3.729	3.903	3.886	3.315	2.783	2.609
Andre anlæg, driftmateriel og inventar	106	122	128	147	135	111
Fordbetaling og anlæg under udførsel	952	617	289	1.040	805	408
Leasede anlæg og inventar	31	32	33	22	14	16
Andre værdipapirer og kapitalandele	0	0	0	0	0	0
Udskudte skatteaktiver	315	287	265	248	234	147
Varebeholdninger	1.110	1.007	801	1.323	1.267	769
Tilgodehavende fra salg	1.541	1.398	1.299	1.471	1.499	1.437
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	12	11	10	11	13	0
Andre tilgodehavender	271	304	251	422	369	321
Periodaafgrænsningsposter	60	57	53	63	64	68
Selskabsskat	27	62	84	176	0	0
Driftaktiver i alt	11.997	11.604	10.376	11.026	9.469	7.701
Finansielle aktiver						
Obligationer	0	0	0	0	0	0
Likvide beholdninger	347	347	733	444	1.257	725
	347	347	733	444	1.257	725
Ikke-kerneaktiver						
Kapitalandel i associerede virksomhed	334	285	217	173	168	185
Aktiver i alt	12.678	12.236	11.326	11.643	10.894	8.611

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Driftforpligtelser						
Hensættelser til udskudt skat	464	420	361	491	460	396
Hensættelser til pension	234	212	182	154	151	145
Andre hensættelser	260	239	294	302	376	182
Leverandør af varer og tjenesteydelser	1.103	957	756	967	1.047	874
Selskabsskat	0	0	0	0	164	133
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	0	0	0	0	0	0
Anden gæld	884	866	920	881	807	721
Driftgæld i alt	2.945	2.694	2.513	2.795	3.005	2.450
Finansielle forpligtelser						
Bankgæld	475	215	145	76	69	36
Banklån	486	333	357	78	38	73
Prioritetslån	3	48	66	726	4	5
Langfristet gæld der forfalder inden for 1 år	134	171	17	4	2	14
Finansielle forpligtelser i alt	1.098	767	585	884	112	127
Minoritetsinteresser	12	212	269	246	188	101
Egenkapital	8.623	8.563	7.959	7.718	7.589	5.933
Passiver i alt	12.678	12.236	11.326	11.643	10.894	8.611

Nettodriftaktiver	9.052	8.910	7.863	8.231	6.464	5.251
Netto finansielle forpligtelser/aktiver	751	420	-148	440	-1.195	-598
Minoritetsinteresser	12	212	269	246	188	101
Egenkapital	8.289	8.278	7.742	7.545	7.471	5.748

Bilag 3, Reformuleret resultatopgørelse

	i mio. kr.					
	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Nettoomsætning	13.748	11.732	11.168	13.700	13.908	11.537
Driftsomkostninger						
Produktionsomkostninger	-5.365	-4.158	-3.884	-4.766	-4.036	-3.731
Leveringsomkostninger	-2.149	-1.896	-1.757	-2.260	-2.206	-1.932
Øvrige eksterne omkostninger	-1.352	-1.177	-1.221	-1.380	-1.506	-1.189
Personaleomkostninger	-3.219	-2.894	-2.971	-3.172	-2.955	-2.731
Af- og nedskrivninger	-917	-989	-953	-871	-685	-717
Driftsomkostninger	-13.002	-11.114	-10.786	-12.449	-11.388	-10.300
Driftsoverskud fra salg før skat	746	618	382	1.251	2.520	1.237
Skat af årets resultat	-276	-275	-206	-465	-700	-432
Skattefordel	-5	-5	-2	-5	6	-4
Skat af andet driftsoverskud	33	45	40	70	46	41
	-248	-236	-168	-400	-648	-394
Andet driftsoverskud	498	383	214	851	1.872	843
Andre driftsindtægter	158	175	194	251	185	168
Afkast fra associerede virksomheder før skat	42	36	22	35	33	30
Valutakursgejns/trab netto	-26	3	-36	29	-1	-21
	174	214	180	315	217	177
Skat af andet driftsoverskud	-33	-45	-40	-70	-46	-41
I alt efter skat	141	170	141	245	0	136
Dirty surplus-poster						
Valutakursregulering af udenlandske datter virksomheder	-185	249	119	-590	25	6
Sikningstransaktioner/ regulering af finansielle instrumenter	-9	-3	-36	26	4	10
Egenkapital bevægelser	-24	7	0	0	0	-26
Andet driftsoverskud i alt	-77	423	224	-319	200	126
Totalindkomst af drift	421	805	438	532	2.072	969
Renteindtægter	28	11	11	47	68	60
Renteomkostninger	-49	-31	-17	-68	-46	-73
	-21	-20	-6	-21	22	-13
	5	5	2	5	-6	4
Skatte fordele	-16	-15	-5	-16	17	-9
Netto finansielle omkostninger	405	790	433	516	2.089	959
Totalindkomst før minoriteter	16	-45	-18	-38	-88	-17
Minoritetsinteresser						
Totalindkomst	421	745	415	478	2.001	942

Bilag 4, Core Vækst reformuleret resultatopgørelse

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Core driftsoverskud						
Nettoomsætning	13.748	11.732	11.168	13.700	13.908	11.537
Driftsomkostninger						
Produktionsomkostninger	5.365	4.158	3.884	4.766	4.036	3.731
Leveringsomkostninger	2.149	1.896	1.757	2.260	2.206	1.932
Øvrige eksterne omkostninger	1.352	1.177	1.221	1.380	1.506	1.189
Personaleomkostninger	3.219	2.894	2.971	3.172	2.955	2.731
Af- og nedskrivninger	894	963	916	793	662	612
Driftsomkostninger	-12.979	-11.088	-10.749	-12.371	-11.364	-10.195
Core Driftsoverskud salg før skat	769	644	419	1.329	2.544	1.342
Skat af årets resultat	-276	-275	-206	-465	-700	-432
Skattefordel	-5	-5	-2	-5	6	-4
Skat af Core andet driftsoverskud	40	44	49	63	46	47
Skat af transitoriske poster	15	7	27	6	5	32
Core driftsoverskud fra salg efter	-227	-230	-132	-402	-643	-356
Core Andet driftsoverskud	542	414	287	927	1.901	986
Andre driftsindtægter	158	175	194	251	185	168
Afkast fra associerede virksomheder	42	36	22	35	33	30
Skat af core andet driftsoverskud	200	211	216	286	218	198
Core andet driftsoverskud efter skat	-40	-44	-49	-63	-46	-47
Core driftsoverskud	161	167	168	223	172	151
Transitoriske poster	702	582	455	1.151	2.073	1.137
Afkast fra obligationer	0	0	0	0	0	0
Valutakursgevinst/rab netto	-26	3	-36	29	-1	-21
Nedskrivninger	-6	-31	-22	-41	-8	-100
Sikringstransaktioner/ regulering af finansielle instrumenter	-9	-3	-36	26	4	10
Gevinst/rab vedr. salg samt ansættelser	-17	5	-15	-37	-15	-6
	-58	-26	-109	-23	-21	-116
	-15	-7	-27	-6	-5	-32
Skat af transitoriske poster	-73	-33	-136	-29	-26	-148
Valutakursregulering af udenlandske datter virksomheder	-185	249	119	-590	25	6
Valutakursregulering af udenlandske associerede virksomheder	0	0	0	0	0	0
Omkostningsført værdi af aktieoptioner	0	0	0	0	0	0
Egenkapital bevægelser	-24	7	0	0	0	0
Andet driftsoverskud transitoriske	-282	224	-17	-619	-1	-26
Totalindkomst af drift	421	805	438	532	2.072	969
Renteindtægter	28	11	11	47	68	60
Renteomkostninger	-49	-31	-17	-68	-46	-73
	-21	-20	-6	-21	22	-13
Skatte fordele	5	5	2	5	-6	4
Netto finansielle omkostninger	-16	-15	-5	-16	17	-9
Totalindkomst før minoriteter	405	790	433	516	2.089	959
Minoritetsinteresser	16	-45	-18	-38	-88	-17
Totalindkomst	421	745	415	478	2.001	942

Bilag 5, Proforma budget

[illegible]

Bilag 6, Proforma Regnskab

Resultatopgørelse	Budgetperiode															Terminal- periode
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Nettoomsætning	11536,90	13908,20	13700,00	11168,00	11732,00	13748,00	14710,36	15887,19	17317,04	18702,40	20011,57	21212,26	22485,00	23609,25	24435,57	
Driftsomkostninger	-10550,88	-12007,18	-12772,75	-10880,75	-11317,75	-13206,25	-13974,84	-14933,96	-16278,01	-17393,23	-18610,76	-19939,52	-21135,90	-22428,78	-23335,97	
DO salg efter skat	986,02	1901,03	927,25	287,25	414,25	541,75	735,52	953,23	1039,02	1309,17	1400,81	1272,74	1349,10	1180,46	1099,60	
Andet DO	150,54	171,95	223,25	167,50	167,25	160,50	191,23	206,53	225,12	243,13	260,15	275,76	292,30	306,92	317,66	
TP	-167,95	-1,00	-618,75	-17,25	223,50	-281,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	2,00	3,00	
DO i alt	968,62	2071,98	531,75	437,50	805,00	420,75	926,75	1159,76	1264,14	1552,30	1660,96	1548,50	1642,40	1489,38	1420,26	
NFO	-9,22	16,73	-15,75	-4,50	-15,00	-15,75	-18,78	-11,30	-11,46	-12,49	-13,49	-14,01	-14,85	-15,75	-16,53	
Koncernresultat	959,40	2088,70	516,00	433,00	790,00	405,00	907,98	1148,47	1252,68	1539,80	1647,47	1534,48	1627,55	1473,64	1403,73	
MINRES	-17,00	-88,00	-38,00	-18,00	-45,00	16,00	-27,24	-34,45	-37,58	-46,19	-49,42	-46,03	-48,83	-44,21	-42,11	
NO	942,40	2000,70	478,00	415,00	745,00	421,00	880,74	1114,01	1215,10	1493,61	1598,04	1488,45	1578,72	1429,43	1361,62	
Balance																
NDA	5250,70	6463,90	8231,00	7863,00	8910,00	9052,00	9490,55	9628,60	10495,17	11334,79	11771,51	12477,80	13226,47	13887,79	14373,86	
NFF	-598,00	-1194,60	440,00	-148,00	420,00	751,00	451,93	458,50	499,77	539,75	560,55	594,18	629,83	661,32	684,47	
MIN	100,60	188,00	246,00	269,00	212,00	12,00	26,57	26,96	29,39	31,74	32,96	34,94	37,03	38,89	40,25	
EK	5932,60	7588,70	7718,00	7959,00	8563,00	8623,00	9012,05	9143,13	9966,02	10763,30	11178,00	11848,68	12559,60	13187,58	13649,15	
Pengestrøm																
DO	968,62	2071,98	531,75	437,50	805,00	420,75	926,75	1159,76	1264,14	1552,30	1660,96	1548,50	1642,40	1489,38	1420,26	
ANDA	136,60	1213,20	1767,10	-368,00	1047,00	142,00	438,55	138,04	866,57	839,61	436,72	706,29	748,67	661,32	486,07	
FCF	832,02	858,78	-1235,35	805,50	-242,00	278,75	488,20	1021,72	397,57	712,69	1224,24	842,20	893,74	828,06	934,19	
Nettoudvidende	68,80	345,30	349,00	174,00	141,00	361,00	491,69	982,93	392,22	696,33	1183,34	817,77	867,80	801,45	900,05	
Gældsfinansiering	710,42	404,48	-1714,85	551,50	-541,00	-99,25	276,03	-30,12	-69,81	-76,03	-57,95	-67,63	-71,72	-61,81	-50,09	
Samlet finansiering	779,22	749,78	-1365,85	725,50	-400,00	261,75	767,72	952,81	322,41	620,30	1125,39	750,14	796,08	739,64	849,97	

Bilag 7, Gennemsnitstal

	2011	2010	2009	2008	2007	2006
Gennemsnit egenkapital	8593,4	8261,4	7838,9	7653,9	6761,35	5496,85
Netto driftsaktiver	8981	8386,5	8047	7347,45	5857,3	5182,4
Netto finansielle forpligtelser	585,5	136	146	-377,3	-896,3	-196,3
Finansielle aktiver	347	540	588,5	850,45	991,1	563,7
Driftsgæld	2819,5	2603,5	2654	2899,8	2727,5	2384,45
Samlet aktiver	12457	11781	11484,5	11268,3	9752,25	8306,05

Bilag 8, Beta udregning

Varians	0,005896		Kovarians	0,006513
	Beta	1,10462		
	Lukkekurs		Ændring i %	
	OMX	Rockwool	OMX	Rockwool
19-11-2012	478,52	539	-5%	-3%
19-10-2012	504,66	558,5	3%	-2%
19-09-2012	488,72	567,5	-1%	10%
20-08-2012	494,49	516	4%	-4%
19-07-2012	477,04	540	8%	1%
19-06-2012	439,89	535	-1%	3%
21-05-2012	442,21	517	-5%	-2%
19-04-2012	463,76	530	1%	-5%
19-03-2012	458,08	555,5	0%	-6%
20-02-2012	457,14	589	12%	11%
19-01-2012	409	530	9%	18%
19-12-2011	374,78	448,8	2%	-5%
21-11-2011	367,58	470	7%	-9%
19-10-2011	342,98	518	1%	15%
19-09-2011	340,98	449,5	-2%	-2%
19-08-2011	348,93	459,2	-19%	-27%
19-07-2011	431,34	629	4%	2%
20-06-2011	416,6	617,5	-10%	-12%
19-05-2011	462,26	702	1%	9%
19-04-2011	458,24	645	0%	4%
21-03-2011	460,52	617,5	-1%	0%
21-02-2011	467,1	618	-1%	-7%
19-01-2011	470,32	663	4%	-4%
20-12-2010	453,85	693,5	5%	-1%
19-11-2010	432,95	697,5	6%	16%
19-10-2010	409,12	599,5	-2%	2%
20-09-2010	415,4	590	3%	12%
19-08-2010	404,4	525	0%	7%
19-07-2010	405,55	490,8	-4%	-6%
21-06-2010	421,23	523,5	7%	5%
19-05-2010	391,85	500	-2%	-12%
19-04-2010	399,28	570	5%	-2%
19-03-2010	379,68	580	6%	3%
19-02-2010	358,76	563	0%	-11%
19-01-2010	360,47	635	9%	10%
21-12-2009	331,41	578	-1%	13%
19-11-2009	333,84	511	-2%	7%
19-10-2009	341,45	476	1%	-2%
21-09-2009	336,42	484,5	6%	13%
19-08-2009	316,53	430	7%	17%
20-07-2009	295,79	366	1%	-5%
19-06-2009	293,16	385	-4%	-20%
19-05-2009	304,82	482,5	19%	14%

20-04-2009	256,38	424,5	12%	20%
19-03-2009	228,71	353,5	-12%	13%
19-02-2009	258,98	314	2%	-10%
19-01-2009	254,53	350	2%	4%
19-12-2008	248,85	335,5	0%	24%
19-11-2008	249,53	270	-19%	-34%
20-10-2008	306,77	407	-23%	-6%
19-09-2008	398,8	432,5	-2%	-20%
19-08-2008	408,47	540	1%	-7%
21-07-2008	406,32	583	-9%	-14%
19-06-2008	444,78	679	-5%	-27%
19-05-2008	468,66	931	12%	13%
21-04-2008	420,14	824	4%	11%
19-03-2008	405,02	745	-7%	-26%
19-02-2008	436,66	1006	14%	20%
21-01-2008	382,8	840	-16%	-29%
19-12-2007	456,4	1187	-1%	-15%
19-11-2007	458,96	1400	0%	0%