

Cand.merc.aud. - studiet

Kandidatafhandling

Institut for Regnskab og Revision

Copenhagen Business School, 2012



VÆRDIANSÆTTELSE AF ROCKWOOL INTERNATIONAL A/S

- Hvad er et realistisk estimat af aktiekursen på Rockwool International A/S, og i hvilket omfang påvirker finanskrisen værdien?

Aflevering den 23. november 2012

Vejleder: Jens O. Elling


Forfatter: Jesper René Kure

Antal anslag: 168.097

CKWOOL ROCKWOOL
WOOL ROCKW

Værdiansættelse af Rockwool International A/S

Executive Summary

Rockwool is an exciting large Danish company, which in addition to being a major player in the international market also makes a great effort to improve the environment with energy efficiency and reduce emissions of CO₂. Rockwool International A / S is also an interesting business to start with, as it in many ways stands out and has attracted international attention. The company has proven to be highly cyclical, and like works industry had it hard during the financial crisis. This helps to make a future valuation extra interesting since that is exciting to see how these factors affect the valuation and not least the extra demands made on valuation.

Rockwool International A/S is a world leader in stone wool manufacturer. Products from Rockwool are of very high quality and compared with some other insulation products, Rockwool has clear benefits for example high fire resistance, great sound and vibration insulation. Furthermore the total energy spend on these products are very low, products save in the course of its life several times the energy used for production.

The market value of Rockwool International A/S per. 28 th September is 548,5 DKK, In comparison, the estimated value is only 511 DKK. Which indicate that the market value is a bit overestimated.

INDHOLDSFORTEGNELSE

1. INDLEDNING.....	4
2. PROBLEMFORMULERING.....	6
3. MÅLGRUPPE.....	7
4. AFGRÆNSNING.....	7
4.1 GENEREL AFGRÆNSNING	7
4.2 REGNSKABSMÆSSIG AFGRÆNSNING	8
4.3 BUDGETMÆSSIG AFGRÆNSNING	8
4.4 TIDSMÆSSIG AFGRÆNSNING	8
4.5 AFGRÆNSNING AF AKTIEKLASSER	9
4.6 AFGRÆNSNING AF TILGANG TIL AFHANDLINGEN	9
4.7 DEFINITION AF ISOLERING	9
5. METODEVALG	9
6. LITTERATUR, DATAMATERIALE OG KILDEKRITIK	12
7. PRÆSENTATION AF ROCKWOOL INTERNATIONAL	13
7.1 HISTORIE.....	13
7.2 PRODUKTSEGMENTER.....	14
7.3 MARKEDSSEGMENTER.....	14
7.4 NOTERING	17
7.5 EJER OG KAPITALFORHOLD.....	17
8. STRATEGISK ANALYSE.....	19
8.1 INTERN ANALYSE.....	19
8.1.1 <i>Interne ressourcer og kompetencer.....</i>	<i>19</i>
8.2 PRODUKTIVSCYKLUS.....	24
8.2.1 <i>Rockwools overordnede produktlivscyklus.....</i>	<i>24</i>
8.2.2 <i>Produktlivscyklus fordelt på marked.....</i>	<i>25</i>
8.3 MARKEDSFORM.....	28
8.4 MARKEDSPOSITION	28
8.5 KONKURRENCESTRATEGI	30
8.6 VÆKSTSTRATEGI	31
9. OMVERDENS ANALYSE.....	31
9.1 PEST.....	31
9.1.1 <i>Politik.....</i>	<i>31</i>
9.1.2 <i>Økonomi.....</i>	<i>34</i>
9.1.3 <i>Sociale forhold (adfærd)</i>	<i>42</i>
9.1.4 <i>Finanskrise.....</i>	<i>46</i>
9.1.5 <i>Teknologi.....</i>	<i>48</i>
10. BRANCHEANALYSE.....	49
10.1 PORTERS FIVE FORCES	49
10.1.1 <i>Leverandørernes forhandlingsstyrke</i>	<i>49</i>
10.1.2 <i>Kundernes forhandlingsstyrke</i>	<i>51</i>

10.1.3	Adgangsbarriere	52
10.1.4	Substituerende produkter	54
10.1.5	Sammenfatning af leverandørernes forhandlingsstyrke	57
10.1.6	Sammenfatning af kundernes forhandlingsstyrke	57
10.1.7	Sammenfatning af adgangsbarriere og indtrængen fra nye potentielle kunder	57
10.1.8	Sammenfatning substituerende produkter	58
10.1.9	Konkurrenter	58
10.1.10	Sammenfatning konkurrenceintensitet	61
10.2	DELKONKLUSION PÅ PORTER	61
11.	SWOT	62
11.1	DELKONKLUSION PÅ SWOT	62
12.	REGNSKABSANALYSE	63
12.1	REVISIONSPÅTEGNING	63
12.2	ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	63
12.3	REFORMULERING	64
12.3.1	Reformulering af egenkapitalopgørelsen	64
12.3.2	Reformulering af balance	64
12.3.3	Reformulering af resultatopgørelse	65
12.4	REGNSKABSANALYSE	65
12.4.1	Egenkapitalforrentningen (ROE)	65
12.4.2	Afkastningsgraden (ROIC) og finansiel gearing Niveau 1	66
12.4.3	Overskudsgraden (OG) og Aktivernes omsætningshastighed (AOH) Niveau 2	66
12.4.4	Dekomponering af OG og AOH Niveau 3	67
12.5	DELKONKLUSION PÅ REGNSKABSANALYSE	70
13.	BUDGET FORUDSÆTNINGER	70
13.1	FORUDSÆTNINGER FOR AFKASTKRAV (WACC)	72
13.1.1	EK risikopræmie	72
13.1.2	Risiko	73
13.1.3	Beta	74
13.1.4	Den risikofrie rente	75
13.1.5	Fremmedkapitalkrav	76
13.1.6	Indlånsrenten efter skat	76
13.1.7	Rentebærende gæld	76
13.1.8	Skattesatsen	76
13.1.9	Lånerenten	76
13.1.10	WACC	76
14.	VÆRDIANSÆTTELSE	77
14.1.1	Værdiansættelsesmodel	77
15.	KONKLUSION	78
16.	PERSPEKTIVERING	79
17.	LITTERATURLISTE	82
18.	BILAGSOVERSIGT	84

1. Indledning

Jeg har valgt, at foretage en værdiansættelse af Rockwool International A/S som afslutning på mit studie på Cand.merc.aud.

Selve værdiansættelsesområdet har igennem studiet interesseret mig meget. Ligeledes er det en god ide, at afslutte studiet med en sådan værdiansættelse, da den på mange områder forener teori og praksis. Flere af fagene igennem Cand.merc.aud. studiet bliver inddraget i en værdiansættelse, hvilket også taler for netop denne.

I min dagligdag arbejder jeg som revisor og skal af og til også kunne rådgive i forbindelse virksomhedsoverdragelser f.eks. i købs og salgssituationer eller generationsskifte. For at kunne bistå med den bedste rådgivning i disse situationer er det nødvendigt, at foretage en værdiansættelse. Ydermere er det et nyttigt værktøj, at mestre som økonomisk rådgiver, og også et område jeg rent karrieremæssigt gerne vil specialisere mig indenfor.

I rigtig mange henseender vil det efter min mening være relevant, at foretage en værdiansættelse af en virksomhed, for at kunne træffe den rigtige beslutning i den givne situation. Værdiansættelsens formål er, at kunne sætte en estimeret pris på en given virksomhed. Denne information kan være særdeles brugbar for bl.a. både ejere, ledelse, investorer, rådgivere og långivere i deres beslutningstagning.

En stor fordel ved en værdiansættelse er også, at den samler ellers kompleks information, til et brugbart beslutningsgrundlag, nemlig en værdi. Denne værdi er i flere henseender noget der lettere kan forholdes til, i forhold til en masse data om virksomheden.

Ligeledes viser værdiansættelsen også hvor god virksomheden fremadrettet er til at tjene penge og hvor indtjeningen stammer fra. Ledelsen kan bruge informationerne i værdiansættelsen til at se, hvorvidt den valgte strategi påvirker værdien og hvilke faktorer der har indflydelse på værdiskabelsen. Nogle af disse vil kunne ændres internt og andre eksterne skal tilpasses. Når værdien af en virksomhed kendes kan den på nogen områder lettere sammenlignes med andre virksomheder, dette kan være en fordel i konkurrence øjemed.

En investor kan bruge en værdiansættelse til hjælp i sin vurdering af hvorvidt investeringen skal foretages eller ej. Værdiansættelsen giver investor en identifikation af om investeringen er god eller dårlig, og hvordan værdien af investeringen bliver fremadrettet. Tilsvarende bliver det lettere at vurdere flere forskellige investerings objekter i forhold til hinanden, således at den mest fordelagtige vælges.

Lige meget hvordan den globale økonomi er og bliver, vil der altid være behov for værdiansættelser, idet der fortsat skal træffes økonomiske beslutninger for virksomhederne i bl.a. nogle af de tidligere nævnte situation.

Omfanget af foretagende værdiansættelser varierer dog, og vil alt andet lige svige og til dels følge konjunktoren. Grundlæggende er der færre virksomhedshandler/overdragelser i nedgangstider og dermed foretagende værdiansættelser, men det igen afhængig af formål og situation samt hvilken strategi der følges. Så selvom der er store konjunktur udsving og global økonomisk krise, vil der stadig være behov for værdiansættelser, som rådgiver måske ligefrem i øget grad.

Som et praktisk eksempel foretages en værdiansættelse af Rockwool International A/S. Valget af Rockwool International A/S bunder i, at jeg syntes det er en spændende stor dansk virksomhed, der udover at være en væsentlig spiller på det internationale marked også gør en stor indsats for at forbedre miljøet med bedre energiudnyttelse og mindske udledningen af bl.a. CO². Rockwool International A/S er desuden en interessant virksomhed, at tage udgangspunkt i, da den på flere måder gør sig bemærket og har international bevågenhed. Selskabet har vist sig at være særdeles konjunkturfølsom, og ligesom bygge- og anlægs branchen haft det hårdt under finanskrisen. Dette er med til at gøre en fremtidig værdiansættelse ekstra interessant, idet der er spændende at se hvordan disse faktorer påvirker værdiansættelsen og ikke mindst hvilke ekstra krav det stiller til værdiansættelsen.

2. Problemformulering

- **Hvad er et realistisk estimat af aktiekursen på Rockwool International A/S, og i hvilket omfang påvirker finanskrisen værdien?**
- **Strategisk analyse**
 - Hvilke strategiske elementer interne som eksterne påvirker værdiansættelsen af Rockwool International A/S?
 - Hvordan er konkurrencesituationen for Rockwools isoleringsprodukter og hvilken indflydelse har det på indtjeningen?
 - Hvilken betydning har finanskrisen for værdiansættelsen af Rockwool International A/S?
- **Regnskabsanalyse**
 - Hvordan har den økonomisk udvikling for Rockwool været de seneste fem år?
 - Hvilke forhold har haft betydning for den økonomiske udvikling?
 - Hvordan er Rockwools finansielle position i forhold til konkurrenterne på markedet?
- **Værdiansættelse**
 - Hvordan ser Rockwools fremtidige budgetter ud, med udgangspunkt i ovenstående strategisk- og regnskabsmæssige analyser?
 - Hvordan påvirker de finansielle og ikke-finansielle valuedrivere de fremtidige cash flow?
 - Hvad er et realistisk estimat af aktiekursen på Rockwool International A/S?
 - Hvordan afviger den estimerede værdi, i forhold til den faktiske kendte aktiekurs, hvilken indflydelse har dette på investors beslutning?

3. Målgruppe

Afhandlingens primære målgruppe, er potentielle investorer og rådgivere, der har interesse for virksomheden. De aktuelle investorer er primært mindre og mellemstore. Overordnet kan de bruge afhandlingens analyser til at få et overblik over virksomheden såvel strategisk som regnskabsmæssigt, og ligeledes en identifikation om det er et attraktivt investerings objekt.

Sekundære målgrupper kunne være Rockwool selv, andre studerende og kollegaer.

Det forudsættes, at læser har et grundlæggende kendskab til værdiansættelser og almindelig regnskabsforståelse. Det betyder, at de anvendte teorier ikke nøjsomt bliver uddybet. Dog vil disse overordnet blive præsenteret i metodeafsnittet og i de tilfælde hvor det anses givne forklaret mere uddybende under de respektive analyser.

4. Afgrænsning

4.1 Generel afgrænsning

Som tidligere nævnt vil afhandlingen alene tage udgangspunkt i en praktisk værdiansættelse af Rockwool International A/S. Fremadrettet igennem afhandlingen vil Rockwool International A/S være forkortet som Rockwool. Værdiansættelsen vil blive foretaget på koncernniveau, der vil således ikke blive gået i dybden med de enkelte under selskaber som medgår under den komplekse koncernstruktur. I afhandlingen vil Rockwool navnet blive brugt som fællesbetegnelse af hele koncernen.

Inddragelse af andre virksomheder vil kun forekomme i forbindelse med sammenligning og perspektivering. Fokus i gennem hele afhandlingen er Rockwool og hvad der påvirker værdiansættelsen af aktiekursen for dette selskab.

Rockwool koncernen, dækker over mange forskellige områder, mit primære fokus vil være på isoleringsdelen som udgør 82 % af omsætningen.¹ Det er således også det område som vil blive gennemgået og gået mest i dybden med i resten af afhandlingen.

¹ Årsrapport 2011 s. 16

4.2 Regnskabsmæssig afgrænsning

Til den regnskabsmæssige analyse er det primære grundlag Rockwools offentliggjorte årsrapporter fra 2007 – 2011. Årsrapporten for 2011 er blevet offentliggjort den 1. marts 2012.

Det er med udgangspunkt i årsrapporterne, at reformulering og nøgletal udarbejdes. Jeg har valgt, at medtage årsrapporten for 2011 i min afhandling, da afhandlingen således tager udgangspunkt i de mest aktuelle data, der er kendt ved udarbejdelsen inden afleveringen.

Årsrapporten for 2006 er brugt til beregning af gennemsnitsværdier af balanceposterne for 2007.

4.3 Budgetmæssig afgrænsning

Til budgetteringen inddrages Rockwools delrapport for 1. halvår 2012 udstedt d. 24. august 2012.

Delrapporten er det nyeste kendte regnskabsmæssige materiale, der er tilgængeligt. Ved at medtage den i afhandlingen fås et relevant og godt udgangspunkt for budgettet. Der er valgt en 5 årig budget periode. Længden af budget perioden har betydning for hvor meget terminalværdien vægter i værdiansættelsen. Jo længere frem der kan budgetters jo mindre værdi vil terminalværdien have. Dog er det uhensigtsmæssigt med for lang budgetperiode, idet der er stor usikkerhed forbundet hermed. Det kan selv for korte perioder være vanskeligt, at forudsige hvordan fremtiden bliver og der vil derfor ikke kunne udarbejdes et realistisk budget for en meget lang tidperiode. En budgetperiode på 5 år vurderes fornuftig og også hvad der er indenfor gængs norm af anvendt budgetperiode.²

4.4 Tidsmæssig afgrænsning

Som overordnet tidsmæssig afgrænsning er valgt den 30. september 2012. Informationssøgning og dataindsamling er stoppet her dels af hensyn til afleveringsfristen, så informationerne kunne nå at blive inddraget i analysen, men også for, at begrænse informationerne. Fastsættelse af en værdi på et børsnoteret selskab er en dynamisk proces, idet den hele tiden ændrer sig i takt med markedets reaktioner på ny information. Det er nødvendigt, at fastsætte en tidsmæssig afgrænsning i forhold til dataindsamlingen, ellers kunne man blive ved med at inddrage ny data som vil kunne påvirke værdiansættelsen. Det betyder også at forhold og begivenheder mellem den fastsatte dato og aflevering, ikke medtages.

² Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? s. 161

4.5 Afgrænsning af aktieklasser

Rockwools aktiekapital, er opdelt i både A og B aktier, der hver især er registreret på den Københavnske fondsbørs, med hver sin værdi. I afhandlingen vil den estimerede værdi fra værdiansættelsen være en samlet værdi, hvor der ikke skelnes mellem A og B aktier. A aktierne tillægges derfor ingen ekstra værdi i forhold til de ekstra stemmer, der er tilknyttet dem. Denne afgrænsning vurderes at være i orden udfra den betragtning, at værdiansættelsen foretages for en minoritetsaktionær.

4.6 Afgrænsning af tilgang til afhandlingen

Tilgang til værdiansættelsen af Rockwool er foretaget som ekstern analytiker, dvs. at der kun er brugt materiale som en ekstern analytiker også vil have tilgang til.

4.7 Definition af isolering

For ikke, at skabe tvivl om hvad der menes med ordet isolering fremadrettet i afhandlingen, er her en kort definition. Isolering er en fælles betegnelse for både, at reducere flow af f.eks. varme og elektricitet samt betegnelsen for selve det isolerende materiale.³

Kravene til isolering er høje og stadig stigende. Grundtanken bag isolering har været, at reducere flow af varme såvel som strøm. For at mindske dette flow, er en vigtig forudsætning, at der kan holdes en konstant temperatur. Det sker ved enten at holde varmen inde eller ude, hvilket således har været grundegenskaben ved isolering. Derudover er der med tiden kommet flere og flere egenskaber og krav som isoleringsmaterialet skal leve op til. Af egenskaber og krav isoleringen skal opfylde kan blandt andet nævnes general isolering, forhold vedrørende brandsikring, indeklima, akustik og design.

Der er mange forskellige former for isoleringsmateriale. Afhandlingen vil fokusere på stenuldisolering, da det er den form for isolering Rockwool producer. De øvrige isoleringsmaterialer vil dog blive inddraget i det omfang det syntes relevant for afhandlingen.

5. Metodevalg

Afhandlingens kapitel og afsnitsinddeling tilsigter at afhandlingen skal kunne bruges som opslagsværk, hvilket er hensigtsmæssigt for den valgte målgruppe. Idet de kan slå de delafsnit op

³ <http://da.wikipedia.org/wiki/Isolering>

som interesserer dem, og derved spare tid. Desuden giver det en fin struktur på afhandlingen og er med til at give et godt overblik. Hvert hovedafsnit afsluttes med en delkonklusion.

Delkonklusionerne er løbende med til at bevare overblikket, struktur og ligeledes den røde tråd til afhandlingens problemformulering. Samtidig er det muligt for læser af afhandlingen, at danne sig et overordnet overblik ved, at læse delkonklusionerne.

Afhandlingen er overordnet delt op i tre hovedafsnit, med underliggende underafsnit og emner.

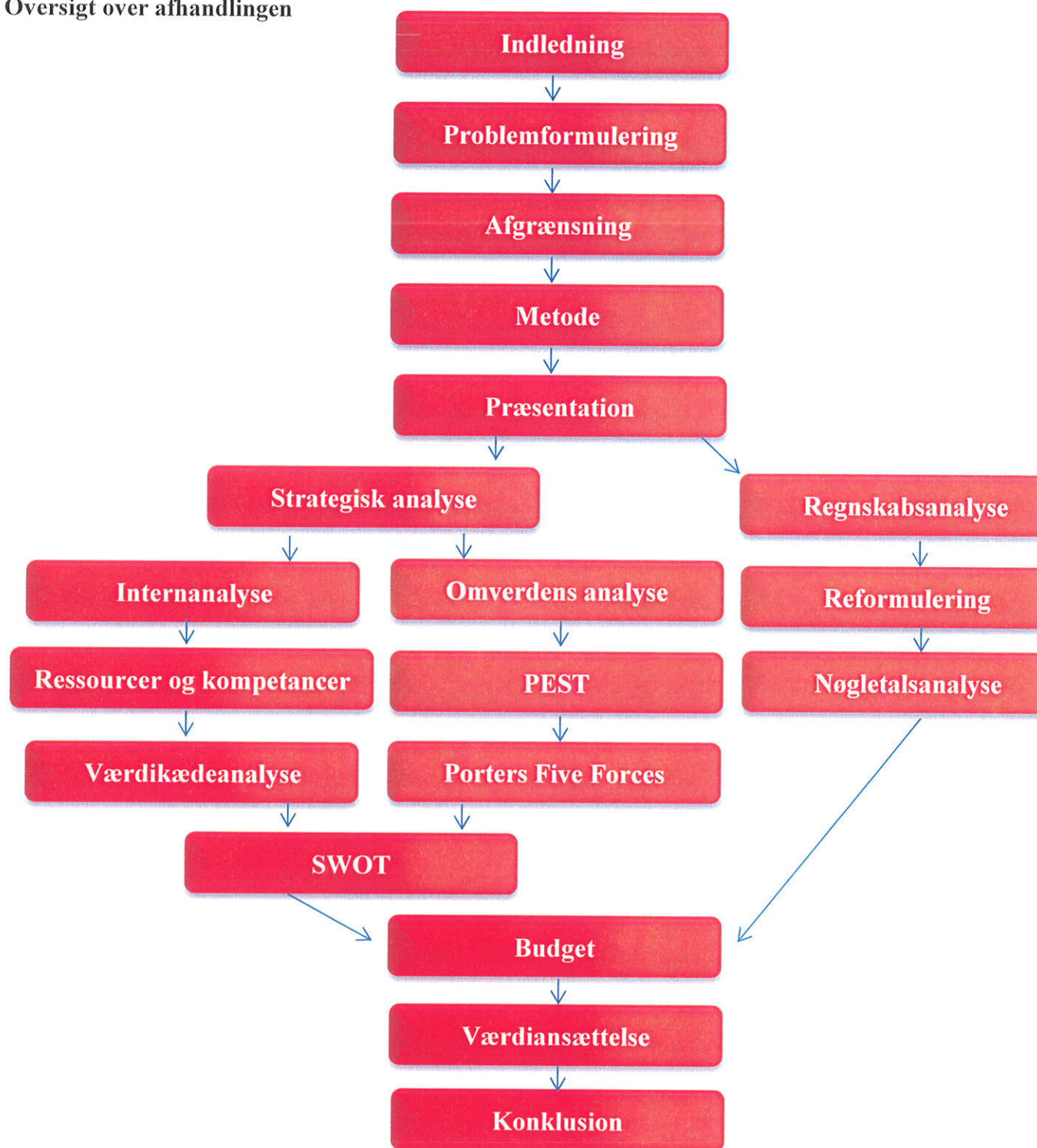
Til værdiansættelsen gøres både brug af en strategisk analyse og regnskabsanalyse, som gerne skulle supplere hinanden og samlet danne grundlag for et fornuftigt og retvisende budget.

Budgettet har stor betydning for den senere værdiansættelse, idet jo mere præcist budgettet bliver desto mere nøjagtig bliver værdien også. Det er derfor vigtigt, at være grundig i det indledende arbejde med en værdiansættelse. Ved at gøre brug af både en strategisk analyse og en regnskabsanalyse er der mulighed for, at opfange flere ”faktorer”, trends, der kan have betydning for værdiansættelsen.

De tre hovedafsnit er derfor en strategisk analyse, regnskabsanalyse og værdiansættelse.

Nedenunder er udarbejdet en oversigt over afhandlingens kapitler.

I starten af hvert kapitel er en lille introduktion.

Oversigt over afhandlingenFigur 1 Oversigt over afhandlingen⁴⁴ Egen tilvirkning

6. Litteratur, datamateriale og kildekritik

Dataindsamlingen er generelt foretaget med tilgang til afhandlingen som en ekstern analytiker. Dvs. at informationsgrundlaget stammer fra materiale som en ekstern analytiker også har mulighed for, at tilegne sig. Valget af denne tilgang påvirker datagrundlaget, idet dette er begrænset i forhold til hvad virksomheden selv har til rådighed af interne informationer.

Materialet er både af primær og sekundær karakter.

Årsrapporterne for Rockwool fra de sidste fem år opfattes som primære datakilder, i forbindelse med regnskabsanalysen. Ligeledes vil en stor del af de primære informationer og oplysninger til den strategiske analyse stamme fra informationer fra Rockwools hjemmeside og ligeledes årsrapporterne. Af sekundært datamateriale er brugt artikler, publikationer, plancher, hjemmesider og statistikker. Desuden er der brugt andre afhandlinger, med værdiansættelser, til inspiration.

Datagrundlaget er både af kvalitativ og kvantitativ karakter. Til den strategiske analyse er der primært brugt kvalitativt materiale til generel beskrivelse af Rockwool, analyse af konkurrencesituation, branche forhold, produktlivscyklus, og de interne og eksterne faktorer, der påvirker værdiansættelsen. Dette underbygges med kvantitative statistikker og andre øvrige målbare markedsoplysninger.

Omvendt gør den regnskabsmæssige analyse grundlæggende brug af kvantitativt materiale i form af oplysninger fra Rockwools årsrapporter fra de sidste fem år.

Det teoretiske datagrundlag stammer fra fagbøger, artikler, plancher, publikationer og udtalelser fra professionelle fagfolk. Forfatterne til disse, er anerkendte professorer og undervisere eller fagfolk der dagligt arbejder med værdiansættelser. Dette gør at det teoretiske grundlag tillægs stor troværdighedsværdi og et korrekt valg for udarbejdelsen af en værdiansættelse. Desuden er de anvendte teorier almindelig kendte og brugt af fagfolk i forbindelse med værdiansættelser. Specielt DCF- og RI- modellen er blandt de foretrukne og mest anvendte modeller af de professionelle fagfolk.⁵ Begge modeller tager udgangspunkt i virksomhedens fremtidige cash

⁵ Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis? S. 161

flows og evne til at genere vækst og overskud. Ydermere er de to modeller en kontrol af hinanden.

Meget af datamaterialet stammer fra Rockwool selv, dette har betydning for hvordan Rockwool bliver præsenteret. Informationerne er farvede af Rockwools holdninger og synsvikler, idet selskabet selv har indflydelse på materialet der offentliggøres på hjemmesiden om virksomheden. Dog har Rockwool også selv en del kilder til eksterne parter som er med til at underbygge deres troværdighed og udtalelser.

Informationerne i årsrapporterne tilegnes stor troværdighed, eftersom de er revideret af en ekstern revisor, der er offentlighedens sikkerhedsrepræsentant. Ved deres revisionspåtegning, giver de en neutral vurdering af oplysningerne i årsrapporten og ikke mindst i forhold til det retvisende billede. Årsrapporterne er derfor ikke farvet på samme måde som øvrigt materiale udstedt af Rockwool.

7. Præsentation af Rockwool International

7.1 Historie⁶

Rockwool International er en dansk børsnoteret virksomhed, som i særdeleshed har oplevet finanskrisen på nært hold. Selskabets hovedaktivitet er salg af isoleringsprodukter af stenuld. Rockwool eventyreret startede i 1909, hvor Gustav Kähler sammen med H. J. Henriksen startede Korsør stenforretning, og stammen startede de også en Skærevefabrik i Hedehusene, hvor også den første Rockwool fabrik senere blev bygget. Finn Henriksen, søn af H. J. Henriksen tog inden han skulle indgå i faderens virksomhed en studietur til USA efter at han havde afsluttet sin ingeniør uddannelse. Under studieturen blev han præsenteret for stenuld og så potentiale i, at bruge faderens stengrav til udvinding af stenuld. Så derfor kontaktede han Baldwin-Hill's technology og anskaffede sig rettighederne for 5.000 USD. Da Finn Henriksen kom hjem til Danmark opførte han Rockwool produktionsfabrikken i Hedehusene. 2 år kunne selskabet producere stenuld og har således siden 1937 beskæftiget sig med stenuldisolering. Og har siden hen er der etableret stenuldsproduktion i henholdsvis Sverige og Norge. Som en tidlig start på det internationale selskab vi kender i dag.

⁶ Short History of the Rockwool Group

7.2 Produktsegmenter

Rockwool er verdensledende leverandør indenfor fuld isolering, produkter og systemer baseret på stenuld. Rockwool spænder bredt med et stort og varieret sortiment af produkter, fælles for alle produkterne er, at de er udarbejdet af stenuld.

Hovedsageligt kan Rockwools produkter deles op i to produktsegmenter. Henholdsvis Isoleringssegment og Systems segment. I bilag 14. ses segment fordelingen.

Ud over isolering indgår også Rockwools konsulent og rådgivnings produkt, Build Desk, som en del af isoleringssegmentet. Isoleringssegmentet er Rockwools største produkt segment, og udgør 82 % af den samlede omsætning.⁷ Segmentet er ligeledes det segment med Rockwools største volumen. Det andet produktsegment, Systems segmentet, udgør de resterende 18 % af omsætningen.⁸ Systems segmentet bliver også kaldt System division og spænder over alle Rockwools øvrige produkter.

Her udarbejdes produkter indenfor facader (Rockpanel), loft plader (Rockfon), dykningssubstrater (Grodan), specialfibre (Lapinus Fibres) og vibrationskontrol samt støjdemping (Rock Delta).

Hovedfokus vil igennem afhandlingen bære præg af det er isolerings segmentet der vægtes mest, hvilket også afspejler de efterfølgende analyser.

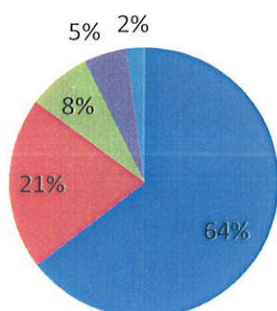
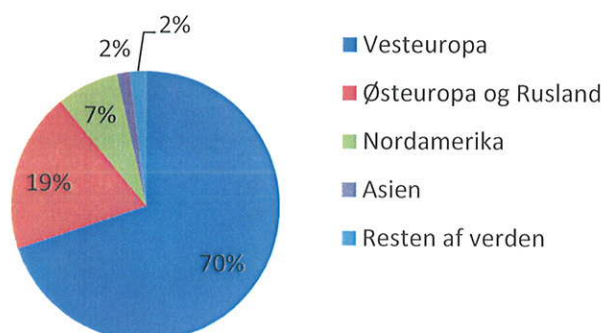
7.3 Markedssegmenter

Rockwool er en international spiller på markedet for stenuldisolering. Udover at selskabets produkter sælges verden over, er selskabet også repræsenteret i over 40 lande med fabrikker og salgskontorer.⁹ Rockwool må på den måde siges at være international. Selskabet har derfor ikke kun et enkelt land som marked, men markedet spænder over hele verden. Rockwools markedssegment kan opdeles i 5 overordnede markeder jf. nedenstående figur.

⁷ Årsrapport 2011 s. 16

⁸ Årsrapport 2011 s. 19

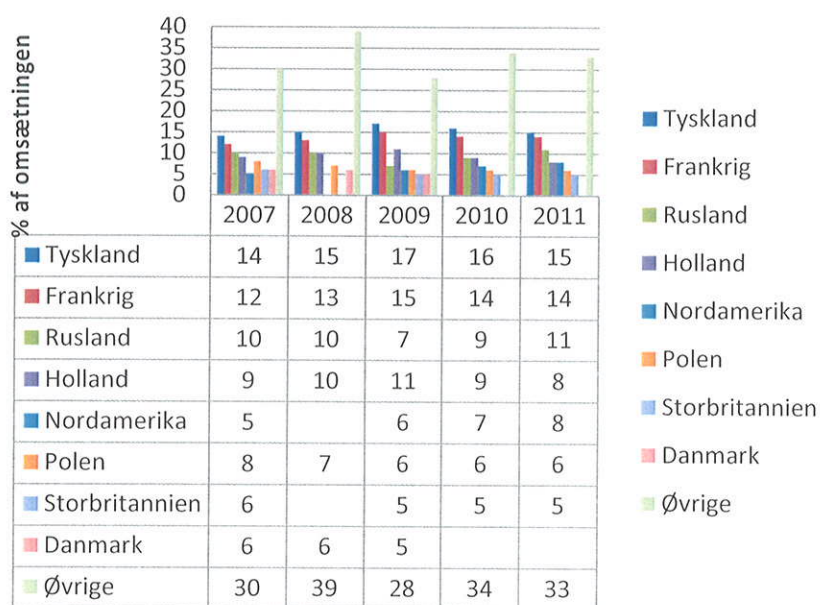
⁹ Rockwool Præsentation SEB Nordic seminar 2012

Nettoomsætning 2011 fordelt på geografiske segmenter**Nettoomsætning 2010 fordelt på geografiske segmenter**Figur 2 – Nettoomsætning fordelt på geografiske segmenter for 2011 og 2010¹⁰

Nettoomsætningen har fordelt sig en lille smule anderledes i 2011 i forhold til 2010 på de geografiske segmenter. Den procentvise del af omsætningen i Vesteuropa er faldet fra at udgøre 70 % til nu kun at udgøre 64 %.

De øvrige tre markeder, Østeuropa og Rusland, Asien og Nordamerika er steget, hvor den største stigning er sket i Asien fra 2 % til 5 %. Resten af verden er uændret fra 2010 til 2011 og udgøre 2 % af omsætningen.

Vesteuropa er fortsat det største marked, her stærkt ledt af Tyskland og Frankrig. Dog kan man også udlede af den ændrede fordeling, at den europæiske finanskriser har medført lavere eller faldende vækst i dele af de europæiske lande i forhold til Rusland og Asien.

Omsætning fordelt på lande de sidste 5 år

Figur 3 Omsætning fordelt på lande de sidste 5 år, Egen tilvirkning

¹⁰ Årsrapport 2011 s. 34, Egen tilvirkning

Jeg har udarbejdet en figur som viser hvordan omsætningen yderlig er fordelt procentmæssigt over de respektive lande de seneste 5 år.¹¹

Af figuren fremgår det, at Tyskland og Frankrig er de to lande som procentmæssigt står for mest af Rockwools omsætning, herefter forholdsvis tæt efterfulgt af Rusland og Holland. Denne rækkefølge er mere eller mindre den samme i hele perioden. Hvor dog Rusland og Holland kæmper lidt om hvem af dem som skal indtage 3. pladsen i de første 4 år, hvorefter Rusland øger andel i 2011. Kigger man over hele perioden er det lande som Tyskland og Frankrig, der er mest stabile i forhold til procentmæssig andel af omsætningen, hvorimod lande som Nordamerika, Rusland og Holland har oplevet størst udsving igennem perioden, hvilket kan være en indikator af at Rusland og Nordamerika er de "nye" markeder og Holland måske et "aftagende" marked, idet det falder. De øvrige lande kan i den henseende klassificeres som de mere veletablerede markeder.

I 2008 afviger øvrigandelen en del i forhold til de andre år, hvilket skyldes at Nordamerika og Storbritannien det år ikke har en omsætning som udgør 5 % og derfor kommer ind under kategorien øvrige. Dette er også tilfældet for Danmark fra 2010, da omsætningen ikke længere udgør 5 % af den samlede omsætning. Dette må antages at kunne skyldes, væksten og volumen i de øvrige lande simpelthen er blevet det større, så Danmark ikke kan følge med.

Det er ret imponerende, at fordelingen af omsætning i forhold til lande ikke afviger mere end den gør, og i store hele ca. er på niveau med tidligere. Det viser at Rockwool følger en klar salgs- og markedsstrategi og ligeledes står stærkt på de enkelte markeder, som virkelig betyder noget, siden fordelingen af omsætningen i disse lande mere eller mindre kan opretholdes. I betragtningen skal der også tages med, at den samlede omsætning er steget i forhold til 2010 og 2009 tal og derved igen er på niveau med 2008. Det betyder at omsætningen tilsvarende for de enkelte lande må være steget for, at fordelingen er stor set på niveau med tidligere. Den samlede omsætning er steget i forhold til sidste år og "hoved" markederne fordelt på lande udgør tilnærmelsesvis den samme procentandel af nettoomsætningen, ergo må disse lande også have haft vækst. Udfra de to ovenstående figurer kan man således konkludere at selvom Vesteuropa samlet står for en mindre del af omsætningen end tidligere er fordelingen på de hovedmarkeder som står for mest af omsætningen, Tyskland og Frankrig fortsat næsten er uændret. Dette

¹¹ Årsrapporterne: 2007 s. 8, 2008 s. 7, 2009 s. 11, 2010 s. 12 og 2011 s. 16, Egen tilvirkning

afspejler måske også finanskrisens indvirkning på Europa, hvor både Tyskland og Frankrig har været mindre ramt end i forhold til nogle af de andre europæiske lande, men også de to lande som har været mest aktive med, at igangsætte bæredygtig vækst og ligeledes haft ressourcerne til det. Vesteuropas mindre andel af omsætningen kan forklares med dels nulvækst i mange af landene i Europa på grund af gælds- og finanskrisen og dermed affødt europæisk afmatning. Samtidig har lande som Rusland, Nordamerika samt dele af Asien oplevet merkant vækst. Størst vækst i forhold til sidste år er sket i Asien, hvor omsætningen er steget 280 % ¹² i forhold til sidste år. Dette forhold skal også medtages i betragtningen, da det har haft direkte indflydelse på nedgangen i dele af Europa, da omsætning i netop nogle af disse lande er blevet nedprioriteret for, at kunne følge med den stigende efterspørgsel fra de Asiatiske lande. Rockwool har som følge heraf haft øget import imellem landene.

Ud af figur 2 ovenover får man dog ikke noget billede af markedsandelen i forhold til konkurrenterne i de forskellige markeder og om den har ændret sig over perioden, men det giver en fin identifikation af at alle markeder har haft vækst. Rockwool udtaler selv "Rockwool koncernens stærke position på markedet for energi-effektivitet i bygninger sikrede en solid omsætningsvækst" ¹³

7.4 Notering

Rockwool International A/S er noteret på Københavns Fondsbørs, NASDAQ OMX Nordic Exchange Copenhagen, under navnene Rockwool International A, (ROCK A) ISIN: DK0010219070 og Rockwool International B, (ROCK B) ISIN: DK0010219153. ¹⁴ Selskabet blev børsnoteret den 5. januar 1996. ¹⁵

7.5 Ejer og kapitalforhold

Som det fremgår af ovenstående er Rockwool aktierne fordelt på to aktieklasser. I henholdsvis A og B aktier. A-aktierne giver for hver aktie på nominel DKK 10 også 10 stemmer, hvor B-

¹² Årsrapport 2011 s.34 Egen beregning $(691 - 182)/182 * 100 = 280 \%$

¹³ Årsrapport 2011 s.14

¹⁴ http://borsen.dk/kurser/virksomhedsside/rockwool_international_a.html og http://borsen.dk/kurser/virksomhedsside/rockwool_international_b.html

¹⁵ <http://www.rockwool.com/investor/share+information>

aktierne kun giver en stemme for hver aktie af nominel DKK 10. Det samlede antal af aktier er uændret de sidste 13 år, med 21.974.923 stk.¹⁶

Nedenunder ses fordelingen af de to aktieklasser for både i år og sidste år. Samt tilsvarende fordeling af stemmer på de to aktieklasser.

2011			2010		
	Stk. af 10 DKK	Pct.		Stk. af 10 DKK	Pct.
A-aktier	11.231.627	51,1%	A-aktier	13.072.800	59,5%
B-aktier	10.743.296	48,9%	B-aktier	8.902.123	40,5%
I alt	21.974.923	100,0%	I alt	21.974.923	100,0%

Figur 4 Fordeling af A og B aktier, stk.¹⁷

2011			2010		
	Antal stemmer	Pct.		Antal stemmer	Pct.
A-aktier	112.316.270	91,3%	A-aktier	130.728.000	93,6%
B-aktier	10.743.296	8,7%	B-aktier	8.902.123	6,4%
I alt	123.059.566	100,0%	I alt	139.630.123	100,0%

Figur 5 - Fordeling af A og B aktier, stemmer.¹⁸

Som det kan ses er der sket ændring i forholdet af de to aktieklasser, hvor 1.841.173 A-aktier er blevet til B-aktier i forholdet 1:1 pr. 14. januar 2011.¹⁹ Endvidere er stemmeandelen for A-

¹⁶ Årsrapport 2011 s. 44 + Vedtægterne § 9 stk. b

¹⁷ Årsrapport 2011 s. 44. og Årsrapport 2010 s. 42, Egen tilvirkning

¹⁸ Årsrapport 2011 s. 44. og Årsrapport 2010 s. 42, Egen tilvirkning

¹⁹ Årsrapport 2011 s. 44

aktierne faldet lidt og tilsvarende steget for B-aktierne. Dette har dog ikke den helt store betydning for den bestemmende indflydelse i selskabet, da Rockwool Fonden og medlemmer af Kähler familien sammen fortsat besidder et flertal af stemmerne, svarende til 51 % på baggrund af en ejerandel på samlet 41 % af aktiekapitalen.²⁰

Stemmeforholdet afspejler, at det er en familievirksomhed, hvor en stor del af A-aktierne fortsat er ejet af henholdsvis familien Kähler og Rockwool Fonden. Kähler familien har således stadig en stor indflydelse på hvordan virksomheden drives og hvilke værdier virksomheden bygger på. Fordelingen af stemmerettighederne er ikke en tilfældighed, idet Kähler familien på den måde kan sætte dagsorden og sikre familievirksomheden fremadrettet. I forhold til en langsigtet udvikling er denne fordeling af stemmemajoriteten, måske også en fordel, idet ønsket for, at virksomheden skal fortsætte er større for familien end den vil være for en anden ekstern aktionær, der ikke har det samme familiemæssige aspekt og ikke mindst historie med virksomheden.

8. Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at klarlægge selskabets ikke finansielle værdidriver, det vil sige de forhold som ikke kan opmåles eller direkte sættes værdi på, men som på anden måde har indflydelse på værdiansættelsen. Da verden ikke er statisk, men foranderlig er det derfor vigtigt at medtage disse ikke finansielle værdidriver for at kunne give et fornuftigt estimat af fremtiden. Det er desuden vigtigt, at koble de ikke finansielle værdidriver med de finansielle.

Den strategiske analyse inddrager både selskabets interne forhold, omverdens faktorer og konkurrenceforhold.

8.1 Intern analyse

Den interne analyse er med til at beskrive de forhold som Rockwool selv kan påvirke. I det følgende afsnit beskrives Rockwools interne ressourcer og kompetencer.

8.1.1 Interne ressourcer og kompetencer

I dette afsnit beskrives de forhold som Rockwool selv har indflydelse på og ligeledes selv kan direkte påvirke. Formålet med analysen er at give et overblik af de ressourcer og kompetencer

²⁰ Årsrapport 2011 s. 51. Egen beregning

som Rockwool har, der skaber selskabet værdi og ligeledes er med til at give en konkurrencemæssig fordel.

8.1.1.1 Materielle ressourcer (produktionsanlæg) placering

Rockwool har opbygget et stort internationalt foretagende, med placering af fabrikker og salgskanaler geografisk over hele verden. De mange placeringer er med til, at synliggøre Rockwools position på markedet og gør dem i stand til at nå ud til et større marked. Det er vigtigt med strategisk gode placeringer, og beliggenhed af produktionsanlæg og salgskanaler kan have en afgørende betydning for selskabets økonomiske fremtid. Placeringerne skal både have let adgang til råstoffer og arbejdskraft, men næsten endnu vigtigere skal de ligge i markeder, hvor der er mulighed for vækst og afsætning. Det skal være let, at videre distribuere produkterne, således at transportomkostningerne minimeres. Hovedvægten af Rockwools produktionsanlæg og salgskanaler er koncentreret i Vest og central Europa, hvor selskabet også bedst er etableret. Rockwool har i de senere år også udvidet til både Asien og Nordamerika, hvilket kan give selskabet nogle fordele fremadrettet. Selve placeringen er vigtig, men afgørende kan det også være, at være den første producent af stenuld, der kommer ind på nye vækst markeder og tilsvarende at sikre forskellige forsynings linjer. I den henseende vil jeg mene at Rockwool har et godt udgangspunkt med deres nye produktionsanlæg både i Asien og USA.

8.1.1.2 Fysiske ressourcer (bygninger, maskiner og produktionsanlæg)

Rockwool har et oparbejdet et stort maskin- og produktionsanlæg til produktion af deres stenuldsprodukter. Med en værdi på 8.102 mio.²¹ udgør de materielle anlægsaktiver 64 % af selskabets samlede aktiver. Størrelsen af de materielle anlægsaktiver taler klart for det er en yderst kapitaltung branche og ligeledes at det er Rockwools væsentligste aktiv. Flere af Rockwools egne bygninger er top renoveret og alle nye byggerier bliver opført så de opfylder de nyeste krav indenfor energieffektivisering og miljørigtighed.

8.1.1.3 Immaterielle ressourcer (knowhow, patenter rettigheder mm)

Rockwool besidder en masse immaterielle ressourcer. Nogle af de vigtigste er rettighederne til selskabets produkter, varemærker, produktionsmetoder og patenter. Uden dem er selskabets grundlag stærkt svækket og dets videre eksistens som isoleringsproducent vil være kritisk, idet hele virksomheden bygger på disse. Ejerskab og rettigheder er alt afgørende forudsætninger for selskabet. Hvis man stiller det lidt på en spids, kan selskabet have nok så mange af de øvrige

²¹ Årsrapport 2011 s. 30 + 39

ressourcer, men hvis ikke rettighederne haves, må selskabet slet ikke producere eller sælge produkterne. Det må derfor anses som en styrke, at selskabet har disse og løbende får nye patenter registreret. Både i forhold til at beskytte selskabets nuværende produkter og indtjening, men også for at sikre selskabets videre eksistens. Rettighederne betyder også at konkurrenterne ikke må kopiere disse, hvilket er en klar fordel. Derudover er rettighederne også med til at gøre indtrængningsbarriere på markedet sværere for nye potentielle konkurrenter.

Pr. 31. december 2011 udgør selskabets immaterielle anlægsaktiver 559 mio. kr. De er således steget med 108 mio. kr. i forhold til sidste år.²² I balancen indgår dog ikke alle immaterielle ressourcer, da bl.a. internt oparbejdet goodwill og knowhow ikke indregnes i årsrapporten.

En anden særdeles vigtig immateriel ressource er Rockwools knowhow. Det kræver en speciel teknik og viden, at udvinde stenuld og bearbejde stenuldsprodukterne. Stenuld er Rockwools kernekompetence og de kan med rette kalde sig eksperter indenfor området. Rockwool har igennem årtier opbygget selskabet knowhow, der dækker over mange års viden, forskning og udvikling. Knowhow og viden er faktorer som en konkurrent vil have svært ved at kopiere, hvilket derfor giver Rockwool en konkurrencemæssig fordel. Det er derfor vigtigt, at Rockwool hele tiden videreudvikler deres produkter og produktionsmetoder, således at selskabet kan bevare sin position som markedsleder indenfor stenuld. Det må konkluderes, at selskabet er stærkt afhængig af sine immaterielle ressourcer, hvilket derfor også er et område selskabet prioriterer med høj tilgang.

8.1.1.4 Finansielle ressourcer

Af finansielle aktiver ejer Rockwool aktier i flere associerede og tilknyttede virksomheder. Flere af virksomhederne ejer Rockwool 100 % og de indgår således som del af koncernen. Køb af kapitalandele og aktier i allerede eksisterende virksomheder kan have en masse fordele. Det kan være en effektiv måde, at komme ind på nye markeder, hvor den virksomhed af købes andele i forvejen er etableret og kender markedet. Desuden kan begge drage fordel af samarbejde og specialviden inden for særlige områder. Der udover har selskabet nogle likvide midler som er nødvendige til løbende betalinger. Det kan ses af balancen, at selskabet i året har øget sin gældsandel, hvilket kunne være en indikator, at selskabet i større grad er afhængig af fremmedfinansiering og at likviditeten kunne være en knap ressource.

²² Årsrapport 2011 s. 30 + 39

8.1.1.5 Menneskelige ressourcer (medarbejdere, viden, færdigheder)²³

De menneskelige ressourcer er vigtige for Rockwool, selskabet har pr. 31. 12. 2011 9.368 ansatte.²⁴ Af hjemmesiden fremgår det, at selskabet ønsker hele individer, hvor der er balance mellem arbejdsliv og privatliv. Selvom Rockwool er glade for sine medarbejdere har der været en lille stigning i medarbejderomsætningen af funktionærer der er gået fra 4,2 til 4,4 %.²⁵ Der bruges en del ressourcer på at videreuddanne personalet, hvor især produktionsmedarbejderne har mærket en lille stigning i uddannelsesdage.²⁶ Rockwool vurderes at have en høj faglig medarbejder stab, hvor især personale indenfor forskning, produktions udvikling, markedsføring og ledelse, kan besidde nøglefunktioner, der kræver speciel viden. Disse medarbejdere vil ikke så let kunne erstattes, som almindelige produktions og kontorfolk, der ikke i samme omfang kræver speciel viden eller specifikt kendskab. Ligeledes vil oplæring af folkene på gulvet være mindre krævende end f.eks. ingeniører der skal sættes ind i produktions processer og speciel maskiner. Som arbejdsplads vil jeg vurdere Rockwool som et attraktivt sted, der bliver lagt vægt på menneskelige såvel som de faglige værdier, ligeledes giver selskabets aktive miljøpolitik og fokus på energieffektivisering anerkendelse. Desuden er selskabet internationalt, hvilket også kunne give faglige såvel som kulturelle udføringer. Alt i alt er det min vurdering, at de menneskelige ressourcer ikke er en knap ressource for Rockwool.

8.1.1.6 Ledelse og netværk

Rockwool har en særdels professionel ledelse. Flere af bestyrelsesmedlemmerne samt koncernledelsen er aktive i flere andre større erhvervsvirksomheder. Det er med til, at give selskabet netværksforbindelser til øvrige brancher og forretningsområder, hvilket kan bidrage positivt f.eks. til øget vækst eller til at virksomheden får de nødvendige oplysninger fra omverden, fordi selskabet har en finger på pulsen. Ligeledes kan det give mulighed for at involvere sig i emner og sager som har ens interesse og derved få indflydelse. Bestyrelsen afspejler dog også, at det er et familieforetagende med flere medlemmer af Kähler familien.

8.1.1.7 Varemærke/Brand²⁷

Rockwool har oparbejdet et godt brand. Både her i Danmark, men også på det internationale marked er varemærkerne fra Rockwool anerkendte og tillægges positiv egenskaber. Rockwool

²³ <http://www.rockwool.com/about+the+group/mission+and+values>

²⁴ Årsrapport s. 5

²⁵ Årsrapport 2011 s. 13

²⁶ Årsrapport 2011 s. 13

²⁷ Brand og varemærke anvendes synonymt

har ikke kun et varemærke, varemærkerne variere lidt i forhold til de forskellige lande. F.eks. går produkterne under brandet, Roxul i Canada og USA samt dele af Asien. Det betyder at Rockwool skal markedsføre flere varemærker internationalt for de samme produkter og noget af genkendelsen ved varemærkerne mister muligvis noget af sin effekt. Dog ligner varemærkerne hinanden i et vist omfang, hvor eksempelvis logo og emballage tager udgangspunkt i de to samme farver, rød og hvid. Nedenfor er vist et lille billede af henholdsvis Roxul og Rockwools. Når de to produkter står ved siden af hinanden er der ikke den helt store forskel. Der vil sandsynligvis også kunne drages den konklusion, at de kom fra samme producent. Men ikke desto mindre er det to varemærker.

Det kan også ses som en separat og bevist strategi fra Rockwools side, at have flere varemærker for de samme produkter. Dette kan bunde i, at Rockwool egentlig gerne vil holde markederne Europa, Nordamerika og Asien en smule adskilt, da både Nordamerika og Asien er relativt nye markeder. Hvis introduktionen på disse markeder ikke levede op til forventningerne eller helt fejlede vil det ikke skade det "gamle" veletablerede varemærke, Rockwool, på samme måde som hvis det var et og samme varemærke. Omvendt vil der heller ikke kunne drages samme fordele og synenergier af et allerede kendt varemærke. En anden tanke kunne være, at Rockwool vil statuere, at det er en ny begyndelse på et større internationalmarked eller en ny Rockwool tid.

Alligevel er det min vurdering, at der vil være nogle fordele ved, at have et samlet varemærke for koncernen, i stedet for flere forskellige. Dette vil styrke positionen internationalt, og Rockwool vil kunne spare penge på markedsføring, da denne kunne strømlignes og ensrettes noget mere, her tænker jeg udover brand og varemærke i forhold til logoer på emballage, hjemmesider mm. Ligeledes vil der kunne spares nogle ressourcer i forbindelse med produktoplysninger og pressemeddelelser overfor omverden.

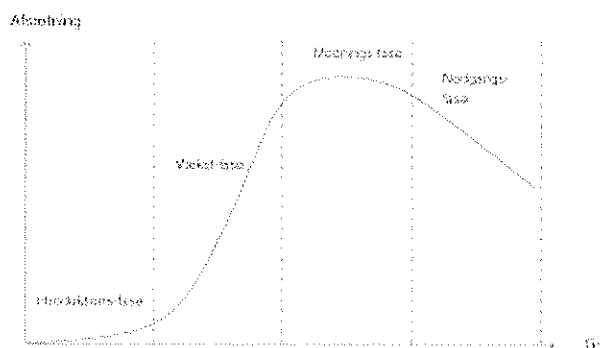
8.2 Produktlivscyklus

Produkter og virksomheder har en naturlig livscyklus ligesom mennesker med introduktion, vækst, modning og død. Til at analysere hvor Rockwools produkter ligger udviklingsmæssigt har jeg valgt, at gøre brug af produktlivscyklus, PLC.

Der vil ligeledes blive brugt elementer fra Bosten matrixen. Begge modeller kan udover, at beskrive hvor virksomheden og den produkter befinder sig i cyklussen også

give en identifikation af hvilket vækst potentiale og indtjeningsmuligheder der er. På den baggrund vurderes de relevante i forbindelse med analysen.

PLC - kurve



Figur 6 - PLC – kurve,
Kilde: XX, Grafisk figur lånt fra
<http://toolbox.systime.dk/index.php?id=512>

8.2.1 Rockwools overordnede produktlivscyklus

Rockwools produkter er primært isolering og rådgivning, hvilket der efter min vurdering fortsat har en lang levetid endnu. Begge områder er mere eller mindre tidsløse, idet det er svært at se en verden helt uden isolering og dertilhørende rådgivning. Der er dog lidt forskel på, hvor i livscyklussen produkterne befinder sig i forhold de geografiske markeder de er på. Desuden forventer jeg ikke, at der er nogle af Rockwools produkter, der helt udgår indenfor den nærmeste fremtid, men at der i stedet løbende kommer nye produkter som enten erstatter eller supplere allerede eksisterende produkter. Produkterne udvikles løbende og derfor vil der være en naturlig udskifning, men overordnet er det stadig det samme produkt de sælger, som bare bliver bedre.

Virksomheden er omstillingsvillig og bruger løbende rigtig mange ressourcer på forskning og udvikling, således at deres produkter ikke bliver overhalet af konkurrenternes, men at de hele tiden udvikler og fornyer sig. Ligeledes er det min vurdering at selskabet har meget fokus på at være med der hvor der skabes vækst. Det er positivt, da det er her meget af den fremtidige indtjening også skal komme fra. Rockwool er en virksomhed, der fokuserer på indtjeningen her og nu, men også tænker langsigtet, for at sikre fremtidig indtjening. Dette ses bl.a. i form af indtrængen på nye markeder med både fabrikker og salgsafdelinger. Rockwool har en god udviklingseffektivitet og er god til løbende at tilpasse sig.

Generelt vil jeg vurdere at Rockwool ligger i midten af vækstfasen, selskabet har et produkt som ikke lige bliver forældet og som der fortsat vil være behov for. Endvidere har selskabet fortsat stort vækstpotentiale, men kan også samtidig høste frugterne fra tidligere års kendskab, knowhow og eksisterende produkter, desuden har selskabet udvidet sine markeder og ligeledes trådt ind på ”nye”, hvilket også er med til, at danne grundlag for fremtidig vækst.

8.2.2 Produktlivscyklus fordelt på marked²⁸

8.2.2.1 Danmark

På det danske marked er Rockwools produkt ganske velkendt og har været det længe. Lige siden 1937²⁹ har det været kendetegnet under varemærket, Rockwool. Produkterne her er under modningsfasen og selskabet oplever fortsat vækst og kan mere eller mindre malke markedet, på baggrund af tidligere års oparbejdet kendskab. Deslige er det et marked, hvor der opleves mere konkurrence, idet flere andre konkurrenter vil have en del af kagen. Det er min vurdering, at produktet her fortsat vil være i modningsfasen en del år frem og, at kurven endnu ikke har knækket. Dog er markedet herhjemme i Danmark relativt beskedent i forhold til de øvrige lande, hvilket ses i årsrapporten med nedenstående fordeling af nettoomsætningen, hvor Danmark kun indgår som en del af de øvrige lande. Dog finder jeg det alligevel relevant at inddrage det danske marked i afhandlingen, da det er her Rockwool har sine rødder og at det var her hele Rockwool eventyret startede.

8.2.2.2 Tyskland (Vesteuropa)³⁰

Jf. ovenstående figur kan det ses at Tyskland derimod står for den største del af omsætning, hvilket gør det, mere relevant, at se på det tyske marked, hvor produktet ligeledes har været repræsenteret siden 1954.³¹ Udover at Tyskland er det land, hvor omsætning er højest er det også et marked der er interessant at se på, da det generelt afspejler både tendens og udvikling for dele af Vesteuropa. I forbindelse med livscyklussen af Rockwools produkt, vil det også her være tilfældet at produktet befinder sig i modningsfasen, hvilket også er den generelle tendens for resten af Vesteuropa, dog med vise undtagelser, hvor produktet ligger tidligere i fasen.

²⁸ For at se de forskellige markedsoversigter henvises til bilag 10.

²⁹ Short History of The Rockwool Group s. 4

³⁰ Billedet af markedet, samt de efterfølgende billeder af de øvrige markeder er taget fra Rockwool præsentation, Q1 2012 Investor and press meeting Handelsbanken, Copenhagen, Denmark 23 May 2012 results – Copenhagen 23 maj 2012,

http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Presentations/2012/20120523_Q1_Handelsbanken.pdf

³¹ Short History of The Rockwool Group s. 9

8.2.2.3 Østeuropa

På det Østeuropæiske marked har Rockwool ageret siden 1990'erne.³² På trods af at Rockwool alligevel har ageret på dette markedet i ca. 20 år, er det min vurdering, at der er flere steder i Østeuropa, hvor produkterne endnu ikke helt er blevet introduceret eller kun befinder sig i den spæde vækst fase. Dette kan skyldes, at der særdeles i tidligere år ikke har været det store fokus på isolering i disse markeder, samt at introduktionen i nogle af landene har været mere udfordrende end først antaget. Hvilket til dels, skyldes de kulturelle barrierer samt indstilling. Et tydeligt eksempel på dette er Rockwools fabrik i Kroatien, der først efter ca. 5 år fik den endelige godkendelse, på trods af at fabrikken stod klar i 2007. Udskydelsen skyldes at en række lokale myndigheder og borger pludselig efter opførelsen af fabrikken mente at Rockwools fabrik forurenede lokalbefolkningen, selvom flere tests viste, at det ikke var tilfældet.³³

8.2.2.4 Rusland

Tilsvarende er der Rusland, der lidt er i kategori for sig selv. Da det både er del af Europa og Asien.³⁴ Landet i sig selv er kæmpe stort, og dækker over et voldsomt stort geografisk område, og dermed også stort marked. Her har der ligesom i Østeuropa heller ikke tidligere været så stort et fokus på isolering. Rusland er efter Rockwools mening et marked, hvor der kan forventes stor vækst. Jeg er enig i den betragtning og vurderer at Rockwools produkter her, ligger i starten af vækst fasen, og har efter min vurdering mulighed for at vækste endnu mere her de kommende år. Forudsætningerne for vækst på dette marked er rigtig gode. Jeg har forsøgt i punktform at skitsere nogle af disse:

- Landet er stort.
- Begrænset isolering af eksisterende bygninger, hvilket kan medføre øget behov for efterisolering.
- Virkelig kolde vintre, hvilket i sig selv taler for behovet for isolering, men også stor forskel i temperaturen mellem sommer og vinter.

8.2.2.5 Øvrig Asien

Øvrige Asien er et marked som Rockwool har været aktør på med sin først fabrik i Malaysia siden 2000.³⁵ Markedet er således stadig forholdsvis ungt, men har allerede oplevet stor vækst. Overordnet vil jeg mene det er i starten af vækstfasen, og i nogle område nok nærmere

³² Short History of The Rockwool Group s. 9

³³ Penge & privatøkonomi – Rockwools organisatoriske problemer i Kroatien overstået d. 27. juni 2012

³⁴ <http://da.wikipedia.org/wiki/Asien> samt <http://da.wikipedia.org/wiki/Europa>

³⁵ Short History of The Rockwool Group s. 23

introduktionsfasen, idet de i nogle af landene er kommet godt med, men omvendt andre slet ikke introduceret. Det er et område af verden som fortsat oplever vækst i forhold til Europa, der som følge af finanskrisen lidt er gået i stå. Jeg vil betegne det samlede marked Asien som et spørgsmålstejn, hvor lande som Kina og Indien skiller sig lidt mere ud som stjerner, hvor der fremadrettet kan tjenes penge.

8.2.2.6 Nordamerika

Nordamerika er lidt ligesom Rusland et stort marked, dog med den forskel at mentalitet og fokus omkring isolering, ikke er helt så fjern en tanke som i Østeuropa og Rusland. I Nordamerika har Rockwool indtil for nylig kun haft forholdsvis beskeden aktivitet, med kun 2 fabrikker. Markedet her er i højere grad præget af stor konkurrence fra de øvrige isoleringsproducenter, som længe har præget markedet. Dette ses også af figuren over det Nordamerikanske isoleringsmarked fra 2010, hvor stenuld kun udgør 4 % af markedet. Dette er således stadig et marked, hvor Rockwools produkter, må anses som værende i introduktionsfasen. Det kan dog diskuteres om det reelt allerede er rykket over i begyndelsen af vækst fasen, da omsætningen på dette marked er steget i forhold til sidste år og udgør 11 % af omsætningen i forhold til 10 % sidste år.

8.2.2.7 Sydamerika

Her er Rockwool nærmest ikke repræsenteret, og befinder sig derfor, så at sige før introduktionsfasen. I livscyklus terminologi, vil det svare til ikke at være født. I Sydamerika er der generelt ikke fokus på isolering, endvidere er byggematerialerne mange af stederne stadig forholdsvis simple. Klimaet er desuden varmt store dele af året, hvilket heller ikke taler for isolering. Overordnet vurderes Sydamerika ikke som et potentielt marked. Markedet er derfor ikke medtaget.

8.2.2.8 Del konklusion på produktlivscyklus

Generelt står Rockwool rigtig stærkt med deres produkt på alle markederne, hvor alle aktuelle markeder vækster, men stort potentiale for, at opnå endnu større vækst. Jeg vil på den baggrund samlet vurdere Rockwools både produkter og markeder i vækstfasen og klassificeret som stjerne udfra Boston-matrixen.

8.3 Markedsform

Marked indenfor stenuldsisolering er præget af få men store udbydere, hvilket kendetegner markedsformen oligopol.³⁶ Der konkurreres på et internationalt marked, hvor flere af de nærmeste konkurrenter ofte er de samme på de forskellige markeder. Den overordnede konkurrence i branchen vurderes som hård og intens.

Der konkurreres primært på et homogent marked, med salg af standardvarer, hvor produkterne tilnærmelsesvis er ens. Det betyder, at der er andre parameter, der skal konkurreres på. Det kan bl.a. ske ved at løbende at produktudvikle sine produkter og produktionsprocesser, og på den måde forbedre sig. Her er stordriftsfordele en vigtig konkurrence parameter.

Der konkurreres i begrænset omfang dog også på et heterogent marked, det vil sige et marked, hvor kunderne opfatter produkterne forskellige og tillægger dem en øget værdi, på grund af mærke og brand. Det er min vurdering at kunderne kun i begrænset omfang har præferencer indenfor "Brand", hvor de foretrækker den ene leverandør frem for en anden, når man snakker stenuldsisolering, hvilket skyldes at isoleringsprodukterne må anses at være en standardvare.

Dog er det muligt, at skabe præferencer hos kunderne og differentiere sig i forhold til de øvrige konkurrenter. Præferencerne kommer mere i form af specifikke egenskaber ved de enkelte produkter samt tillægsydelser og service, end i form af "Brand". Deslige kan køber have præferencer for hvordan stenuldsisoleringen produceres og hvor miljøeffektivt produktet samlet set er igennem hele dets levetid. F.eks. forsøger Rockwool, at differentiere sig på deres produkters brandsikkerhed samt deres energieffektive produktion. Se yderligere afsnittet om substituerende produkter.

8.4 Markedsposition

Ser man kun på markedet for stenuldsisolering er Rockwool en af verdens førende. Selskabet besidder en stor markedsandel og er markedsleder på området.³⁷

Ses der i stedet for på hele isoleringsmarkedet, opnår Rockwool ikke helt samme markedsposition. Her er Rockwool overgået af virksomheder som bl.a. Saint-Gobain. Det

³⁶ Erhvervsøkonomisk minilex s. 220 + 244

³⁷ <http://www.rockwool.dk/om+rockwool/rockwool+koncernen>

betyder at Rockwool set i forhold til hele isoleringsmarkedet i højere grad være markedsudfordrer.

Grænsen for at se kun se på markedet for stenuldsisolering og hele isoleringsmarkedet er lidt fyldende og svær at trække helt nøjagtigt. Dette skyldes i grove træk at vælges den ene type isolering fravælges en anden. De forskellige markeder har også forskellig fordeling af den anvendte isolering, og flere af konkurrenterne fører flere forskellige typer af isolering. Der er dog valgt, at se på stenuldsisolering som et separat marked, idet stenuldsprodukterne adskiller sig væsentligt fra de øvrige. Der henvises i øvrigt til afsnittet om substituerende produkter, hvor der er en mere uddybende beskrivelse.

Kendetegn ved markedslederen er de i nuværende position har en fordel og forspring i forhold til konkurrenterne, men samtidig konstant bliver udfordret. Markedslederen forsøger at udvide det totale marked. Dette er også tilfældet for Rockwool, der ved at gå ind i både Asien og USA udvider det totale marked for stenuldsisolering. Som markedsleder er det en nødvendighed med både offensive og defensive strategier. Rockwool selv udtaler, at de vil gøre alt for, at bevare og vinde markedsandele. Hvilket deres slogan, Create and protect, igennem hele årsrapporten også stærkt indikerer. Rockwool udnytter i særdeleshed deres stordriftsfordele som led i at udvide og forsvare sine markedsandele. Endvidere bruges der rigtig mange ressourcer på produktudviklingen således, at positionen som markedsleder kan bibeholdes.

Som det fremgik af produktlivecyklusen i afsnittet ovenover blev Rockwools hovedprodukt stenuldsisolering klassificeret som en stjerne. Dette er ligeledes et kendetegn for markedslederne at have deres produkt i denne kategori.

Overordnet fordeling af position og markedsandele:

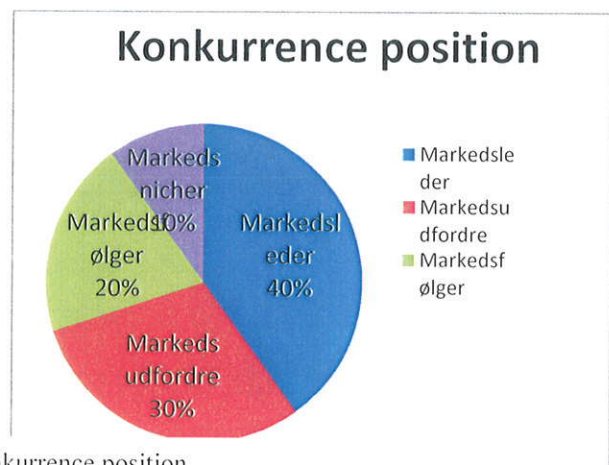
Markedsleder 40%

Markedsudfordre 30 %

Markedsfølger 20%

Markedsnicher 10%

Af figuren ses hvordan man typisk deler



Figur 7 – Konkurrence position,
Egen tilvirkning

markedet op efter markedsandele. Det samlede marked for stenuldsisolering er lidt atypisk, idet der kun er få aktører og de alle er ret store. Jeg vil vurdere, at Rockwool og Saint Gobain er delt markedsleder som sammen står for ca. 60 % af markedet.

8.5 Konkurrencestrategi

Rockwool har flere forretningsområder, og agere ligeledes på forskellige geografiske markeder. Dette betyder at Rockwool ikke kun anvender en konkurrencestrategi, men flere lidt afhængig af hvilket produkt og hvilket marked det vedrører. Dette forhold gør derfor analysen af konkurrencestrategien lidt sværere.

Overordnet strategier der følges er omkostningslederstrategi og differentieringsstrategi.

Hvilket grunder i selskabets position på markedet samt den omkostningstunge produktion, der er ved stenulds produktion. Det afspejler sig i at selskabet forsøger at anvende sine stordriftsfordele til omkostningsminimering samt profitoptimering. Derudover bliver der lagt ressourcer i at differentiere sig fra konkurrenternes produkter, både med ekstra og bedre egenskaber ved selve produkterne men ligeså meget med ekstra service og rådgivning. Der er desuden fokus på at kunne give en samlet løsning.

På Build Desk og System Division områderne er differentieringsstrategien mere anvendt. Her har Rockwool i højere grad mulighed for, at differentiere selskabets produkter i forhold til konkurrenternes, idet produkterne her i langt mindre omfang kan klassificeres som standard vare. I perioder hvor f.eks. byggebranchen har det hårdt, vil Rockwool forsat kunne opleve vækst fra nogle af disse produkter, det nogle af disse vil være knap så påvirket af nedgangen i byggebranchen, men højere grad, være mere styret af andre brancher som f.eks. bilbranchen.

Umiddelbart vil man kunne tro at prisen kunne være en af de vigtigste konkurrence parameter, men på grund af den intense konkurrence, vil prisnedsættelser blive mødt med tilsvarende nedsættelser fra konkurrenterne og således udløse en priskrig. En priskrig er ikke en ønskelig situation, da det påvirker indtjeningen negativt for alle de involverede parter. Desuden kan en priskrig være lang og opslidende og medfører uforudsete negative konsekvenser.

Med Rockwools position på markedet som delt markedsleder, vil de være prissætter fremfor prisfølger.

8.6 Vækststrategi

En af Rockwools vækststrategier har været, at udvide det totale marked for stenuldsisolering, dette er sket ved at ekspandere til Asien og USA.

9. Omverdens analyse

Påvirkningerne fra omverden har stor betydning for værdiansættelsen af Rockwool. Rockwool er i særdeleshed en virksomhed, der på mange områder er påvirket af eksterne faktorer og forhold fra omverden. I langt de fleste tilfælde er det forhold eller faktorer som Rockwool ikke selv direkte har indflydelse på, men som kan have stor betydning for selskabet. Selskabet må derfor kalkulere med disse eller i et eller andet omfang forholde sig til dem eller tilpasse sig dem. Som aktør på det internationale marked og samtidig meget konjunkturfølsom er det vigtigt, for Rockwool ikke, at undervurder forhold og ændringer fra omverden.

Til at analysere Rockwools påvirkning af omverden tages udgangspunkt i PEST-modellen.

9.1 PEST

For at analysere hvilke samfundsmæssige forhold der påvirker Rockwool tages der udgangspunkt i PEST-modellen og dens fire hovedelementer, Politik, Økonomi, Sociale og kulturelle forhold samt Teknologi.

9.1.1 Politik

Politiske beslutninger både nationalt og internationalt er noget der i høj grad påvirker Rockwool. Et stort politisk emne er miljø. Der er øget fokus på bæredygtighed og klima verden over, og i flere lande er det et højt prioriteret. EU har det fælles mål at bekæmpe globalopvarmning og forurening i almindelighed, samt at skabe økonomisk vækst og arbejdspladser. Disse mål skal opnås bl.a. via energi effektiviseringer. EU har derfor indført skærpede direktiver for medlemslandene. Med regler fra EU, EU krav til nye bygninger CO₂ nedskæringer.

Endvidere er der indført øgede afgifter på energi og flere råvarer.

Staten har aktivt gået ind og støttet energirenovering, i Tyskland skete det i 2008 med fordelagtige lån. Tiderne er skiftet, hvor denne løsning ikke længere er aktuel, idet bankerne har skåret kraftigt ned på udlånene.

EU har indført, at alle nye bygninger som ejes eller bebos af offentlige myndigheder fra udgangen af 2018 skal være næsten energineutrale. Dette krav vil også være gældende for nye private boliger fra 2020.³⁸ Disse næsten energineutrale bygninger vil være mere end dobbelt så energieffektive som dem der i dag bliver opført efter kravene i byggelovgivningen.

”EU har forpligtet sig til at reducere CO₂-udledningen med 80 -95 % i 2050 i forhold til 1990-niveau.”³⁹ en overvejende del af disse bygninger er allerede opført i dag, hvilket betyder, at det ikke er nok kun, at fokuserer på nybyggerierne. Et nyt EU direktiv ligger op til, at 3 % af de offentlige bygninger årligt skal foretage energirenovering, hvilket vil være en fordobling af eksisterende antal. Desuden vil energileverandørerne blive forpligtet til årligt, at hjælpe deres kunder med, at blive 1,5 % mere energieffektive. Det endelige direktiv forventes færdigt i 2012 og herefter implementeret i 2013 eller 2014.⁴⁰

Tyskland som er Rockwool koncernens største marked har taget føringen med en gennemgribende energimodernisering af eksisterende bygninger. Dette har bl.a. skabt en masse grønne jobs, reduceret udledningen af CO₂ og mindsket energiimporten. Jülich Research Centre har vurderet at for hver 1 EUR, de tyske myndigheder brugte på energieffektiv opførsel og renovering af bygninger generede det en indtægt på 4-5 EUR.⁴¹

Det er rigtig godt for Rockwool, at Tyskland som EU's storebror går foran, som et godt eksempel, med stor fokus på, at forbedre miljøet og gennemgribende energieffektiviseringer. Dette både i forhold til at komme ud af den europæiske krise, med at skabe vækst, arbejdspladser og nedebringe gælden, samt tænke på miljø.

Tyskland er på flere måder forbillede for mange af de øvrige EU-lande, og med deres position i det kriseramte Europa kan de være med til at dikterer dagsordenen og gennemtvungne krav overfor de øvrige lande. Ikke mindst er det dem som sidder på pengekassen og har bidraget mest til de kriseramte sydeuropæiske lande.

³⁸ Årsrapport 2011 s. 6

³⁹ Årsrapport 2011 s. 6

⁴⁰ Årsrapport 2011 s. 7

⁴¹ Årsrapport 2011 s. 7

Personligt syntes jeg det er en god løsning Tyskland køre efter. Såfremt de øvrige EU-lande følger trop med Tyskland og efterlever deres krav, vil det efter min mening have en positiv effekt på hele det europæiske marked. Det er selvfølgelig ikke noget der sker fra dag til dag, men alt andet lige vil det give Rockwool øget muligheder.

Kravet til de næsten energineutrale nye bygninger i EU-landene, er nærmest en realitet, da de allerede indenfor en kort periode ønskes implementeret, dog er der usikkerhed med hensyn til, hvordan de efterfølgende bliver efterlevet og om EU-landene også rent faktisk overholder disse.

Tyskland har også besluttet, at afskaffe atomenergi i 2022, som følge af Fukushima-ulykken i 2011, hvilket også stiller større krav til bygningernes energieffektivitet.

9.1.1.1 Lovgivning

Myndighederne kan ændre lovgivningen indenfor forskellige områder. Lovgivningsområderne spænder bredt og ændringer kan påvirke selskabet i forskellig retninger her og nu, men kan ligeledes have indflydelse på selskabet fremadrettet. I det der ageres på internationalt marked er der endnu flere lovgivningerne som kan være relevante, at sætte sig ind i. Alt dette kræver selvfølgelig ekspertise og indsigt.

Flere steder i Europa bliver det pålagt energiudbyderen, at hjælpe med energiforbedringer. Dette er klart en stor mulighed for Rockwool. Idet det alt andet lige må skabe øget fokus på energirenovering og medfører mersalg.

9.1.1.2 Skattelovgivning

Alt afhængig af hvilket land selskabet agere i er der forskellig skattelovgivning. Lovgivningen kan være svær at forstå og gennemskue og vil kræve lokale eksperter. Derudover benytter landene sig af forskellige skattefordele for at tiltrække virksomhederne, dette kan f.eks. være lave skattesatser, perioder med skattefrihed eller individuelle forhandlinger og aftaler med de lokale myndigheder. Der kan i nogle tilfælde laves særftaler, hvor myndighederne eksempelvis vil bidrage med ny vejnet og infrastruktur eller billigere bygninger, såfremt selskabet vælger, at oprette deres afdeling der.

9.1.1.3 Korruption

Som aktør på det internationale marked er korruption også et aspekt, virksomheden skal forholde sig til. Rusland samt nogle af de Østeuropæiske lande har historisk været præget af korruption både politisk og samfundsmæssigt. Selvom det er det er stærkt aftaget, har jeg lidt svært ved, at forestille mig at det slet ikke finder sted længere. Kontakt mellem internationale virksomheder og de lokale myndigheder tror jeg fortsat i nogle tilfælde går igennem en uautoriseret mellemmand. Ligeledes vil der kunne findes eksempler på betaling af beskyttelsespenge ol. Det kriseramte Europa skal heller ikke ses sig selv for god. Krisen kan meget vel have påvirket moralen hos både virksomheder og privatpersoner. Som så måske tyr til alternative og eventuelle kriminelle handlinger for egen vindings skyld. Dette kan bl.a. udmunde sig i form af bedrageri og øget svind.

9.1.2 Økonomi

9.1.2.1 Global finanskris

Finanskrisens øget fokus på konkursrisiko⁴²

Som følge af finanskrisen er investorerne i høje grad blevet mere tilbageholdende og forsigtige. Dette med god grund, under finanskrisen er der rigtig mange virksomheder som har måttet dreje nøglen om og antallet af konkurser og lukkede firmaer er steget markant. Flere virksomheder har haft brodne kar, men overlevet fordi der tidligere har været højkonjunktur. Under finanskrisen er flere af disse kommet frem i dagens lys, hvor skeletterne er væltet frem og trukket flere med i faldet. Risikoen for konkurs er derfor generelt steget og derfor også en risiko en eventuel investor skal have med i sin vurdering, dermed ikke sagt, at der slet ikke bør investeres i de virksomheder som kan have risiko for konkurs, men afkastet skal tilsvarende afspejle den øgede risiko.

Z-score til kreditrating

Oversættelser af z-scores til kreditrating	
AAA	4,90
AA+	4,35
AA	4,05
AA-	3,75
A+	3,60
A	3,40
A-	3,15
BBB+	3,00
BBB	2,60
BBB-	2,40
BB+	2,00
BB	1,70
BB-	1,50
B+	1,25
B	0,90
B-	0,50
CCC+	-0,05
CCC	-0,75
CCC-	-1,50
D	-3,25

Kilde: Økonomisk Ugebrev Research

Figur 8- Z-score til kreditrating

⁴² Økonomisk ugebrev nr. 13 – 2. april 2012 19. årgang Tema: Kreditrating af top 100 børselskaber s. 9, <http://peecee.dk/upload/view/359558>

Til at vurdere konkursrisikoen anvendes Edward Altmans anerkendte Z-Score, der ud fra nogle nøgletal beregner en konkursrisiko. Z-scoren angiver desuden også hvor kreditværdi virksomheden er. Til vurdering tages udgangspunkt i artikel og beregning foretaget af Økonomisk Ugebrev, ”Kreditrating af top 100 børsselskaber.”⁴³

Rockwool har i periode 2010 til 2011 gået fra en Z-score på 7,3 i 2010 til 5,5 i 2011, svarende til et fald på -1,8.⁴⁴ Rockwool er med tabet på -1,8 blandt de 20 selskaber med størst minusændring i Z-scoren.

Antal børsnoterede selskaber i forskellige risikogrupper								
	2008	pct.	2009	pct.	2010	pct.	2011	pct.
Farezone: <1,75	4	4	11	10	27	26	23	25
Gråzone: 1,75-2,99	4	4	6	5	17	16	12	13
Begrænset risiko: 3,00-5,65	37	33	29	26	32	30	24	26
Lav risiko: 5,65-8,15	29	26	33	29	11	10	18	20
Meget lav risiko: >8,15	39	35	34	30	18	17	14	15
Total	113	100	113	100	105	100	91	100
Kilde: Økonomisk Ugebrev Research								

Figur 9 – Antal børsnoterede selskaber i forskellige risikogrupper⁴⁵

Af artiklen fremgår det, at flere af de danske børsnoterede selskaber rykkede til en lavere risikogruppe, dog er der også fortsat ca. 25 % som ligger i den højeste risikogruppe, under 1,75. Tabet har medført at Rockwool er gået op i risikogruppe, og derfor gået imod den generelle tendens. Selskabet ligger nu i gruppen, Begrænset risiko, i stedet for gruppen, Lav risiko. Begrænset risiko dækker Z-score på 3,00-5,65 og lav risiko 5,65-8,15. Rockwool ligger med Z-scoren 5,5 dog i den gode ende af begrænset risikogruppen og der er fortsat en god margin før det bliver kritisk i forhold til konkurs. Kreditratingen for Rockwool har ikke ændret sig, da selskabet fortsat får topkarakter med AAA jf. ovenstående, med en Z-score over 4,9. Faldet i Z-scoren for Rockwool skal ikke ses så kritisk, selskabet ligger stadig pænt selvom tabet er lidt højere end hos nogle af de øvrige selskaber. Generelt fik flere af selskaberne samlet lavere Z-score, eftersom de finansielle midler blev reduceret uden dog, at det betyder kritiske niveauer. Z-scoren er bl.a. afhængig af størrelsen af rentebærende gæld, gearing, likviditet, ny investeringer.

⁴³ Økonomisk ugebrev nr. 13 – 2. april 2012 19. årgang Tema: Kreditrating af top 100 børsselskaber s. 9, <http://peecee.dk/upload/view/359558>

⁴⁴ Økonomisk ugebrev nr. 13 – 2. april 2012 19. årgang Tema: Kreditrating af top 100 børsselskaber s. 13, <http://peecee.dk/upload/view/359558>

⁴⁵ Økonomisk ugebrev nr. 13 – 2. april 2012 19. årgang Tema: Kreditrating af top 100 børsselskaber s. 9, <http://peecee.dk/upload/view/359558>

Forholdet afspejler også den generelle tendens på det finansielle marked, hvor banker, pengeinstitutter og andre långivere har været mere tilbageholdende med udlån og derfor stiller skærpede krav for låntager. Samlet set kan faldet i Z-scoren dog få indflydelse på de vilkår Rockwool har med deres långivere, idet nogle af dem kan stille skærpede krav eller kræve øget sikkerhed for deres engagement. Ligeledes kan faldet medføre ændringer i rentesatser.

9.1.2.2 Branche generelt

Branchen for isolerings materiale er særdels konjunkturfølsom. Denne branche, samt bygge og anlæg har været stærkt medtaget af nedgang i markedet og finanskrisen. Dette ses både i lavere vækst samt dårligere indtjening i denne periode. Byggebranchen gik i stå under finanskrisen, hvor antallet af nybyggerier faldt voldsomt og tilsvarende gjorde sig gældende for antallet af renoveringer. Dette påvirkede isoleringsbranchen der pludselig ikke kunne få afsat sine produkter, og flere producenter af isolering havde i en periode overkapacitet på nogle af deres fabrikker. Dette har også været tilfældet for Rockwool, der som følge af faldende aktivitetsniveau på grund af finanskrisen lukkede fabrikken i Gogánfa i Ungarn i 2008. Før finanskrisen var der flere producenter som havde underkapacitet til overkapacitet. Lukningen af ovenstående blev foretaget for at optimere produktionen og opveje den faldende aktivitet.

Det er min vurdering at Rockwool står nu i den svære situation at de på nogle markeder ikke udnytter deres produktion optimalt. Det virker som Rockwool igen har underkapacitet i nogle områder ligesom før finanskrisen. Dog er der samtidig områder hvor, at de har svært ved at følge med. Underkapacitet er selvfølgelig ikke optimalt, men vel en klar indikator af selskabet er i vækst på trods af svære tider. Det er en svær situation Rockwool står i, da mange af deres produktionsanlæg er geografisk placeret i markeder der i øjeblikket kun har lav vækst.

Rockwools konjunkturfølsomhed kan også ses på kursudviklingen over året, hvor kursen svinger meget. Ligeledes har kursen reageret forholdsvist merkant, selv på informationer fra andre brancher som ikke direkte kunne knyttes til Rockwool.

Kursudvikling af Rockwool International B



Figur 10 – Kursudvikling af Rockwool over en 3 årig periode. Kilde: Børsen⁴⁶

Af ovenstående figur ses det tydeligt, at kursen svinger meget over perioden. Ligeledes at den er faldet kraftigt hen mod slutningen af 2011, hvilket kan skyldes at det var der gældskrisen afløste tidligere finanskrisen.

9.1.2.3 Råvarer

9.1.2.4 Koks

Prisstigninger på koks, vil give øgede omkostninger til produktionen. Endvidere kan de generelle stigninger på opvarmning, brændsel og energi medføre øget efterspørgsel på koks fra andre produktionsvirksomheder, der vælger at gå over til koks, i stedet for at fortsætte med bruge det de nu bruger. "Tidligere blev koks brugt som et pålideligt og forholdsvis billigt brændsel, som dannede få slagger og kun lidt aske. Sammen med tørv blev det af samme grund tidligere betragtet som et "fattigmandsbrændsel", og med de stigende priser på opvarmning kan koksene forventes at få ny aktualitet."⁴⁷ Det kan betyde at Rockwool får mere konkurrence i forhold til koksen, og det kan medføre, at nogle af de fordelagtige betingelser i kontrakterne fremadrettet bliver mindre gode, samt at det ikke er sikkert at der længere kan opnås de ønskede mængde som førhen.

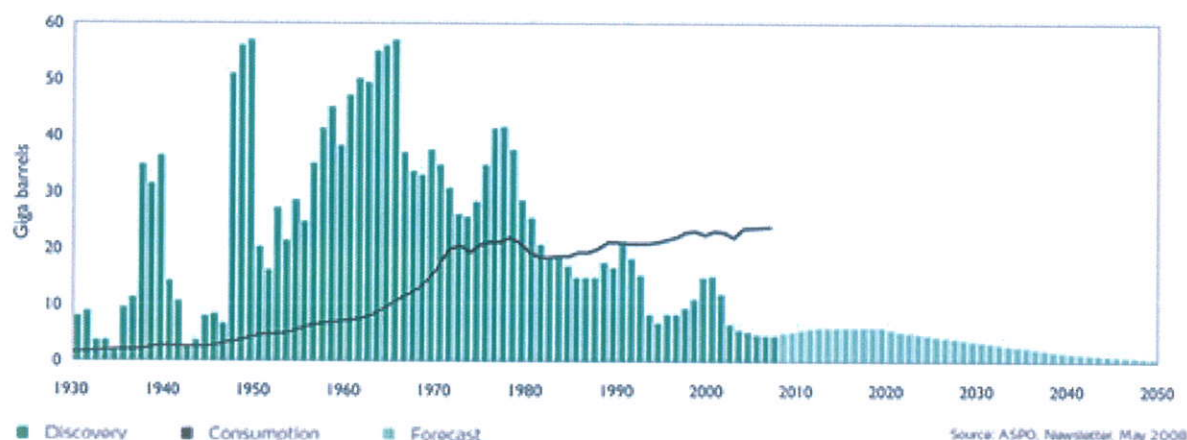
9.1.2.5 Olie

Udviklingen i oliepriserne har indflydelse på indtjeningen af isoleringsprodukterne.

⁴⁶ Dags print august 2012 http://borsen.dk/kurser/virksomhedsside/rockwool_international_b.html

⁴⁷ <http://da.wikipedia.org/wiki/Koks>

En post som især er følsom overfor ændringer er transporten. Rockwool bruger rigtig mange penge på transport af både råvarer og hjælpe materialer, men også på at transportere deres færdige produkter. Ligeledes er der produktionen i sig selv som også må bruge noget olie. Med udmeldinger om at oliereserverne i nogle områder er ved, at slippe op. Vil det få priserne til at stige. Derudover kommer der også væsentlig flere afgifter på olien. Dette betyder meromkostninger til Rockwool på især områder til transport og produktion. Ikke alle af disse vil kunne tillægges prisen, og derved føres over på kunderne, men vil i stedet blive en ekstra omkostning.



Figur 11- Olieudvikling⁴⁸

I takt med at oliereserverne bliver mindre får det også flere til, at finde alternative løsninger, samt forbedret energiudnyttelse. Dette kan have en positiv effekt på Rockwool, da det medføre øget fokus på at energieffektivisere og udnyttelse af ressourcerne, hvilket Rockwools isoleringsprodukter i mange tilfælde kan hjælpe med.

Lande som Rusland har før i tiden ikke haft det helt store fokus på miljø og energiudnyttelse. Landet har selv været fint forsynet med olieressourcer, og har derfor bare brugt løs, da olieproduktionen samtidig har skabt masser af arbejdspladser. Tilsvarende er gældende for nogle af de arabiske olielande. Dette er ikke et marked som Rockwool i dag har meget aktivitet i, men kunne i fremtiden være et spændende marked at trænge ind på. Dog skal der for at dette bliver en succes ændres markant på opfattelsen af olien som en knapressource, samt øget fokus på bedre udnyttelsen af den. Nogle af olie landene bruger fortsat olien som de altid har gjort, fordi de har den, andre har ændret opfattelsen og blevet mere miljøbevidste med det. Rusland er et land som

⁴⁸ <http://www.rockwool.com/energy+efficiency/why+save+energy>

efterhånden har ændret mentalitet med hensyn til olieforbruget og anvendelsen af olien, og også et land som vil tænke på miljøet. Ruslands ændrede mentalitet i forhold til olien, har allerede skabt stor vækst og stigende oliepriser vil medføre større efterspørgsel på isolering. Rigtig mange af bygningerne i Rusland og Østeuropa bærer nemlig præg af lidt eller helt manglende isolering, til gengæld er der i nogle af især de gamle bygning virkelig tykke murer.

Dog er det min opfattelse, at såfremt oliepriserne i stedet for, at stige faldt merkant, vil lande som Rusland ikke være mere moralske korrekte end at falde tilbage og gøre som man altid har gjort, og bare fyre løs.

9.1.2.6 Energipriser

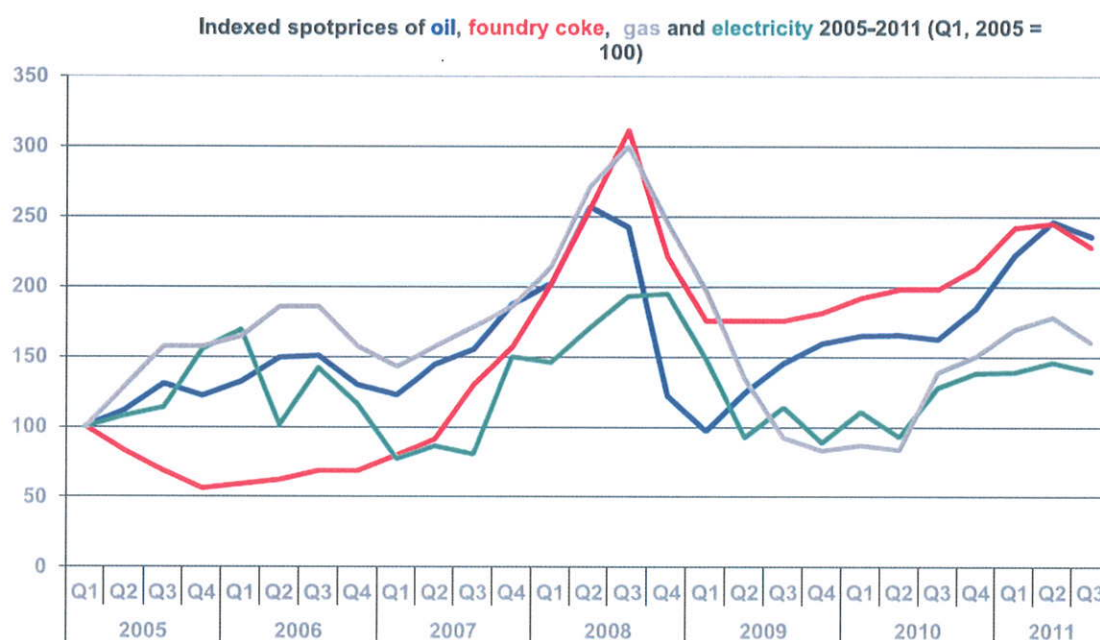
Generelt er priserne på energi steget de senere år og vil nok stige endnu mere med øget energiafgifter og større fokus på energieffektivisering og miljø, både her i Danmark og resten af verden. Energistigningerne rammer alle former for energi f.eks. strøm, gas, el, vand og varme, dog sådan, at de som udleder mest forurening også bliver dyrest at bruge. Dette skulle få flere til at vælge mere vedvarende og miljørigtig energi og ligeledes tænke på at energieffektivisere. Stigende energiafgifter, vil i særdeleshed påvirke Rockwool. Selvom Rockwool i forhold til nogle af energi leverandørerne laver lange kontrakter, vil det have en negativ effekt på selve produktionsomkostningerne, da de bliver dyrere. Nogle af stigningerne vil kunne føres videre over på kunderne, men så er der risiko for, at blive svækket prismæssigt overfor konkurrenterne. Dog vil energistigningerne også ramme mange af konkurrenterne på samme måde, da de har samme udfordringer. Måske som følge af disse udsigter har Rockwool taget konsekvensen heraf, med hjælp af egen medicin.

Da energistigningerne er noget der er en del af de globale miljøpolitik, er det ikke sådan noget man lige kan søge udenom, eller det burde det i hvert fald ikke være. Det skal være ens for alle. Jeg er dog lidt usikker på om denne tanke også gælder i praksis. Ved ikke om de enkelte lande selv kan fastsætte stigningerne og hvor strikse de er til, at opkræve dem. Sådan som den økonomiske situation er i Europa, kunne man godt frist til at tro at der var nogle som for at komme hurtigere ud af krisen, var tilbageholdende med at indføre stigningerne eller ikke satte dem så højt, således at deres lande vil kunne fremstå som mere konkurrencedygtige med prisen tilnærmelsesvis uændret, i forhold til konkurrenterne. Det vil være en kortsigtet løsning for disse lande, men absolut også en trussel, hvilket så vil betyde, at placering af fabrikker.

produktionsanlæg, administration mm. Får endnu større betydning. Især hvis de hører til den energitunge del af slagsen, som Rockwool.

Paradoksalt kan øget energipriser også have modsatte effekt, og derved give en positiv påvirkning på Rockwool. Jeg er faktisk mest tilbøjelig til, at sige, at den ligefrem vil være større end den negative effekt. For tanken om, at prisen på energi stiger påvirker også mig selv som forbruger og efterlader mig i med det spørgsmål, hvor kunne jeg spare? Dette er min påstand, at mange andre også får den tanke, idet øgede energipriser ikke ligefrem klinger super godt i ørene, medmindre man selvfølgelig er energileverandør. Tilsvarende gør sig gældende for virksomhederne, der har endnu højere omkostninger til energi forbundet med produktion, drift mv. Energistigningerne vil også ramme Rockwools kunder, der vil tilsvarende ønske, at reducere disse.

Udvikling af energi priser 2005 - 2011



Figur 12 – Udvikling af energi priser 2005 -2011⁴⁹

Af ovenstående figur virker det som om energipriserne er nedadgående i 3. kvartal 2011, hvilket også er tilfældet, dog er de igen steget lidt i den efterfølgende periode, så trenden man ser sidst i

⁴⁹ Kilde: Rockwool præsentation SEB Nordic 2012 s. 27

figuren er ikke helt retvisende for udviklingen efterfølgende. Syntes dog fortsat, at figuren kommer til sin ret, idet man kan se hvordan priserne på de forskellige energikilder har udviklet sig de sidste 5 år. Af figuren ses det endvidere at retningen på prisudviklingen tilnærmelsesvis følger hinanden.

9.1.2.7 Valuta

Euroen har været særdeles påvirket af finanskrisen. Ikke underligt, når hele fundamentet under den ryster. Rockwool har spredt sine likvide midler geografisk og forsøger at afbalancere indtægter og udgifter i fremmedvaluta, hvilket derved mindsker risikoen.⁵⁰ Sensitivitetsanalysen i årsrapporten har dog fortsat store udsving.

9.1.2.8 Rente

Renten på realkreditlån her i Danmark er historisk lav, hvilket den efterhånden har været et stykke tid. Flere eksperter har løbende udmeldt, at nu kunne den ikke blive lavere, hvilket dog stadig har været tilfældet. Omvendt er der stadig en masse urolighed i det finansielle marked i Europa. Den spanske obligationsrente stiger, som følge af usikkerhed i Sydeuropa, hvilket får investorerne til at flygte til mere sikre markeder mod nord, her i blandt Danmark. Det har den effekt at kursen på danske obligationer stiger på grund af den øgede efterspørgsel, når kursen stiger falder renten.

Den lave rente herhjemme burde hjælpe til, at sætte mere gang i økonomien, da det er billigt at låne. Dette er dog ikke helt tilfældet, idet folk i stedet for at gå ud og investere pengene, generelt er tilbageholdende og vælger at spare op. Derudover har bankerne kraftigt begrænset mulighederne for, at optage lån. De kræver øget sikkerhed og kravene bliver generelt skærpet og mere strikse.

Så længe at renterne i Sydeuropa fortsat er høje, bremser det den økonomiske vækst i disse områder, og trækker resten af verden med ned. Det gør det så heller ikke bedre, at bankerne har lukket kassen i og kun i begrænset omfang giver mulighed for, at optage nye lån.

9.1.2.9 Arbejdsløshed

Arbejdsløsheden er steget kraftigt i årene under finanskrisen. Byggebranchen er nok en af de brancher som har været hårdest ramt, hvilket direkte har haft indflydelse på Rockwools salg.

⁵⁰ Årsrapport 2011 s. 48 og 49

9.1.2.10 Aktivitet (trends)

For store dele af Europa forventes der kun begrænset eller nul vækst, det næste års tid. Alt efter hvem man spørger er optimismen ret forskellig. Udtalelser fra eksperter siger at finans- og gældskrise har sendt Europa flere år tilbage vækstmæssigt. Det vil tage noget tid at komme på ret køl igen, hvor lang tid er eksperterne dog meget uenige om.

Hele det finansielle marked er fortsat præget af uro og usikkerhed. Man kan ikke rigtig stole på eksperternes udmeldinger, da de alle peger i forskellig retning, ligeledes er der også en del af dem som også selv løbende skifter mening. Overordnet må det dog siges, at der så småt er ved at komme lidt mere ro på markedet, men det er endnu kun de spæde skridt der er lang vej igen. Politikerne gør sit for at igangsætte bæredygtig energi udvikling, med øgede tilskud og lovgivning. Desuden hjælper det også på markedet at ECB, den europæiske centralbank er gået ind i sagen og flere forventer, at det vil skabe ro.

9.1.3 Sociale forhold (adfærd)

9.1.3.1 Miljø og klima

Verden over er et af de helt store politiske emner miljø. Med en truende globalopvarmning er der kommet endnu mere fokus på området. Det er vigtigt, at tænke miljøbevidst. Det er hipt at tænke på miljøet og verden generelt. Dette gælder ikke kun for lille Danmark, hvor vi generelt i gennem tiden har været gode til at tænke på miljøet og på flere punkter været et forbillede for andre lande. Blandt andet i gennem brug af alternativ energi, øget økologi og genbrug.

Denne adfærd og øget fokus påvirker slutbrugerne, der gerne vil være med til, at bidrage til et bedre klima og miljø. I deres valg af isolering kan de få følelse af at være med til at hjælpe, så de af omverden anses som ansvarlige og miljøbevidste. Desuden belønner det sig rent økonomisk. Desuden får det måske slutbrugerne til at tænke mere langsigtet og betragte omkostningerne til at isolere miljørigt, som en investering der dels kan begrænse/reducere det samlede energi forbrug i hustanden og således også være med til at begrænse også både nu og fremadrettet og tilmed på sigt tjene sig selv hjem i kr. og øre.

9.1.3.2 Købsadfærd under finanskrisen og lav konjunktur

Under en finanskrisen er det dog ikke typisk, at folk går ud og investere i store ombygninger og ny byggerier, da fremtiden er usikker og økonomien i forvejen kan være presset. Generelt er

investorerne mere tilbageholdende og forsigtige. Mange vælger at spare op i stedet for at investere. Denne tilbageholdenhed og forsigtighed spreder sig som ringe i vandet og medføre, at flere følger samme eksempel, idet det er risikabelt at foretage investeringen, da markedet er så usikkert. Produktionsvirksomhederne nedsætter forventningerne og skære måske ned på produktionen, da de skal kunne afsætte det efterfølgende. Investorerne følger efter ved af sælge ud af aktier, da de ikke længere mener, at aktien kan give det tidligere forventede afkast.

Det er en ond selvforstærkende spiral, at komme ind i, da nedskæring i virksomhederne betyder mindre aktivitet, faldende pengestrømme, flere fyringer, dårlig omtale, færre investorer, mindre nye midler at gøre brug af, hvilket måske igen medfører fyringer og afskedigelse af personale. De afskedigede og arbejdsløse, vil nok i flere tilfælde selv skære lidt ned på deres privatforbrug, idet der ikke længere er helt så mange penge, at gøre godt med som tidligere, desuden kan det blive svært, at få arbejde igen, da der er mange om udbuddet.

Dog kan der argumenteres for, at det især er de kortsigtede investeringer samt forbrugsgoder der bliver fravalgt under krisetider, dog vil dette også påvirke efterspørgslen af isolering. Det er min vurdering, at køb af isoleringsprodukter primært bliver foretaget ud fra en langsigtet vurdering. Overordnet er der to situationer som bringer spørgsmålet frem om isolering, nybyggeri og renovering, herunder udskiftning og effektivisering.

I den private husholdning, hvor økonomien måske i forvejen er lidt presset, vil en post som isolering hurtigt blive nedprioriteret, selvom det efter få år ville have kunne betale sig, at have prioriteret anderledes. Her bliver selv de langsigtede investeringer tilsidesat, fordi det er svært nok at få mad på bordet og betale de faste udgifter. Der er i privatbudgettet ikke luft til opsparing og større investeringer.

Adfærd hos aktieinvestor

Aktier der bygger på langsigtede investeringer og som samtidig er meget konjunkturfølsomme vil under en finanskrisen vurderes mere risikable, da der kan være stor usikkerhed med den fremtidige udvikling. Dette forhold kan påvirke omsætteligheden af aktien, idet efterspørgslen falder og udbuddet bliver større, fordi flere sælger ud, for ikke at lide tab og andre igen tilbageholdende med køb. Det vil få kursen på aktien til at falde. Det betyder at en investor som i

princippet burde tænke langsigtet under en finanskrisen har en væsentlig kortere horisont, når det gælder aktier. Det virker jo bagvendt i forhold til den generelle tendens. Dog har de det fælles træk, at de er mere forsigtige og nervøse, hvilket også afspejler markedet.

Rockwool aktien må komme ind under denne kategori, idet selskabet fremadrettet har rigtig gode muligheder, men samtidig bliver påvirket af en masse eksterne faktorer. Som forholdene er i øjeblikket er der endvidere stor usikkerhed hvordan udviklingen bliver og hvor lang tid det tager at komme over finanskrisen. Ligeledes er der flere af de eksterne faktorer som peger i hver sin retning, hvilket er med til at øge usikkerheden.

Energi effektivisering

Fakta

Bygninger står for 41 % af al energiforbruget i EU, herudover stammer 33 % fra transport og 26 % fra industri. 2/3 af energiforbruget i bygningerne skyldes opvarmning og køling. Mellem 70 - 90 % af en bygningens energiforbrug kan reduceres med den rigtige isolering.⁵¹

”Energi effektivisering er den hurtigste, billigste og vigtigste løsning også er den forbundet med en masse fordele og ingen ulemper.” Sådan udtaler direktør af WWF (World Wide Fund for Nature), Kim Carstensen⁵²

Jens Lausten fra IEA (International Energy Agency) siger ” ved at forbedre effektiviteten i bygningerne, vinder forbrugerne fordi de reducere deres omkostninger til brændsel og opnår et forbedret indeklima. Virksomhederne vinder fordi energi effektivisering skaber millioner af job. Regeringen vinder fordi energi effektiviseringer gør det lettere at nå miljø politiske mål, det hjælper med at sikre energikilderne, det stimulerer deres økonomi og beskæftigelse og forbedre folkesundheden. Mange regeringer ser et stort investeringsbehov, for at kunne forsyne borgerne med nok energi. Nogle af disse investeringer kan blive foretaget omkostningseffektivt ved at spille mindre energi.”⁵³ Det at energi effektivisere er en Win – Win for alle parter.

⁵¹ <http://www.rockwool.com/energy+efficiency/energy+efficiency+in+buildings>

⁵² Rockwool, Press Release COP15, December 2009

http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Energy%20Efficiency/Library/UN_Climate_Summit_COP15/Press_COP15_EnergyWasteInBuildingsCanBeCut_Dec2009.pdf

⁵³ Rockwool, Press Release COP15, December 2009

http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Energy%20Efficiency/Library/UN_Climate_Summit_COP15/Press_COP15_EnergyWasteInBuildingsCanBeCut_Dec2009.pdf

Rockwools egne tiltag på de eksterne faktorer

Rockwool er virksomhed som i særdelshed er påvirket af omverdens eksterne faktorer. Flere af disse faktorer kan Rockwool ikke selv gøre noget ved, da de bygger på beslutninger udfra. I stedet for bare at lade ændringer i disse faktorer gå hen over hoved på Rockwool, er det noget som nøje følges og der bliver løbende taget stilling til hvordan Rockwool skal agere på disse ændringer og evt. tilpasse sig disse. Rockwool virker som de er gode til, at tilpasse sig og bruger ændringerne i omverden til noget konstruktivt og derved drager glæde af dem. I stedet for kun at se ændringerne dem som en ekstra byrde og noget negativt ses der ofte muligheder. Det er en særdels god egenskab, at besidde eftersom en umiddelbar dårlig påvirkning kan vendes til noget som faktisk gavner virksomheden.

F.eks. kan nævnes at som følge af de øgede energi tiltag med energieffektivisering, valgte selskabet at energirenovere sit eget hovedkontor i Hedehusene, på den måde fik selskabet en masse positiv omtale og der blev gjort opmærksom på selskabets produkter allerede før at tiltagene rigtig er trådt i kraft. Udadtill virker det særdeles stærkt både som salgsargument, men også i forhold til troværdigheden overfor selskabet og dets produkter. Ligeledes er det en fremragende måde at få Navn og produkt eksponeret til omverden også.

Rockwool har ligeledes forsøgt, at påvirke politikerne i forhold til den miljøpolitik, de fører og i forhold til den retningslinje der skal være gældende for hele EU. Dette er sket ved at være med som sparingspartner for politikerne, der således har kunnet trække på brugbar viden og information fra Rockwool. Ligeledes har det givet mulighed for Rockwool, at præsentere sine produkter og komme med konkrete løsningsforslag på eventuelle områder og ikke mindst være med til at sætte sit præg og fodastryk på debatten. Ydermere har Rockwool hele tiden en vigtig finger på pulsen og ved hvad der sker og rører sig både i og udenfor andedammen.

Rockwool har ligesom mange andre virksomheder også brugt finanskisen til at trimme virksomheden endnu mere, og dermed ruste sig når markedet igen vækster.

Rockwool går aktivt ind og forsøger på flere områder at påvirke beslutningerne fra den eksterne omverden. Dette sker ved at deltage der, hvor nogle af de væsentlige beslutninger foretages.

Desuden gør man brug af de vigtige netværk koncernen har til det øvrige erhvervsliv, samarbejdspartner, kunder, leverandører mm.

I og med at Rockwool også tager så aktiv deltagelse og involvere sig i omverden, giver det også virksomheden gode muligheder for at opsnappe faktorer som vil påvirke Rockwool allerede på et tidligt stadie. Jo hurtigere man får kendskab til disse faktorer, jo hurtigere kan der også reageres på dem.

9.1.4 **Finanskrise**

Hvis man skal have de positive briller på er en finanskrise også med til, at rydde ud mellem de sunde og dårlige i marked. Under højkonjunktur, vil det være lettere, at overleve som en dårlig eller mindre god virksomhed, da der er masser at lave og stor efterspørgsel. Omvendt under en lav konjunktur her er der mere konkurrence om de enkelte opgaver, fordi her der efterspørgslen mindre.

Flere steder bliver der større fokus på, at optimere og spare, både på det strategiske og praktiske niveau, hvor der skal skæres ned på alt det som måske er overflødigt og som kan undværes. Dette gælder såvel i virksomhederne, men også i den private husholdning. Og tilsvarende for både de professionelle og private investorer.

For at vende denne udvikling og trend i adfærd kræver det mere end hårdt arbejde. Det er ikke kun et problem for de enkelte virksomheder og brancher, men et samfundsmæssigt problem, både lokalt og globalt.

Effekten for den enkelte er svær at se, og det kan være risikabelt at gå imod strømmen. Det er ikke nok selv, at forsøge. Der skal løftes i flok for, at ændre adfærd.

En undersøgelse foretaget af Ritzau Finans siger at "Danske regnskaber er trykket af gældskrisen. Status for regnskabssæsonen for 2011 er, at de danske selskaber er blevet mere produktive og har på flere områder rationaliseret og øget deres produktivitet, men at den europæiske krise har holdt toplinefremgangen helt i bund."⁵⁴

⁵⁴ <http://www.business.dk/investor/danske-regnskaber-trykket-af-gaeldskrisen>

Det kan have positiv effekt, at flere vælger, at spare op i forhold til, at fortsætte med at bruge deres midler med det samme. Dette er med til at rykke forbrug og investering til mere langsigtede alternativer, i forhold til den kortsigtede praksis, der især under højkonjunktur har været på områder indenfor forbrugsgoder. Det øget fokus på langsigtede investeringer, er et plus for byggebranchen, da man umiddelbart skulle tro, at folk så ville få et øget incitament til, at bruge noget af deres opsparing på større udskiftninger eller vedligeholdelser, der på sigt vil spare sig selv hjem og måske også gave miljøet. Det kunne eksempelvis ske med bedre isolering, der fredrettet kan give en besparelse på det daglige forbrug. Boligen er et område, som folk gerne passer på, eftersom den typisk udgør en stor post og tilsvarende er noget der bruges over længere tid.

Problemet er så, at det kræver, at der er noget, at spare op af. Mange har under finanskrisen været nødsaget til, at skære ned på forbruget, for at klare sig. Det gælder både privat personer som erhverv. Virksomhederne har skåret deres omkostninger ind til benet, hvilket bl.a. har medført flere fyringer. Arbejdsløsheden er steget og dem uden arbejde har haft svært ved, at finde noget nyt, udvalget af nye potentielle medarbejdere er vokset og der skal måske lægges flere ressourcer i at finde de gode af dem.

De der har mulighed, for at spare op og foretage nogle mere langsigtede investeringer, har i flere tilfælde sparet yderlig op eller nedbragt gæld. I stedet for, at investere, er de blevet forsigtige og gemmer pengene. Det er ligeledes, vigtigt at disse opsparede midler investeres eller bruges på et tidspunkt, hvis de bare ligger under hovedpuden, bidrager de jo ikke til øget vækst og velstand. Opsparingerne skal ud og arbejde, sætte gang i ny projekter, som så kan få gang i hjulene igen.

Tror der ligger noget grundlæggende i vores menneskelige natur, der gør, at vi helst ikke vil skille os for meget ud i visse henseender, og ligeledes er påpasselige med nye ting. Der er de færreste som vil/ tør stå frem og fortælle, at de forventer, at det går rigtig godt fremadrettet, når alle andre siger det stik modsatte. Ingen har lyst til at fremstå som en naiv, optimistisk jubelidiot, der ingen situationsfornemmelse har. Eller som et stort fjols, når det så går galt. Her er det væsentlig lettere, at følge den generelle trend og det som de andre gør, lidt alé lemming effekt. Når det så er sagt, skal det understreges, at det oftest er dem som tør, at tænke anderledes og gå foran, der skaber væksten, iværksætterne. Hænger også sammen med, at vi som mennesker er risikoaverse, der ikke bryder os om risiko.

Generelt kan man sige at markedet fortsat er meget usikkert, både for erhverv og private. Denne usikkerhed er med til, at folk er tilbageholdende og forsigtige med investeringer. Samtidig er risikovilligheden også ændret markant i forhold til tidligere, hvor der var forbrugsfest, og nærmest ubegrænsede muligheder for, at finde lånefinansiering. Friværdien i bolig blev belånt til maks, og i nogle tilfælde over begge skorstene, da der var mulighed for det.

Finanskrisen har efter min mening ikke udelukkende været en skidt ting, idet der bliver ryddet godt op i markedet, og de svage bliver skilt fra. Det giver et mere effektivt marked og skaber øget konkurrence, hvilket er til gavn for slutbrugerne, der kan få mere for deres penge i sidste ende. Set med Rockwools øjne har finanskrisen været med til at trimme virksomheden yderligere. Så de står stærkere overfor konkurrenterne, ligeledes har man udvidet med nye fabrikker for at udvide kapaciteten, selskabet har også vundet markedsandele på nogle af markederne. Finanskrisen har ikke kun ramt Rockwool, konkurrenterne er også blevet ramt og det er ikke sikkert, at de har været lige så rustede til at overleve, eller for den sags skyld at den ikke har ramt dem hårdere. Så Rockwool nu står styrket i forhold til dem inden krisen. Modsatte er selvfølgelig også en mulighed med det er ikke min vurdering. Finanskrisen har uden tvivl gjort ondt på Rockwool, men selskabet har fortsat øget omsætningen og kommer ud med et positivt resultat.

Jeg antager, at udviklingen i byggebranchen, samtidig er en god indikator for hvordan udviklingen indenfor isolering er og vil mene, at de følger hinanden. Jeg vil mene de er korrelaterede og følger samme udvikling. Antagelsen bunder i, at når der etableres nybyggerier er der også behov for ny isolering til disse. Tilsvarende vil udskiftning, reparation og vedligeholdelse af bygningerne også bidrage til øget aktivitet for byggebranchen, idet de får mere, at lave. Her vil nogle af materialerne også være i form af ny og bedre isolering, for at fremtidssikre bygningen. Altså hvis det går godt for den ene part vil det også skabe øget aktivitet hos den anden.

9.1.5 **Teknologi**

Nye teknologier inden for komprimering, hvilket vil medføre bedre transport.

Bedre udnyttelse af råstoffer og ressourcer

Ny teknologi og viden

Omvendt isolering, hvor opgaven er at sikre nedkøling

Større fokus og opmærksomhed af brandsikkerhed efter store brande i bygninger -> skrappe krav. Dårlig isolering kan medføre at evt. brand breder sig hurtigere og ligeledes bliver svære at slukke.

10. Brancheanalyse

Konkurrence intensitet

10.1 Porters Five Forces

Porters Five Forces er et godt analyse værktøj, når konkurrence intensiteten i en branche skal vurderes. Nedenfor

10.1.1 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Rockwool International er afhængig af deres leverandører af blandt andet koks, el, gas og brændsel. Uden disse leverandører af energikilder vil produktionen ikke kunne køre. De store produktionsanlæg, hvor stenulden produceres er meget energikrævende, idet selve processen med, at udvinde stenulden kræver en ekstrem varmeudvikling.

Antallet af leverandører og udbydere af energikilder er relativt stort, men det er stadig en knap ressource. Placeringen af disse udbydere har væsentlig betydning, idet der skal være adgang til energikilderne fra de forskellige produktionsanlæg rundt om i verden. Hvilket er med til at begrænse antallet af relevante leverandører, da lang afstand både gør transport og produktion meget mere besværlig og mere omkostningskrævende. Derudover er det ikke alle leverandører som har ressourcer til, at levere de mængder af energikilder som er nødvendig, for at kunne køre og opretholde produktionen for Rockwools produktionsanlæg. Så det er tænkeligt, at flere af produktionsanlæggene ikke kun er afhængige af en energikilde, men får tilført energi fra flere leverandører. Dette giver en begrænsning i leverandørerne, da de skal have en vis kapacitet for, at kunne levere den ønskede mængde af energi.

Som følge af, at placering og kapacitet har så væsentlig indflydelse på, hvilke leverandører af energikilder Rockwool kan anvende begrænser kraftigt antallet af relevante leverandører. Det betyder, at antallet således ikke er stort alligevel, men derimod lavt.

Jeg vil dog mene, at disse leverandørers forhandlingsstyrke er relativ god, det er ikke sådan lige, at flytte et helt produktionsanlæg, når det først er etableret. Desuden er det vanskeligt, at

erstatte energikilden til andre. Eftersom kraftværkerne mm. sjældent ligger klods op ad hinanden, så vil et skift ofte fører til enten øget transport eller store omkostninger med, at etablere nye forbindelser af rør, kabler, ledninger og etc. Der kan lede energikilden. Desuden vil leverandørerne af disse energikilder også være tilpas store, så deres forhandlingsstyrke i flere tilfælde matche Rockwools.

Dog vil både Rockwool og leverandørerne have glæde af samarbejdet og måske endda være så afhængige af hinanden, at den ene ikke ville kunne holde produktion og aktivitet oppe uden den andens eksistens. Rockwool vil ikke være i stand til, at køre produktionen uden energi iform af bl.a. strøm, brændsel eller koks. Tilsvarende vil leverandøren af disse energikilder måske have en stor mængde af energi som de ikke vil kunne få afsat, såfremt Rockwool ikke aftog dem. Det vil betyde at disse leverandører skulle sætte deres produktion ned og måske afskedige folk, eller i værste fald lukke, hvis Rockwool var deres største kunde og uden, ville de ikke kunne få afsat ligeså meget energi.

Leverandørerne af energikilder kan deles op i to klasser, den ene hvor de er mindre leverandører med små anlæg, og fjerne placeringer lang væk fra andre aftager, hvor der måske tilmed skal flere energikilder til for, at kunne opfylde Rockwool efterspørgsel og så de store der selv er eneleverandør af energikilde til Rockwool og som måske samtidig har flere andre store aftagere.

I de situationer, hvor der skal flere mindre leverandører til, har Rockwool klart en stor forhandlingsstyrke, hvor der kan aftales nogle fordelagtige kontrakter over for de enkelte. Her vil det mest tænkelige være, at leverandørerne i større omfang vil konkurrer mod hinanden end, at hjælpe hinanden, hvilket vil være til Rockwools fordel. Desuden er de mere sårbare såfremt Rockwool finder en anden leverandør eller bliver selvforsynende, da en stor del af deres produktion så ikke har aftagere i samme størrelses orden. Deres placering kan gøre, at det tilmed er svært for dem at finde nye aftagere eller at det vil blive dyrt for dem at etablere forbindelsen.

For de større leverandører er forhandlingsstyrken mere lige, og de vil i nogle situationer være i stand til at presse Rockwool og i nogle tilfælde endda have bedre forhandlingsstyrke. Ligeledes vil de have mulighed for, at finde andre aftagere til deres produktion. Det kan være med til, at

øge konkurrencen også skal Rockwool konkurrer med andre store produktionsvirksomheder om energikilderne.

Alternativt er det for sten og koks leverandørerne der ikke i samme omfang har andre aftager i samme størrelses orden som Rockwool. Desuden er deres produkter rettet mod en mere snæver målgruppe. Der er f.eks. flere der kan bruge strøm og el end der er som kan bruge sten og koks. De er på den måde mere afhængig af Rockwool. Sten til udvinding af stenuld til Rockwools isoleringsmateriale, kan ikke erstattes i produktionen. Der er mange leverandører og sten anses ikke som en knap ressource, på trods af at det er et naturprodukt, dette betyder at forhandlingsstyrken hos leverandørerne af sten er lille. Koks er ligeledes også et naturprodukt, der heller ikke pt. anses som at være en knapressource. Antallet af leverandører vurderes at være mindre end for sten, men det har ingen indflydelse på forhandlingsstyrken som også her anses som lav.

Rockwool er afhængig af transportleverandørerne, der er dog mange transportfirmaer og hårdkonkurrence imellem dem, Rockwool vurderes derfor at have en god forhandlingsstyrke overfor transport og fragt firmaerne.

10.1.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderne til Rockwools produkter er hovedsageligt grossister, professionelle indkøber til byggemarkeder og entreprenører. Det gør forhandlingsstyrken hos kunderne større idet de er bedre organiseret og kan købe ind fra en fælles indkøbsafdeling. De har derfor mulighed for at foretaget langt større indkøb i større ordre, hvilket betyder at de har større forhandlingsstyrke i forhandling om blandt andet pris og mængde, samt leveringsbetingelser. Dette kan påvirke indtjeningen, da det f.eks. kan blive nødvendigt at afgive rabat for at få orden eller afstå ordre fra andre fordi der kun er begrænset med færdig producerede produkter til rådighed som kan leveres indenfor den ønskede tid. Ligeledes er det professionelle indkøbere de sidder overfor, hvilket gør at de kender gamet og grundigt sat ind forholdene ved produkterne, markeder ol. Det betyder selvfølgelig også at de i kender priserne, og ved hvor meget de kan presse prisen for at ordren alligevel kommer igennem. Omvendt har Rockwool også en professionel salgsafdeling som ligeledes er, vandt til disse forhandlinger og ved hvor de tilsvarende kan presse og påvirke kunderne. Rockwool sælger kun i meget begrænset omfang direkte til slutbrugeren, og må på den måde betegnes som en Business – to – Business. virksomhed. Alt afhængig af grossistens

størrelse vil forhandlingsstyrken hælde lidt til den ene side. Alt i alt vil jeg vurdere forhandlingsstyrken hos de to parter næsten er lige, dog med en lille overvægt til kunderne, idet at de i sidste ende er altafgørende for Rockwools videre eksistens. På kunde området kan der dog også indgås kontrakter som kan sikre en fast antager af Rockwools produkter, til fordel for både Rockwool og kunden. Eksempler på forhandlere i Danmark kan nævnes Silvan, XL-byg, Bygma, STARK og række trælasthandler og byggefirmaer.⁵⁵ I USA har Rockwool fået en stor distributionsaftale med byggemarkedskæden LOWE'S.⁵⁶

10.1.3 Adgangsbarriere

Branchen for produktion og salg af stenuld, er en branche med store adgangs barrierer. Det er en branche som det er svært at komme ind i som ny udbyder. Dels på grund af det store produktionsanlæg selve produktionen kræver samt knowhow til udvinding af stenulden. Produktionsanlæggende er kapitaltunge i både oprettelse og daglig drift. I de fleste tilfælde skal der næsten oprettes en ny fabrik, såfremt en allerede etableret fabrik ikke kan tilpasses, men oftest vil selv et overtaget produktionsanlæg fra andre brancher, skulle tilpasses eller bygges om for at kunne udvinde stenulden. Alt dette kræver kapital og finansiering. Her har Rockwool en stor fordel som allerede eksisterende i branchen, idet der allerede er opbygget en solid egenkapital så det er muligt med noget selvfinansiering uden at eksterne långivere skal give lån og finansiering. Selv i de tilfælde hvor Rockwool skal ud og finde ny långiver og finansiering, vil de have en fordel i at allerede være eksisterende i branchen, eftersom selskabet har en forhistorie som der kan tages med i betragtningerne og som vurderingen måles og vurderes i forhold til. En ny indtrænger vil efter min mening have svære ved at opnå den ønskede finansiering, da de skal overbevise långiver om, at deres produkt kan konkurrer med de allerede eksisterende konkurrenters som allerede er i branchen, desuden har de ikke noget som virksomheden kan måles på i samme omfang, da det ingen forhistorie har i forhold til produktion og udvinding af stenuld. Her er beslutningerne i større omfang afhængig af nogle ideer og forventninger, men ikke noget der konkret kan måles. Så der vil alt andet lige skulle tillægges en risikotillæg for denne usikkerhed.

Desuden kræver produktionen og udvindingen af stenuld en masse knowhow, som Rockwool igennem tiden har oparbejdet og videreudviklet. En ny udbydere skulle kunne matche de allerede

⁵⁵ <http://www.rockwool.dk/r%C3%A5dgivning/for+private/find+din+n%C3%A6rmeste+forhandler>

⁵⁶ Rockwool/dir: Den grønne dagsorden lever Penge & Privatøkonomi 6. juli 2011 + <http://www.lowes.com/>

eksisterende konkurrenters produkter i et tilstrækkeligt og godt omfang for, at kunne komme ind på samme marked. Dette vil fra en udefra kommende kræve en masse i udvikling og forskning som Rockwool allerede har foretaget. Det betyder at Rockwool langt hen ad vejen vil være et godt skridt foran, med hensyn til udvikling og forskning. Flere af de resultater som de nye indtrængere opnår, er måske allerede kendte af Rockwool, som der således ikke skal bruge ressourcer på at komme til disse, men allerede er langt i den videre udvikling. Selve produkterne og produktionsmetoder vil med tiden jo selvfølgelig kunne kopieres af konkurrenter og nye indtrængere på marked, men dette vil være en dyr proces og ikke sikkert at de vil opnå den ønskede effekt.

Udover stort kapitalkrav og knowhow, er der en masse lovgivning nye indtrængere skal sætte sig ind i. Dette er ressourcekrævende og ikke noget der tilegnes kendskab til sådan lige uden videre. Specielt indenfor miljø og teknik er der strenge krav til overholdelse af lovgivningen. Lovgivningen ændrer sig løbende indenfor disse områder og bliver mere og mere krævende for virksomhederne, at overholde og sætte sig ind i.

Der er også en indtrængnings barriere i forhold til brand.

Rockwool er herhjemme i Danmark nok det mest kendte brand indenfor isolering, både blandt fagfolk og private. Genkendeligheden er høj. Nogen vil endda straks associere ”isolering” med Rockwool uden at tænke på at der var andre producenter eller at der er mange forskellige isoleringsprodukter. Ligeledes vil jeg mene, at de fleste har et positivt forhold til produkterne fra Rockwool. Der ligger et indirekte kendskab til brandet og en underforstået anerkendelse af egenskaberne ved Rockwools produkter. Direktør for Facility & Product Support i Novo Nordisk, Claus Christensen udtaler ” Som dansk virksomhed kender vi naturligvis Rockwool varemærket i Danmark, og det er for noget godt.”⁵⁷ Udtalelsen kommer i forbindelse med, at Novo Nordisk har etableret en ny højteknologisk insulinfabrik i Kina i 2010, hvor Rockwool produkterne er brugt til en del af tagsystemet, samt generel sikring af bygningen. Ligeledes udtaler han at efter sammenligning af kvalitet og pris blev Rockwools produkter udarbejdet på fabrikken i Malaysia. Rockwool koncernen var mest konkurrencedygtig.⁵⁸

Disse faktorer er med til, at gøre det svært for nye indtrængere. Grundlæggende kan man sige, at ny indtrængere på markedet står i den situation, at langt størstedelen af deres potentielle kunder

⁵⁷ http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Publications/Newsletter/2010/News_2010_3.PDF

⁵⁸ http://www.rockwool.com/files/rockwool.com/Publications/Newsletter/2010/News_2010_3.PDF

allerede har et kendskab om ikke andet indirekte til Rockwool. Umiddelbart er dette kendskab af positiv karakter og godt omdømme. Kunder ved, at Rockwools produkter virker og kender ikke altid alternativerne.

På det udenlandske marked er konkurrencen selvfølgelig hårdere, hvor også selv Rockwool er i position som indtrænger til andre markeder. Dog med den væsentlige fordel at de allerede har et godt og veletableret brand, der er kendt verden over. Det betyder at en ny indtrænger vil selv efter at have fået etableret produktionsanlæg og startet produktion kan have svært ved, at vinde ind på markedet og få solgt deres produkter, idet Rockwool og de øvrige store konkurrenter i forvejen er kendt og måske hos flere af disse det foretrukne valg af isolering. Så brandet har især betydning overfor nye indtrængere.

10.1.4 Substituerende produkter⁵⁹

Rockwools produkter er efter min opfattelse på mange områder ret unikke i forhold til de øvrige isoleringsprodukter, hvilket gør at produktet ikke sådan lige har nogle klare substitutter.

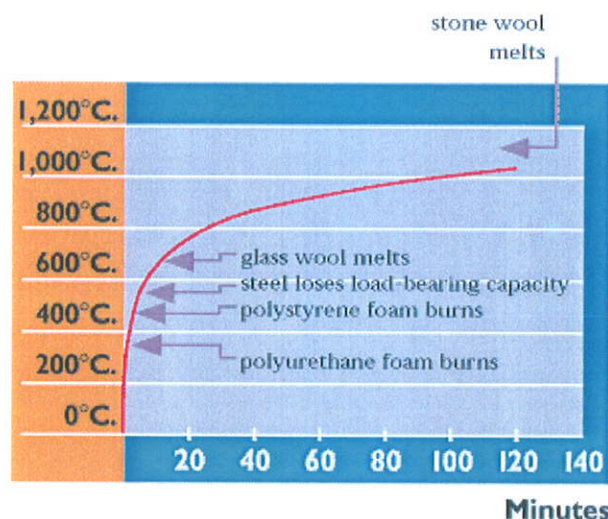
Rockwool betegner selv deres produkt som et Premiums produkt i forhold til de substituerende produkter.⁶⁰ Især Rockwools høje brandsikkerhed i deres

stenuldsprodukter, kan ikke matches af de substituerende produkter. Tilsvarende er

stenuldsprodukterne ligeledes at foretrække, når det gælder lyd og vibrationsisolering. Endvidere er stenuld det isoleringsprodukt som er mest miljøeffektivt igennem hele dets levetid. Over sin levetid sparer det 100 gange den energi der bruges til fremstilling.⁶¹

Som "almindelig" isolering er nedenstående kort beskrevet de nærmeste substituerende produkter:

Standard brand kurve ISO 834



Figur 13 – Standard brand kurve ISO 834, Kilde: Rockwool, <http://www.rockwool.com/fire+safety/fire+curve>

⁵⁹ De forskellige markedsoversiger fordelt over geografisk placering samt anvendt isolering

⁶⁰ Penge & Privatøkonomi Rockwool/dir: Den grønne dagsorden lever 6. juli 2011

⁶¹ <http://www.rockwool.dk/milj%c3%b8profil/fakta+om+rockwool+produkter>

10.1.4.1 Glasuldisolering

Glasuldisolering er det produkt som ligner Rockwools stenuldisolering mest og er det ligesom stenuld et produkt under kategorien mineraluld.

I stedet for sten bliver produktet fremstillet af glas, men ellers er udvindingsmetoden næsten den samme. Rent isoleringsmæssigt har det ca. samme egenskab som stenuld. Glasulden er lettere at komprimere, hvilket i nogle tilfælde gør den lettere at arbejde med og billigere i transport, men omvendt giver det også den nogle væsentlige begrænsninger, f.eks. gør det den mindre anvendelig som isolering af mellem dække og etage adskillelse. Den lettere komprimering gør også glasulden er mindre afvisende for fugt og vand. Endvidere har glasulden laver brandpunkt på ca. 600 grader, hvorimod stenulden først smelter over 1000 grader. Mineraluld er mere omkostningstungt og besværligt at skille sig af med end f.eks. skumplast. Til gengæld er genanvendelsen af mineraluld større og ligeledes er miljøeffektiviteten højere. På genanvendelse og miljøeffektivitet overgår stenuldsprodukterne også glasulden.

10.1.4.2 Skumplast

Har den fordel at det anvendes i ellers ufremkommelige steder, idet produktet kan indsprøjtes i f.eks. hulmurer mm. Produktet er derfor også mest anvendt til hulrumsisolering og andre mindre efterisoleringer. Produktet er fleksibelt og let at arbejde med både for fagfolk og private.

Produkterne er ofte billigere end mineraluld produkterne. Til gengæld er produkterne heller ikke ligeså miljøeffektive som mineralulden og mulighederne for genanvendelse er begrænsede. Selve isoleringsevnen af skumplastprodukterne har i de senere år fået et fint løft, flere af producenterne har løftet kvaliteten af deres produkter som er blevet merkant bedre, her specielt produktets selve isoleringsevne. Det betyder at de i højere grad kan konkurrere mod Rockwools produkter. Dog kan de slet ikke måle sig med Rockwools stenuldisolering, når der ses på brandsikkerhed.

Mange af skumplast produkterne er oliebaseerede, hvilket gør dem brandfarlige og ved brand udvikler de endvidere farlig røg. Brænder allerede ved ca. 200 grader.

10.1.4.3 Papiruld

Er et forholdsvis nyt produkt, der i de senere år har oplevet en merkant udvikling. Produktet bliver ofte fremstillet af genbrugspapir. I fremstillingen anvendes der en del skadelige tilsætningsstoffer, for at tilføre produktet de egenskaber som ønskes, for bl.a. at sikre mod brand, råd og skadedyr. Papirulden bliver tilsat nogle borsalte som gør materialet mindre attraktivt for bl.a. skadedyr, men disse er samtidig af EU klassificeret skadelige, hvilket gør at svanemærkede

huse ikke må anvende papiruld.⁶² Papirisolering er ligesom skumplastisoleringen godt anvendeligt til isolering af hulmur og andre mindre fremkommelige steder, produktet falder dog med tiden lidt sammen og knap så bæredygtigt. Umiddelbart skulle man tro, at papiruld var brandfarligt, men videoklip af brandtest over de tre isoleringsprodukter fra Montageholdet viser, at det klare sig væsentlig bedre end glasulden, der ellers er brandgodkendt. Stenulden klarede sig bedst i testen og brændte slet ikke. Videoklippets troværdighed kan dog diskuteres, specielt i forhold til hvor uafhængig part Montageholder er, idet de selv er isolator af bl.a. papirisolering, men umiddelbart virker videoklipet troværdigt.⁶³ Grundet begrænsning i opgavens omfang og produktets kendskab og udbredelse bliver papiruld ikke videre omhandlet i afhandlingen, dog er det et produkt som Rockwools sidenhen bør følge udviklingen af.

10.1.4.4 Forhold/egenskaber ved produkterne som køber vægter.

Umiddelbart burde det jo være selve isoleringsevnen, der er den vigtigste parameter ved produkterne. Men medmindre det er til et specifikt behov er det min vurdering at det i langt højere grad er anvendeligheden og prisen som spiller ind på valget af isoleringsmaterialet, hvilket også anses at være den generelle holdning i byggebranchen. Her har Rockwool en stor udfordring, i form af øget konkurrence fra nogle af de substituerende produkter, her tænker jeg specielt skumplast isolering.

Da bygningsisolering som udgangspunkt er et standard produkt, er prisen, sikkerhed, energieffektivitet og produktfleksibilitet vigtige parametre for kunderne når der skal vælges isoleringsmateriale, det er derfor også vigtig for Rockwool at være førende på disse områder.

Jeg har udarbejdet en figur over de tre forskellige isoleringsprodukter og sammenlignet dem i forhold til forskellige egenskaber produkterne har. Her deles de op i 3 kategorier, høj, middel og lav alt efter hvordan egenskaben i det pågældende produkt er.

⁶² http://www.folkecenter.dk/dk/energibesparelser/energirigtigt_byggeri/papirisolering/

⁶³ <http://www.isoleringsselskabet.dk/typer-af-isolering/brandtest-af-papirisolering.html>

Figur 14 – Vægtet egenskaber på de 3 isoleringsprodukter

	Stenuld	Glasuld	Skumplast
Isoleringsevne	Høj	Høj	Høj
Brandhæmmende	Høj	Middel	Lav
Fugt og vandafvisende	Høj	Lav	Middel
Fleksibilitet	Middel	Høj	Høj
Lydisolerende	Høj	Middel	Lav
Vibrationsisolerende	Høj	Lav	Middel
Formstabil	Middel	Lav	Høj
Komprimering	Lav	Høj	Høj
Omkostninger ved transport	Høj	Mellem	Lav
Omkostninger ved bortskaffelse	Middel	Middel	Lav
Miljøbelastning	Lav	Lav	Middel
Genanvendelse	Høj	Middel	Lav
Miljøeffektivitet	Høj	Middel	Lav
Levetid	Høj	Høj	Høj

Kilde: Egen tilvirkning

10.1.5 Sammenfatning af leverandørernes forhandlingsstyrke

Rockwools samlede forhandlingsstyrke overfor leverandørerne vurderes, at være god, i flere af tilfældene vil leverandøren være mere afhængig af Rockwool end omvendt, og der vil derfor kunne indgås nogle fordelagtige kontrakter, som bl.a. kunne være med til, at sikre at priserne blev holdt lidt nede eller var faste i en periode og ligeledes i forhold til at aftage en fast mængde. De større energileverandører vil derimod have ca. have samme forhandlingsstyrke som Rockwool. For transport og fragtleverandørerne har Rockwool ligeledes størst forhandlingsstyrke.

10.1.6 Sammenfatning af kundernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsstyrken mellem kunder og Rockwool vurderes at være lige, dog med en lille overvægt til kunden, i de tilfælde hvor det er en der er tale om, en større professionel grossist.

10.1.7 Sammenfatning af adgangsbarriere og indtrængen fra nye potentielle kunder

Der høje adgangsbarriere og det er svært for nye indtrænger at trænge ind på markedet. Produktionsanlæggene er særdeles kapitaltunge, og produktionen kræver en stor mængde knowhow, de eksisterende allerede har. Desuden er den branche med høje krav rent lovgivningsmæssigt i særdeleshed indenfor miljøområdet. Ligeledes er svært for en ny indtrænger, at konkurrere med de allerede eksisterende producenters stordriftsfordele og kendte brand.

10.1.8 Sammenfatning substituerende produkter

Som det fremgår af ovenstående har Rockwool nogle helt klare styrker i kvaliteten af deres produkt. Især når det gælder brandsikkerhed og miljøeffektivitet, men også indenfor lyd og vibrationsisolering. Dette er egenskaber som jeg vil vurdere vægter rigtig højt hos køber.

Indledningsvis i afsnittet her var min vurdering, at Rockwool ikke har nogle klare substitutter, pga. dets særlige egenskaber, dette er fortsat min vurdering, idet man kan stille sig det spørgsmål om det skal være brandsikkert eller ej. Ønskes der kvalitet og brandsikkerhed er det klart stenuld herunder Rockwool man skal vælge. I betragtningen skal man også have for øje hvem der er køber produktet. I Rockwools tilfælde er det primært større grossister, byggemarkeder og entreprenører, hvilket betyder at de tilsvarende skal kunne stå inde for produkterne fra Rockwool. Signalværdien af at de bruger Rockwool får også dem til at fremstå troværdige og at de vægter sikkerhed og miljøeffektivisering. Svagheder ved Rockwools produkter overfor evt. substituerende produkter er pris, samt fleksibilitet og komprimering.

10.1.9 Konkurrenter

10.1.9.1 Saint Gobain

Saint Gobain er verdensleder, når man ser på det samlede isoleringsmarked.⁶⁴ Saint Gobain er et fransk firma, der er noteret på den franske fondsbørs. Selskabets produkter indenfor isoleringssegmentet spænder over mineraluld både i form af glasuld og stenuld, og derudover producere selskabet skumplast isolering. Produkterne er mest kendt under ISOVER brandet. Udover isolering og gips segmentet har Saint Gobain en stor portefølje af andre produkter, som udgør største delen af omsætningen. Saint Gobain koncernen beskæftiger ca. 10.000 indenfor området isolering.⁶⁵ Hele koncernen står for en omsætning på 42.116 MIO. EUR, hvoraf isolering og gips segmentet udgør 5.511 MIO. EUR⁶⁶, svarende til 13,1 % af den samlede omsætning. Hovedmarkeder er Frankrig (23 %), Vest Europa (35 %), Nord Amerika (17 %) samt udviklingslande og Asien (25 %).⁶⁷ Saint Gobain er direkte konkurrent til Rockwool på alle de markederne Rockwool agerer, eftersom begge producere stenuld og er på de samme markeder. Dog er det ikke alle markederne at Saint Gobain er lige godt repræsenteret med stenuld, da man skal tænke på at meget af deres omsætning indenfor dette del segment, isolering og gips, skal

⁶⁴ Saint Gobain Annual Report 2011, s. 4

⁶⁵ Saint Gobain Annual Report 2011, s. 20

⁶⁶ Saint Gobain Annual Report 2011, s. 152

⁶⁷ Saint Gobain Annual Report 2011, s. 152

deles yderlig op i både glasuld, stenuld, skumplast og gips.⁶⁸ Antager vi, at gips delen er en forholdsvis ubetydelig del af omsætningen og de andre tre grupper hver udgør en tredjedel svare det til ca. 1.837 mio. EUR til hver af de øvrige. Rockwool har for 2011 en omsætning opgjort i mio. EUR på 1.845,⁶⁹ hvoraf 82 % vedr. isolering,⁷⁰ svarende til 1.513 mio. EUR. Nu er størrelses forhold i mellem dem pludselig ikke så stort længere, og man fristes til at sige, at de er to store næsten jævnbyrdige konkurrenter.

10.1.9.2 Knauf

Knauf er en tysk ejet koncern, der producer både glasuld, Ecobatt og stenuld, RoofMax, selskabet har desuden også woodwool og skumplast isolering.⁷¹ Selskabets største segment, hvilket det også har flest produkter indenfor er glasulden. Selskabet har over 5000 ansatte og ca. en omsætning på 5.000 Mio. EUR.⁷² Denne omsætning bliver fordelt på de forskellige isoleringssegmenter selskabet har. Det har dog ikke været muligt, at få en mere specificeret opdeling, hvilket betyder, at jeg derfor skønsmæssigt, har vurderet at en ¼ af omsætningen vedr. stenuld, svarende til 1.250 Koncernen er stærkt repræsenteret i hele Europa med en del fabrikker både indenfor sten- og glasuld. Ligeledes har den en del aktivitet i Nordamerika, men her er det primært glasuld der sælges og der er ingen stenuldsfabrikker. I Rusland har selskabet også salg af stenuld, men begrænset antal fabrikker.⁷³ I Europa vurderes Knauf, at være direkte konkurrent med deres stenuldsprodukter til Rockwool. I Nordamerika og Rusland vurderes konkurrencen fra Knauf begrænset, primært fordi de kun har glasuldsfabrikker i Nordamerika og antallet af stenuldsfabrikker i Rusland er begrænset.

10.1.9.3 Paroc

Ligesom Rockwool producer Paroc kun stenuldsprodukter. Koncernen har hovedsæde i Finland. Produkterne går også under navnet PAROC. I 2011 havde koncernen en omsætning på 405 mio. EUR.⁷⁴ Hovedmarkedet er koncentreret i området omkring det baltiske hav. Hvor Finland står for 23 %, Sverige 27 %, andre EU lande 32 %, øvrige lande i Europa 17 %.⁷⁵ Koncernens position i disse lande er stærk. Dette er den konkurrent som ligner Rockwool mest, begge

⁶⁸ Saint Gobain Annual Report 2011, s. 20 + 152

⁶⁹ Årsrapport 2011 s. 53

⁷⁰ Årsrapport 2011 s. 16

⁷¹ http://www.knaufinsulation.com/en/manufacturing_facilities

⁷² http://www.knaufinsulation.dk/om_knauf_insulation.aspx

⁷³ <http://www.knaufinsulation.com/en/headquarters> + http://www.knaufinsulation.com/en/manufacturing_facilities

⁷⁴ <http://www.paroc.com/about-paroc/key-figures>

⁷⁵ <http://www.paroc.com/about-paroc/key-figures>

producere de kun stenuldsprodukter og størrelsesmæssigt er de heller ikke så langt fra hinanden, ligeledes er der flere af markederne som er sammenfaldende. Hvor dog Rockwool i større omfang agere på det vest og central europæiske marked.

10.1.9.4 Uralita (URSA)

Er en spansk koncern. Koncernen producere glasuld og herudover b.la. trykpladeisolering af skum, pvc-rør til kloakering og infrastruktur og tagejl.⁷⁶ Som isolerings mærke går det under navnet URSA. 66 % af omsætningen for 2011 stammer fra isoleringssegmentet, svarende til 447 mio. EUR og 15 % fra skumsegmentet svarende til 102 mio. EUR.⁷⁷ Koncernen havde en samlet omsætning på 677 mio. EUR.⁷⁸ Koncernens hovedmarked er Vest og Central Europa (44 %), Spanien (32 %) og Øst Europa (24 %)⁷⁹ og har 3050 ansatte. Selvom selskabet agerer på de samme geografiske markeder som Rockwool, anses de ikke som en direkte konkurrent, da de ikke producere stenuld.

10.1.9.5 Kingspan

Selskabet er en irsk koncern. Selskabet producerer isoleringsplader af hårdt skum og arbejder desuden med segmenter indenfor nedkøling af stålelementer og vedvarende energi, med f. eks. solceller vindmøller.⁸⁰ I isoleringshenseende arbejdes der med isoleringspaneller, Kingspan Kooltherm⁸¹ og øvrig isolering, Kingspan Therma.⁸²

Salget af isoleringspaneler udgør 758 mio. EUR svarende til 49 % af den samlede omsætning og øvrig isolering 460 mio. EUR svarende til 30 % af den samlede omsætning.⁸³

Hele koncernen har for 2011 en omsætning på 1.547 mio. EUR.⁸⁴

Hovedmarkeder er England og Nordirland (39 %), Central Europa (38 %) og Nord Amerika (14 %).⁸⁵ Selvom Kingspan har sammenfaldende markeder med Rockwool, vurderes de ikke som direkte konkurrent, da de ikke producere stenuld.

⁷⁶ Uralita Presentation to Financier Analysts 2011 s. 7 <http://www.uralita.com/en-GB/EconomicandFinancialInformation/Pages/company-presentations.aspx>

⁷⁷ Uralia Annual General Meeting 17 may 2012 s. 11

⁷⁸ Uralita Presentation to Financier Analysts 2011 s. 2 <http://www.uralita.com/en-GB/EconomicandFinancialInformation/Pages/company-presentations.aspx>

⁷⁹ Uralita Presentation to Financier Analysts 2011 s. 12 <http://www.uralita.com/en-GB/EconomicandFinancialInformation/Pages/company-presentations.aspx>

⁸⁰ <http://www.kingspan.dk/>

⁸¹ <http://www.kingspaninsulation.dk/Produkt/Kingspan-Kooltherm.aspx>

⁸² <http://www.kingspaninsulation.dk/Produkt/Kingspan-Therma.aspx>

⁸³ Kingspan Annual Report 2011, s. 10 -11

⁸⁴ Kingspan Annual Report 2011, s. 4

⁸⁵ Kingspan Year 2011 presentation s. 4

10.1.10 Sammenfatning konkurrenceintensitet

Konkurrenceintensiteten i branchen for isolering må ud fra ovenstående vurderes som høj og rimelig intens, mange større producenter på de samme markeder. Dog er det mere korrekt at se på konkurrenceintensiteten på marked med Rockwools direkte konkurrenter, altså stenuldsproducenterne.

Af direkte konkurrenter har Rockwool 3 store konkurrenter. Saint Gobain, Knauf og Paroc, hvor de tætteste konkurrenter er henholdsvis Saint Gobain og Paroc, da de i større omfang agerer på de samme markeder. Markedet for stenuldsisolering er relativt stort, dog præget af få men store udbydere. Selskaberne har et dybdegående kendskab til hinanden og følger nøje hvad de øvrige konkurrenter gør, for derfor at kunne reagere hurtigt på ændringer og tiltag fra konkurrenterne. Prisen kan blive svær at konkurrere på, da det vil hurtigt vil kunne skabe priskrig.

Det er svært at differentiere sig på selve produktet, mere end der i forvejen gøres, da produkterne er standard produkter. Derfor er det eksistentielt at kunne differentiere sig på andre områder, evt. i form af ekstra service og rådgivning, leveringssikkerhed, betalingsbetingelser, tillægsydelser, årligt eftersyn mm.. Derudover kan processerne ved produktionen optimeres, således at det samlet bliver et mere miljøeffektivt produkt, hvilket også kunne være en parameter der kan differentieres på.

Stigende efterspørgsel fra vækstlande mod øst. Jeg har valgt at kun fokusere på konkurrencen indenfor stenuldsisolering, eftersom jeg tidligere

Markedet er fortsat præget af byggesektoren ikke er kommet helt i gang endnu efter i finanskrisen.

10.2 Delkonklusion på Porter

Samlet er stenuldsbranchen præget af høje indgangsbarriere, i form af stort produktionsanlæg, knowhow og brand. Forhandlingsstyrken hos leverandørerne er neutral, hvor Rockwool i flere tilfælde kan udnytte sin størrelse i en forhandlingssituation. Forhandlingsstyrken imellem kunderne og Rockwool er mere lige, da de i højere grad er mere jævnbyrdige. Der er ingen klare substitutter til Rockwools stenuld.

11. SWOT

<u>Stærke sider</u> - Stærke unikke kvalitetsprodukter indenfor isolering, brandsikkerhed, lydisolering og miljøeffektivisering - Bred produktportefølje med total løsninger - Stordriftsfordele - Veletableret og anerkendt brand - Knowhow - Speciale i stenuld -	<u>Svage sider</u> - Perioder med kapacitets problemer - Lav komprimering af produkt i forhold til substituerende produkter - Lavere kredit rating - Faldende indtjening - Høje transportomkostninger - Skal markedsføre de samme produkter med forskellige varemærker
<u>Muligheder</u> - Stigende energipriser - Øget globalt fokus på miljø og energieffektivisering - Skærpede krav i forhold til lovgivning og miljø, EU direktiver - Øget fokus på brandsikkerhed i etagebyggerier - Samarbejde med myndigheder og andre virksomheder - Nye produkter og markeder - Stort vækstpotentiale i Asien og Rusland - Nye fabrikker i USA, Kina -	<u>Trusler</u> - Stigende energipriser - Øgede teknologiske krav til produkter og produktion - Skærpede krav i forhold til lovgivning og miljø - Lav vækst i hovedmarked, Europa - General usikkerhed og uro som følge af finanskrisen - Kulturelle forskelle/barrier på tværs af landegrænser - Ændring i adfærd - Substituerende produkter bliver bedre - Øget konkurrence - Meget konjunkturfølsom

11.1 Delkonklusion på SWOT

Som det kan ses af ovenstående er der flere af især mulighederne og truslerne som er sammenfaldende, dette skyldes at flere af disse faktorer indenfor nogle områder kan påvirke Rockwool i begge retninger. Så det der på nogen områder kan være en mulighed, kan tilsvarende på andre udgøre en trussel. Faktorerne trækker i begge retninger. Overordnet har Rockwool er særdeles stærkt og unikt produkt. Markedsposition som markedsleder udnyttes, hvor især selskabets stordriftsfordele og knowhow bruges som konkurrencefordel. Selskabet har god vækst mulighed med indtrængen på nye markeder og ligeledes øget opmærksomhed på miljø og energieffektivisering.

12. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål, at give et finansielt overblik over Rockwool og ligeledes fremhæve selskabets finansielle valuedrivere. Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i tal og oplysninger fra de sidste 5 år offentliggjorte årsrapporter. Regnskabsanalysen skal udover give et finansielt overblik over de historiske tal også bruges til, at belyse virksomhedens evne til fremadrettet at skabe vækst og værdi for ejerne. Igennem analysen kan man se udviklingen i forskellige nøgletal og heraf drage nogle sammenhænge, hvilket også kan være med til, at årsagsforklare andre forhold. En regnskabsanalyse kan også bruges løbende til at rette virksomheden ind efter eller til opfølgning. Ved aktivt brug kan det være et særdeles effektivt værktøj, da det er muligt at opsnappe forskellige tildens og ændringer i opløbet og ikke først efter det er gået galt.

Indledningsvis før regnskabsanalysen igangsættes er det en god ide, at kort have sat sig ind i virksomheden, da man ellers risikere, at drage de forkerte konklusioner i analysen. Ligeledes er der nogle praktiske handlinger som bør foretages før selve bearbejdningen af talmaterialet igangsættes. Bl.a. bør påtegninger og anvendt regnskabspraksis læses igennem, da de kan indeholde vigtig information som kan have væsentlig betydning for både regnskabsanalyse og senere værdiansættelse. Ligeledes skal tallene i årsrapporterne gøres analysevenligt, hvilket sker igennem forskellige former for reformuleringer og reklassificeringer.

12.1 Revisionspåtegning

Efter gennemgang af revisionspåtegningerne for de sidste 5 årsrapporter kan det konstateres, at ingen af dem indeholder forbehold eller supplerende oplysninger. Da revisionspåtegningerne er blanke, er der ikke særlige forhold som revisor vil gøre opmærksom på overfor regnskabslæseren. Det regnskabsmæssige grundlag må derfor vurderes validt og retvisende. Det har stor betydning for den videre analyse, da et uvalidt eller fejlbehæftet grundlag vil give støj eller et misvisende resultat af analysen.

12.2 Anvendt regnskabspraksis

Koncernen har i slutningen af 2011 ændret regnskabspraksis for indregning af pensioner, således at pensionsforpligtelserne bliver fuldt indregnet i takt med at de opstår, i stedet for "korridormetoden", hvor alene nettoeffekten af de aktuarmæssige gevinster og tab blev indregnet såfremt de oversteg 10 % af den højeste værdi af den ydelsesbaserede pensionsforpligtelse og

dagsværdien af ordningens totale aktiver i henhold til IAS 19.⁸⁶ Ledelsen begrundet ændringen med at det giver en mere relevant information. Jeg har kontrolleret at sammenligningstallene fra de foregående regnskaber tilsvarende er ændret, som følge af den ændrede regnskabspraksis, dette gøres for ikke at skabe støj i analyserne og mellem sammenligning imellem årene. De tre poster der er påvirket af ændringerne er pensionsforpligtelsen, overført resultat og udskudt skatteaktiv. Hvad pensionsforpligtelserne skal være fremgår af note 19 i årsrapporten, ligeledes kan man se de ændrede tal i årsrapportens femårsoversigt.⁸⁷

12.3 Reformulering

For at gøre regnskabstallene mere analysevenlige, reformuleres både, egenkapitalopgørelse, balance og resultatopgørelse. Reformuleringerne foretages for, at give et bedre overblik og udgangspunkt for regnskabsanalysen. De oprindelige opgørelser er ikke helt så informative og detaljerede som de reformulerede, hvilket derfor gør de reformulerede mere egnede til analyseformål. Der korrigeres ligeledes for ekstraordinære poster, hvilket vil sige poster, der ikke er regelmæssige tilbagevendende. Disse poster skaber ”støj” i analysen fordi de kun påvirker resultatet i det enkelte år, hvor de optræder. Alle reformuleringerne har det til fælles at de sætter fokus på værdiskabelsen og virksomhedens evne til at skabe værdi for ejerne.

12.3.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen reformuleres således, at det er totalindkomsten der er det centrale. Totalindkomsten viser den samlede værdiskabelse, der er sket i perioden og ikke kun årets resultat og fordeling heraf. Selvom mange af posterne der indgår i totalindkomsten også fremkommer af resultatopgørelsen er der også ”andre totalindkomster”, som ikke fremgår. Det er primært reguleringer og bevægelser, der er ført direkte på egenkapitalen og udenom resultatopgørelsen, men som alligevel påvirker værdiskabelsen i perioden.

12.3.2 Reformulering af balance

Balanceen opdeles overordnet i to aktivitets grupper henholdsvis drifts- og finansieringsaktivitet, hvilket er de to aktiviteter en virksomheds værdiskabende evne stammer fra.⁸⁸ Det betyder at balancen reklassificeres i driftsaktiver og driftsforpligtelser, samt finansielle aktiver og finansielle forpligtelser.

⁸⁶ Årsrapport 2011 s. 53

⁸⁷ Årsrapport 2011 s. 46 og s. 5

⁸⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 19

Rockwool ejer kapitalandele i 3 associerede virksomheder, henholdsvis Transys (30%), RESO SA (20%) og Flumrock AG (42,3%).⁸⁹ Hele investeringen i disse 3 kapitalandele i associerede virksomheder er klassificeret som et driftsaktiv. Der er således ikke foretaget pro rata fordeling af nettoaktiver i drift- og finansielle poster for de enkelte associerede virksomheder. Fordelingen kunne være mulig såfremt regnskaberne for de associerede virksomheder ligeledes var blevet reformuleret.⁹⁰ Af hensyn til analysen er derfor valgt, at klassificere dem som ikke kernerdriftsaktiver i en separat post som stadig medgår i de samlede nettodriftsaktiver NDA. Det er antaget at Rockwool har en driftslikviditet som buffer til løbende betalinger. Denne er fastsat til 0,5 % af nettoomsætningen, hvilket de finansielle aktiver således bliver reduceret med.

12.3.3 Reformulering af resultatopgørelse

Resultatopgørelsen bliver opdelt i driftsindtægter og driftsomkostninger. Hvilket afspejler værdiskabelsen og således totalindkomsten fra driftsaktiviteten.

12.4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i de reformulerede opgørelser. Til beregning af nøgletal er balanceposterene medtaget som gennemsnitsværdier for de enkelte poster. Regnskabsanalysen bygger på DuPont-modellen, hvor ROE bliver dekomponeret i 3 niveauer med tilhørende værdidriver.

12.4.1 Egenkapitalforrentningen (ROE)

Egenkapitalforrentningen er den øverste del af rentabilitetsanalysen. Nøgletallet fortæller hvor effektivt selskabet har været til at forrente egenkapitalen. ROE bliver desuden dekomponeret i henholdsvis afkast på nettodriftsaktiver ROIC og finansiell gearing FGEAR. $ROE = ROIC + \text{finansiell gearing FGEAR}$. ROE er faldet over perioden og igen på niveau med 2009, hvilket var det år under finanskrisen som tog hårdest på Rockwool. I 2011 er ROE 4,8 %, hvilket jeg vil vurdere er lavt i forhold til tidligere år. sammenlignet var ROE 29 % i 2007 før finanskrisen. I forhold til sidste år er forrentningen næsten halveret. ROE før minoritetsinteresser er ligeledes faldet. For at se hvad der er skyld i faldet af ROE undersøges de to komponenter i niveau 1 ROIC og finansiell gearing.

⁸⁹ Årsrapport 2011 s. 42 og 58

⁹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang s. 126

12.4.2 Afkastningsgraden (ROIC) og finansiell gearing Niveau 1

Afkastet på nettodriftsaktiverne $DO/NDA = ROIC$ er tilsvarende faldet, og følger over perioden udviklingen i ROE, hvor de to kun afviger fra hinanden i begrænset omfang. I 2011 er ROIC 4,7 %. Forskellen i udviklingen i afkastet på den investerede kapital er meget uheldig. Af balancen ses desuden, at nettoomsætningen er steget i samme periode, hvilket betyder, at der er omsat for mere end sidste år, men samtidig er afkastet faldet. Af den anden komponent finansiell gearing $FGEAR$ ses det den tilsvarende har udviklet sig negativt og har nu en finansiell gearingsgrad $FGAER$ på 0,07 i forhold 0,02 sidste år. Det skal desuden bemærkes, at Rockwool i 2008 og 2007 havde positive finansielle aktiver FA og dermed positivt afkast NFRA på netto finansielle aktiver NFA. Rockwool har en negativ rente effekt på $r = 5,1 \%$ som følge af netto finansielle forpligtelser NFF, i stedet for netto nettofinansielle aktiver NFA, dette skyldes at SPREAD, forholdet mellem afkastet på ROIC og r er negativt. Hvilket betyder at Rockwool har en negativ gearing. Faldet i ROE skyldes derfor både fald i ROIC og negativ finansiell gearing. ROIC har på trods af faldet bidraget positivt til udviklingen i ROE.

Gearing fra driftsforpligtelserne af netto driftsaktiver $DGEAR = DF/NDA$ viser graden, hvormed driftsforpligtelserne har reduceret investering i netto driftsaktiver. $DGEAR$ er 30,1.

ROIC kan deles yderlig op i overskudsgrad OG og aktiverenes omsætningshastighed AOH. Hvilket ses af Niveau 2.

12.4.3 Overskudsgraden (OG) og Aktivernes omsætningshastighed (AOH) Niveau 2

Overskudsgraden måler overskuddet for en kroners salg fra virksomhedens driftsaktiviteter, og dermed fortæller nøgletallet OG, hvordan indtægts- og omkostningstilpasningen er.⁹¹

$OG = \text{Driftoverskud efter salg (DO)} / \text{Nettoomsætning}$. Overskudsgraden er faldet i forhold til sidste år og på sit laveste niveau for de 5 år. OG er kun 3,2 % og derved halveret i forhold til sidste år, og også faldet markant siden den i 2007 var på 14,8 %. Overskudsgraden kan dekomponeres yderlig, hvilket sker under Niveau 3. Hvor vi ser bruger OG til at måle sammenhængen mellem indtægter og omkostninger i virksomheden og ligeledes øger detalje graden.

⁹¹ Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse, s. 110

Omsætningshastigheden (AOH) = Nettoomsætning /NDA. Nøgletallet omsætningshastighed er det mest brugte til, at måle aktiviteten i selskabet. Omsætningshastigheden viser den aktivitet som den investerede kapital har skabt. Aktiviteten er vigtig, da det et selskabets indtægtsgrundlag, og herfra indtægten skal komme fra. AOH er steget en lille smule i forhold til sidste år og er nu 1,47 i forhold til 1,35 sidste år, dog er den inverse værdi af AOH faldet til 0,68 fra 0,74. Igennem perioden kan det ses, at der har været udsving i nøgletallet.

12.4.4 Dekomponering af OG og AOH Niveau 3

Både OG og AOH kan dekomponeres yderlig. Ved dekomponeringen på 3 niveau ses OG på de enkelte posters andel i forhold til nettoomsætningen og tilsvarende nettoomsætningen i forhold til de forskellige balance poster for AOH.

Opsummeret drivere OG					
Core Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-29,0%	-34,8%	-34,8%	-35,4%	-39,0%
Core Bruttofortjeneste	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%
Core Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-15,9%	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%
Core Øvrige eksterne omkostninger	-10,8%	-10,1%	-10,9%	-10,0%	-9,8%
Core Personaleomkostninger	-21,2%	-23,2%	-26,6%	-24,7%	-23,4%
Core Afskrivninger *	-4,8%	-5,8%	-7,7%	-8,0%	-6,8%
Core driftoverskud fra salg før skat	18,3%	9,7%	4,3%	5,7%	5,3%
Skat på Core driftoverskud fra salg **	-4,7%	-3,0%	-1,7%	-2,0%	-1,7%
Core OG salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Core andet driftoverskud	1,3%	1,8%	1,7%	1,5%	1,1%
Skat på Core andet driftoverskud	-0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,4%
Core andet driftoverskud	1,0%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Resultat af datter af dattervirksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
Samlet Core andet driftoverskud	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+/- Usædvanlige poster					
Nettogevinst/-tab ved salg/udrangering	-0,1%	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,1%
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,2%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af immaterielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,6%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Kursgevinst, valuta (driftsrelateret)	0,5%	1,3%	1,5%	0,8%	0,7%
Kurstab, valuta (driftsrelateret)	-0,6%	-1,1%	-1,8%	-0,8%	-0,9%
Usædvanlige poster før skat	-0,2%	-0,4%	-1,2%	-0,4%	0,0%
Skat på usædvanlige poster	0,0%	0,1%	0,4%	0,2%	0,0%
Usædvanlige poster efter skat	-0,1%	-0,3%	-0,7%	-0,3%	0,0%
Øvrige usædvanlige poster efter skat					
Gevinst ved salg af virksomhed efter skat	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Reguleringer og egenkapitalbevægelser					
Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	0,2%	-4,3%	1,1%	2,1%	-1,3%
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	0,0%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,2%
Regulering af finansielle instrumenter	0,0%	0,2%	-0,4%	0,0%	-0,1%
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Skat af egenkapital bevægelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Øvrige usædvanlige poster og egenkapitalbevægelser	0,2%	-4,1%	0,5%	2,2%	-1,6%
Samlet UP + egenkapitalbevægelser	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Core OG salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%
Samlet Core andet driftoverskud	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
Samlet UP + egenkapitalbevægelser	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%
Samlet OG	14,9%	3,9%	3,7%	6,8%	3,1%
Afstemning samlet Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Figur 15 – Oversigt over OG drivere, egen tilvirkning.

Af den dekomponerede oversigt for OG, ses det at Nettoomsætningen er steget og samtidig er bruttoavancen faldet. OG salg efter skat er steget fra sidste år, men medtages der OG andre poster efter skat er den samlede overskudsgrad lavere. Det betyder at andet driftoverskud og egenkapitalbevægelser bidrager negativt til periodens overskudsgrad. Reguleringer og

bevægelser direkte på egenkapitalen er svære, at forudsige Den samlede OG efter skat er 3,6 %, hvilket vurderes meget lavt. I 2007 var den på 13,6 %. Rockwool har reduceret samtlige af de faste omkostninger til driftsoverskud fra salg før skat i 2011. Selvom nettoomsætningen er på niveau med 2008 tal så er bruttoavancen ca. 3,8 % point lavere og i forhold til 2007 er det 10 % point lavere. Andet driftsoverskud efter skat er på samme niveau over alle årene. Rockwool har fået væsentlig lavere indtjening pr. solgt enhed da de variable omkostninger er steget. Dette skyldes bl.a. at energipriserne er steget og at der derudover er der blevet brugt rigtig mange omkostninger på transport over store distancer for at kunne følge med den stigende efterspørgsel i Rusland og Asien. Hvor der er allokeret ressourcer fra nogle områder for at tilgodese efterspørgslen på andre mere fjerne markeder. Det hænger meget godt sammen med ændringen i den geografiske omsætning. Ligeledes kan noget af forklaringen ligge i, at nogle af produktionsanlæggene er nye og lige skal køres i gang, hvilket derfor medfører højere fejlprocent og større svind. Man kunne også tro, at Rockwool havde sat priserne lidt ned for, at hjælpe deres produkter ind på de nye markeder i Asien og USA, effekt at dette ses som en lille stigning i AOH. Desuden ROE påvirket af finansiell negativ gearing i form negativt SPREAD. Den finansielle gearing stiger som følge af øget finansielle forpligtelser, der er steget med ca. 500 mio. DKK.

Ses der på fordelingen af de 2 produktsegmenter, isolering (82 %) og system (18 %), kan det ligeledes konkluderes, at der er en større EBIT på salg af systemprodukterne end isoleringsprodukterne. Dette skyldes i højgrad, at langt størstedelen af afskrivningerne knytter sig til isoleringssegmentet der er den mest kapitaltunge og den der kræver størst produktions anlæg, det har betydning, når afskrivningerne herefter tilknyttes segmenterne for, at vise hvad de hver især har bidraget med. På trods af at opgørelserne er før koncern elimineringer, vurderes de alligevel at afspejle det faktum, at driftsoverskuddet på systemsegmentet i højere grad bidrager mere

Dekomponering af niveau 3 for AOH ses nedenunder. Den inverse værdi af AOH kernedriftsaktiver er faldet fra 0,94 til 0,86, det skyldes de materielle anlægsaktiver er faldet fra 0,65 i 2010 til 0,59 i 2011 og samme periode er de immaterielle anlægsaktiver steget med 0,01

Opsummering af Inverse AOH Drivere	2007	2008	2009	2010	2011
Inverse AOH Immaterielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,03	0,03	0,04
Inverse AOH Materielle anlægsaktiver	0,38	0,47	0,64	0,65	0,59
Inverse AOH Finansielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03
Inverse AOH Varebeholdninger	0,07	0,09	0,10	0,08	0,08
Inverse AOH Tilgodehavende fra salg	0,11	0,11	0,12	0,11	0,11
Inverse AOH Andre driftsaktiver	0,03	0,04	0,05	0,04	0,03
Inverse AOH Kernedriftsaktiver	0,62	0,75	0,96	0,94	0,86
Inverse AOH Udskudt skat	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03
Inverse AOH Øvrige hensættelser	0,03	0,04	0,04	0,04	0,03
Inverse AOH Leverandører af varer og tjenesteydelser	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07
Inverse Andre driftsforpligtelser	0,07	0,07	0,08	0,08	0,06
Inverse AOH Driftsforpligtelser	0,20	0,21	0,24	0,22	0,21
Inverse AOH Ikke Kernedriftsaktiver	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Samlet Inverse AOH	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Samlet Inverse AOH jf. Niveau 2	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samlet Inverse AOH opdelt i Arbejdskapital og Langsigtet NDA					
Inverse AOH Arbejdskapital	0,02	0,04	0,03	0,01	0,01
Inverse AOH Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)	0,41	0,51	0,69	0,71	0,65
Samlet Inverse AOH	0,42	0,54	0,73	0,72	0,66
Inverse AOH Ikke Kernedriftsaktiver	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Afstemning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Figur 16- Oversigt over AOH drivere, egen tilvirkning

12.5 Delkonklusion på regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen kom vi frem til en ROE på 4,8 % der var faldet i forhold til sidste år. Faldet skyldes lavere ROIC som igen er drevet lavere OG, dog med en mindre stigning i AOH. Den lavere OG skyldes at selskabets bruttoavance er faldet og de

13. Budget forudsætninger

For at kunne udarbejde et fornuftigt budget for Rockwool, er det vigtigt at kunne estimere den fremtidige omsætning ordentligt. Omsætningen er drivende for flere af de øvrige poster, og derfor er netop estimeret af denne afgørende for hvor restvisende hele budgettet bliver. I den forbindelse tages der udgangspunkt i Rockwools egne forventninger.

Trods vaskelige makroøkonomiske forhold meddeler Rockwool om omsætningsstigning i 2012 på ca. 5 % og et resultat efter skat og minoritetsinteresser på niveau med 2011, dvs. over 600 mio. DKK.⁹² Ifølge årsrapporten for 2011 forventer Rockwool selv, at omsætningen for 2012 vil stige med 5 % i forhold til 2011. Ifølge halvårs regnskabet for det første halvår af 2012 er Rockwools egne forventninger opjusteret til et resultat efter skat og minoritetsinteresser på

⁹² Rockwool Fonds meddelelse nr. 01-2012 til NASDAQ OMX Den Nordiske Børs 13. januar 2012.

mellem 650 og 700 mio. Halvårsregnskabet viser en omsætning på 6.852 Mio. kr. i forhold til samme periode sidste år svarer det til en stigning på 8,7 %. Den realiserede omsætningen ifølge halvårsregnskabet udgør 46,3 % af den estimerede omsætning for 2012 jf. prognose bilag. 11. I betragtning af at der stadig er 6 måneder til at realisere de restende 53,6 %, vurderes både mit estimat og Rockwools egen forventninger for 2012 som realistiske. Ligeledes skal det med i betragtningen, at salget af isolering er en smule præget af sæsonudsving, hvor salget i efteråret toppe. Omsætningen har jeg lade stige med 7,5 % de første år, hvor efter den bliver konstant på 4 %.

Forventninger til fremtiden

Rockwool selv har positive forventninger til fremtiden, koncernchefen Eelco van Heel udtaler i årsrapporten "Vi har planer om- selv i disse krisetider – at fortsætte den profitable vækst i vores forretning."⁹³

Der er stærk salgsudvikling i USA, Kina og Rusland⁹⁴

"På trods af spare tider er der en stærk vilje til at afsætte offentlige midler til nye programmer og støtteordninger. Landene kan få en tredobbelt fordel i form af jobskabelse, lavere CO₂ – udledning og reduceret energiforbrug."⁹⁵

Det øgede fokus på energieffektivisering og miljøet generelt kan også stramme kravene til bygningerne energieffektivitet i de asiatiske økonomier, hvor størstedelen af verdens byggeaktivitet finder sted i dag, som følge af øget urbanisering netop i de lande. Dette vil være en stor mulighed for Rockwool, idet det vil skabe større efterspørgsel af isolering.⁹⁶

"Ifølge det Internationale Energiagentur er energieffektivitet den væsentligste nøgle til et samfund med lavere CO₂ – udledning. I Europa og Nordamerika står bygninger for ca. 40 % energiforbruget. I udviklingsøkonomierne med masse-urbanisering er den mængde energi, der anvendes til køling og opvarmning imidlertid hastigt stigende. På verdensplan skønnes det at

⁹³ Årsrapport 2011 s. 3.

⁹⁴ Årsrapport 2011 s. 3.

⁹⁵ Årsrapport 2011 s. 3

⁹⁶ Årsrapport 2011 s. 6

energiforbruget i bygninger på langt sigt kan reduceres med mere end 80 % - ifølge forskning fra University of Cambridge, England.”⁹⁷

Helt så positive var forventningerne fra analytikerne fra SEB i december 2011 dog ikke.

”Analytikerne anerkender, at Rockwool kan nyde godt af den fokus, der er fra politisk hold på at skabe mere energieffektivt byggeri, men de noterer omvendt, at den politiske prioritering har været gældende i nogle år, også under recessionen i 2008-2009, hvor Rockwools omsætning faldt betydeligt. Derfor konkluderer SEB, at Rockwool ikke er immun over for effekter af recession, trods stigende energiomkostninger og miljøbevidsthed.”⁹⁸

13.1 Forudsætninger for afkastkrav (WACC).

For at finde nutidsværdien af de fremtidige cash flow er det nødvendigt at fastsætte en diskonteringsfaktor. Denne diskonteringsfaktor kaldes i det følgende for WACC, der står for de gennemsnitlige kapitalomkostninger. Afkastkravet afspejler investors og långivers relative risikovurdering af de fremtidige cash flow og tager samtidig højde for egenkapital – samt fremmedkapitalkrav. Nedenunder bliver elementerne til fastsættelse af henholdsvis egenkapitalkrav og fremmedkapitalkrav gennemgået.

13.1.1 EK risikopræmie

EK risikopræmie er det tillæg som investor kræver for at investere i aktierne i forhold til en alternativ placering. Som alternativ placering kan der investeres i risikofrie aktiver (statsobligationer). Ek risikopræmien giver således udtryk for markedsrisikoen.

I 2005 blev risikopræmien i DK vurderet til at ligge på omkring 4-5, historisk har den dog ligget på omkring 7-9.⁹⁹ Her i de senere år har den været endnu højere. Risikopræmien varierer fra branche til branche, og tilsvarende indenfor de forskellige virksomheder, alt efter risiko.

⁹⁷ Årsrapport 2011 s. 6

⁹⁸ Rockwool/SEB: Sloje udsigter for 2012 d 16/12-2011

<http://www.proinvestor.com/finansnyhed/10326929/RockwoolSEB:-Sloje-udsigter-for-2012>

⁹⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Jens O. Elling og Ole Sørensen 2. udgave 2005 s. 53.

Risikopræmien er ligeledes afhængig af værdien i beta, såfremt der er en høj betaværdi kompenseres denne faktor med en tilsvarende større risikopræmie. Betaværdien gennemgås i det følgende.

Finanskrisen har også indvirkning på risikopræmien, da der er større usikkerhed på markedet, hvilket gør det mere risikofyldt at skulle investere. Derfor skal investor også kompenseres med mulighed for et højere afkast.

Jeg har skønsmæssig fastsat markedsrisikoen til 5,5, hvilket ca. svarer til det dobbelte af den risikofrie rente. Det vurderes, at investor skal kompenseres lidt for den højere beta værdi nedenunder samt generel uro i finansverden. Generelt har brancher indenfor høj teknologi, forskning, udvikling og medicinal, oftest højere risikopræmie end andre brancher, hvilket primært grunder i større investeringskrav til produktionsanlæg, forsknings- og udviklingsprojekter. Da Rockwool har store kapitaltunge produktionsanlæg og ligeledes bruger en masse penge på forskning og, antager jeg at det er en passende at sætte den på det niveau. I betragtningen skal også medtages, at selskabet kan betegnes som en ansvarlig investering, hvilket reducere markedsrisikoen en lille smule. I alt i alt vurderes de 5,5 som et acceptabelt niveau.

13.1.2 Risiko

Driftsmæssig risiko

Rockwool har som følge af stort og kapitaltungt produktionsanlæg en driftsmæssigrisiko, ligeledes er der risiko forbundet med debitorerne. Under finanskrisen er der kommet øget fokus på dårlige betalere, hvilket der har været god grund til idet antallet af konkursser i samme periode er steget. Rockwool har dog ikke nævneværdi problemer med deres debitorer, hvor aldersfordelingen er ca. som sidste år, og tilsvarende er hensættelsen til tab på niveau med sidste år. Debitorerne er steget, men mange af dem er ikke forfaldne pr. statusdagen, hvilket derfor er med til at bidrage negativt til likviditeten for året, dog vurderes debitorerne ikke, at udgøre en ekstra risiko. Det skal endvidere bemærkes, at der i år er bundet flere likvider i forudbetalinger og anlæg under opførelse, dette påvirker likviditeten negativt og desuden medfører det større driftsmæssig usikkerhed, da det er bedre at have et færdigt produktionsanlæg som kan bidrage med øget produktion og afsætning end et der under opførelse, som der ikke kan bidrage med ret meget under selve opførelsen. Der kan også ske ting som bremser processen og færdiggørelsen af anlægget, i værste fald bliver det aldrig færdigt. Som aktør på et internationalt marked er der

flere driftsmæssige risici end ved kun at agere på et, bl.a. i forhold til kulturbarriere. Til gengæld bliver selskabet også mindre sårbar overfor svigtende salg eller nedgang på et marked. På trods af, at Rockwool har en del driftsmæssig risici, skal man også se det i forhold til det indtjeningspotentiale som virksomheden har. Jeg vil mene at Rockwool med deres position og stærke produkt har gode betingelser, men aktiviteten og fremtiden er meget afhængig af hvordan udviklingen i omverden er og bliver. Rockwool er meget konjunkturfølsom og følger i høj grad konjunkturudviklingen, det betyder også at selskabet har gode vilkår under højkonjunktur og tilsvarende sværere vilkår under lavkonjunktur. Alt i alt vurderes Rockwools driftsmæssige risiko derfor som høj. Usikkerhed og nuværende konjunktursituation er udslagsgivende for vurderingen, der ellers vil have været neutral, idet Rockwool som sagt har stort indtjeningspotentiale.

Finansiell risiko

Med en soliditetsgrad på 68 % må det vurderes, at Rockwool ikke har finansielle problemer. Dog er likviditeten faldet i forhold til sidste år og selskabet har fået et negativt likviditetsunderskud for året. Årets likviditetsunderskud skyldes primært køb af minoritetsinteresser og handel med egne aktier samt forskydning i langfristet gæld. Rockwool har desuden optaget mere gæld i forhold til tidligere. Likviditetsunderskuddet og øget fremmedfinansiering har været medvirkende til den dårligere kreditrating. Rockwools finansielle risiko anses dog fortsat som lav.

Samlet Risiko

Samlet vurderes det, at Rockwool har en høj driftsmæssig risiko og lav finansiell risiko. Udfra en common sence analyse giver det en samlet risiko som neutral, hvilket medfører en beta-værdi imellem intervallet 0,85 og 1,15.¹⁰⁰

13.1.3 Beta

Beta angiver den systematiske risiko, hvilket vil sige den risiko der er forbundet med markedet. Den systematiske risiko er ofte afhængig af konjunkturforhold og ligeledes en risiko, der ikke kan diverseres bort. Nedenunder ses hvordan Beta defineres:¹⁰¹

¹⁰⁰ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele – Rådgivningsudvalget Dec. 2002 s. 59

¹⁰¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, Jens O. Elling og Ole Sørensen 2. udgave 2005 s. 53.

$\text{Beta} = 0$, -> Risikofri investering

$0 < \text{Beta} < 1$, -> Investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$\text{Beta} = 1$, Risiko som markedsporteføljen

$\text{Beta} > 1$, Investering med større risiko end markedsporteføljen

Såfremt beta er høj kompenseres der med en tilsvarende større risikopræmie. (højere risiko -> højere forventet afkast) Vi forudsætter at selskabet har lidt højere risiko end markedet, og derfor må beta ligge over 1.

Da Rockwool er børsnoteret på den danske børs OMXC Large Cap, gør det aktien mere likvid, end f.eks. unoterede eller aktier som kun er Mid eller Small Cap. At aktien er likvid betyder, at det er en aktie der handles meget. Ved en unoteret virksomhed, vil der måske kun være en køber, hvis overhovedet nogen. Der er således større risiko ved en ulikvid aktie fremfor en likvid. Dette er blandet andet en af de faktorer der har betydning for estimeringen af beta.

Ifølge proinvestor har de angivet en beta for Rockwool på 1,070¹⁰² Den ligger også indenfor det interval der blev fundet ved vurdering af risiko. Jeg tager derfor udgangspunkt i en Beta 1,070.

13.1.4 Den risikofrie rente

Den 10 årige statsobligation anvendes af flere som et godt estimat for den risikofrie rente.¹⁰³

Den 10 årige statsobligation anses nemlig at svare til en risikofri investering. Som følge af historiske lave renter har der også i de senere år været udsving i denne. Den effektive rente på den 10 årige danskstatsobligation er faldet fra 4,3 i 2007 til 2,8 i 2011.¹⁰⁴ Udsvinget i den risikofrie rente har selvfølgelig betydning for beregningen, idet diskonteringsfaktoren Wacc er afhængig af denne. Med fortsat faldende og lave renter er der væsentlig usikkerhed med fastsættelsen af denne. Dog er det bedste udgangspunkt den kendte effektive rentesats. I værdiansættelsen bruges den effektive rente for en 10 årig dansk statsobligation pr. 31. december 2011, hvor renten var 2,80¹⁰⁵.

¹⁰² <http://www.proinvestor.com/aktier/Rockwool+Int.+B/ROCK%20B.CO>

¹⁰³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang s. 51

¹⁰⁴ Danmarks Statistik Statistikbanken ->Penge- og kapitalmarked -> MPK100 Effektivrente af statsobligationer efter land <http://www.statistikbanken.dk>

¹⁰⁵ Danmarks Statistik Statistikbanken ->Penge- og kapitalmarked -> MPK100 Effektivrente af statsobligationer efter land <http://www.statistikbanken.dk>

13.1.5 Fremmedkapitalkrav

Af den reformulerede balance udgør egenkapitalen 8.635 mio. kr. af de samlede passiver på 12.678 mio. kr. Forskellen er derved kravet til fremmed finansiering mio. kr. 4.043. Rockwool har således en soliditetsgrad på 68 %. Af årsrapporten fremgår det at selskabet har som mål, at have en soliditet på minimum 50 % af aktiverne, dette mål er derved opfyldt.¹⁰⁶

13.1.6 Indlånsrenten efter skat

Som den finansielle situation er lige nu er der historisk lave renter. Flere banker har også sat indlånsrenten voldsomt ned eller helt skåret den væk. Det er blevet vanskeligt, at få noget fornuftigt rente af indestående uden at skulle binde pengene i længere tid. Så selvom Rockwool er en stor virksomhed, med mange bankforbindelser, er det også min vurdering, at de har fået skærpede krav og ringere betingelser. Faldet i kreditrating tror jeg heller ikke umiddelbart gavner situationen. Alligevel vil jeg vurdere, at Rockwool kan forhandle sig til en indlånsrente på 1,5 %, hvilket indlånsrenten derfor er skønsmæssigt er fastsat til.

13.1.7 Rentebærende gæld

Den rentebærende gæld fremkommer fra den reformulerede balance og udgør 1.098 mio. kr.

13.1.8 Skattesatsen

Skattesatsen er sat til 30,7 %, hvilket svarer til den effektive skatteprocent for 2011.¹⁰⁷ Tidligere har den været noget højere, men det er den nyeste kendte effektive skatteprocent, hvilket derfor anses som bedste udgangspunkt for fremtidig skattesats. Sammenlignet er den effektive skatteprocent i Danmark 25 %, men da selskabet er aktør på flere internationale markeder er der mere korrekt, at se på den samlede effektive skattesats.

13.1.9 Lånerenten

Lånerenten er skønsmæssigt fastsat som et groft gennemsnit af selskabets lånerenter til 5 %.¹⁰⁸

13.1.10 WACC

De samlede gennemsnitlige kapitalomkostninger er estimeret til 7,0203. De gennemsnitlige kapitalomkostninger anvendes som diskonteringsfaktor af de fremtidige cash flow. Selv mindre ændring af WACC'en har stor effekt på værdiansættelsen. Se bilag 9.

¹⁰⁶ Årsrapport 2011 s. 21

¹⁰⁷ Årsrapport 2011 s. 38

¹⁰⁸ Årsrapport 2011 s. 47

14. Værdiansættelse

14.1.1 Værdiansættelsesmodel

Modellen baserer sig på investeringsteorien, hvor fokus er på nutidsværdien af de forventede fremtidige overskud til disposition samt restværdien ved prognoseperiodens afslutning. Denne restværdi kaldes terminalværdien og overskud til disposition kaldes også det frie cash flow.

Afkast på investeringerne er til for, at køberen kan dække renter og afdrag.

Nutidsværdiberegning af fremtidige overskud til disposition kan anvendes ved værdiansættelse af alle typer virksomheder.

Udover beregningen af det frie cash flow, beregnes virksomhedens terminalværdi ved prognoseperiodens afslutning. Terminalværdien er den fremtidige værdi af virksomheden.

Terminalværdien beregnes ud fra en Going Concern betragtning, hvilket betyder at virksomheden i al fremtid forsætter med det samme indtjeningsniveau som i terminalperioden.

Jeg har foretaget værdiansættelse ud fra to modeller, henholdsvis Residualindkomstmodellen herefter benævnt som, RI-modellen og Cash Flow- Modellen, herefter benævnt, DCF-modellen. Disse to modeller supplerer hinanden og giver i sidste ende samme værdiansættelse, og kan derfor bruges som kontrol. Begge modeller bruger investeringsteorien, med fokus på nutidsværdien af de fremtidige cash flow og beregning af terminalværdien. DCF-modellen og RI-modellen er de mest udbredte og anerkendte blandt flere fagfolk indenfor området.¹⁰⁹ Begge modeller tager udgangspunkt i en fuld budgettering, hvilket er med til at øge troværdigheden af værdiansættelsesestimatet, eftersom alle antagelser og forudsætninger ekspliciteres i proforma regnskaber og balancer. Den store forskel er vægtingen af terminalværdien, i DCF-modellen udgør terminalværdien en stor del af værdiansættelsen, hvorimod denne er væsentlig mindre vægtet i RI- modellen, da fokus her er på den faktiske værdiskabelse i stedet for pengestrømmene. Jo mindre værdi, der skal estimeres som terminalværdi, jo mindre usikkerhed er der forbundet med værdiansættelsen, hvorfor er RI- modellen foretrækkes af flere teoretikere frem for DCF-modellen, på trods af at de giver det samme resultat. Omvendt er DCF-modellen ofte lettere at anvende som kommunikationsværktøj overfor køber og sælger, da det er lettere at forstå en pengestrøm end en værdiskabelse. Af værdiansættelserne fremgår det at

¹⁰⁹ Iflg. Professor Christian V. Petersen og Professor Thomas Plenborg, Ph.d. Copenhagen Business School.

terminalværdien i RI modellen udgør 2.212 mio. kr. og sammenlignet udgjorde terminalværdien i DCF- modellen 11.160 mio. kr. Der er som nævnt således en meget stor vægtning af terminalværdien i DCF- modellen i forhold til RI-modellen. I værdiansættelsen er der kommet frem til en estimeret værdi pr. 30. september 2012 til 511 pr. aktie, hvilket svare til en værdi på mio. kr. 11.234. Sammenlignet var markedsværdien pr. d. 28. september 2012 (sidste børsdag i september).¹¹⁰ Markedsværdi pr. d. 28. september er således for højt vurderet i forhold til den estimerede kurs pr. aktie.

15. Konklusion

Rockwool besidder en masse række ressourcer som er med til at give dem en konkurrencemæssig fordel. Selskabet har en masse produktions anlæg fordelt på strategiske geografiske placeringer. Desuden har Rockwool en vigtig knowhow indenfor stenuld og ikke mindst rettigheder til at producere.

Rockwool er en cyklisk aktie, der følger konjunktoren, så hvis det går godt i samfundet vil det sandsynligt også gå godt for Rockwool, og det vil have positiv effekt på aktiekursen.

Konkurrencesituationen for stenuldisolering er hård og intens. Branchen er præget af få men store udbydere, hvilket kendetegner oligopol. Stenuld betegnes som en standard varer, hvilket betyder at det er homogent marked der agers på. Der konkurreres internationalt og konkurrenterne er ofte sammenfaldende på de enkelte markeder, hvilket betyder at konkurrenterne har et godt kendskab til hinanden.

Der er desuden store adgangsbarriere med store kapitaltunge produktionsanlæg.

Stenuldsproduktionen kræver en masse knowhow. Kendskab til eksisterende brand er også et forhold nye indtrængere at skal kæmpe mod.

På grund af stenuldens overlegne egenskaber bl.a. når det kommer til brandsikkerhed, lyd og vibrationsisolering er der ingen klare substitutter. Desuden er Rockwools stenuldsprodukter nogen af det mest energieffektive igennem hele dets leve tid.

Kundernes er primært større byggemarkeder, grossister med professionelle indkøbere og godt kendskab til branchen de vurderes derfor at have en god forhandlingsstyrke og på niveau med Rockwool. Leverandørers forhandlings styrke vurderes derimod som mindre, hvor Rockwool i

¹¹⁰ Euroinvestor

flere henseender vil have styrken. Leverandørerne er primært forsynende med energi og råstoffer.

Rockwool er verdens førende indenfor stenulds produktion. Flere af konkurrenterne producer dog også flere forskellige former for isolering og er samlet meget større end Rockwool, men på markedet for stenuld er Rockwool markedsleder. Det betyder at selskabet konstant bliver udfordret og derfor skal sikre sig med både defensive og offensive strategier. Rockwool benytter sine stordriftsfordele til at skabe sig konkurrencemæssige fordele. Selskabet bruger sin markedsposition og forsøger, at være first mover på nye markeder, og indenfor ny udvikling. På grund af den hårde konkurrence er betingelserne for gode økonomiske resultater svære opnå i øjeblikket.

Finanskrisen har haft stor betydning for indtjeningen for Rockwool. Rockwool er afhængig af at kunne afsætte sine produkter. Store dele af de markeder som Rockwool agere på har oplevet meget lav vækst og økonomiske problemer som følge af finanskrisen. Byggebranchen er gået helt i stå. Banker og pengeinstitutter har, skærpet kravene og kræver øget sikkerhedsstillelser for, at varetage engagementerne. Rockwool har også fået en lavere kreditrating.

Til gengæld har finanskrisen også skærpet øget fokus på klima og miljø. Samt bæredygtighed og ansvarlighed. Det er alle forhold som Rockwool også tillægger af egenskaber til sine produkter. Finansielt har Rockwool ligeledes været stærkt påvirket af finanskrisen igennem de 5 år regnskabsanalysen dækker er det kun år 2007 som pæne har forrentninger og afkast til ejerne. Resten af perioden har været præget af lav vækst. Dette skyldes både igennem perioden både fald af OG og AOH. Selskabet har haft svært ved viderefakturere de ekstra omkostninger der har været bl.a. i form af stigende energipriser og øget transport og told omkostninger, hvilket således har haft stor indflydelse på bruttofortjenesten og deraf overskudsgraden. Med en markedsværdi på 548,50 pr. d. 28. september 2011 vurderes den lidt for høj i forhold til den estimerede værdi pr. aktie på 511 kr.

16. Perspektivering

Rockwool har et salgskontor i Dubai og ellers skal man helt til Indien for, at finde den nærmeste fabrik. Jeg vil vurdere, at det kunne være et spændende marked med stort potentiale. Landet har i de senere år oplevet kraftig vækst, ved at fremme både industri og serviceerhverv. "Endvidere adskiller Dubai sig på flere områder fra de øvrige medlemmer af de Forende Arabiske Emirater,

UAE, og de øvrige olielande. Dubai benævnes ofte som Mellemøstens "Singapore" eller "Hong Kong", dels pga. sin økonomi, dels pga. sin fantastiske skyline med himmelstræbende skyskrabere. Desuden har landet i forhold til de øvrige olielande indset at olieindtægterne en dag slipper op. Op gennem 90'erne kom ca. 30 % af Dubais indkomster fra olie, i 2005 var det kun 5 %. Landet har i løbet af sommerperioden ofte temperature oppe omkring de 45 grader, og i vinter ligger den mellem 13 og 21 grader.”¹¹¹ De høje temperaturer og kæmpe skyskaber, samt overdådige superindkøbscenter, bevirker at det også er et af de steder i verden, hvor der bruges mest aircondition. For at få den bedst mulige anvendelse af aircondition én er det vigtigt der er isoleret fornuftigt, på den måde spares der både energi og penge. Faktisk bruges der mere energi på nedkøling end at opvarme. Så denne ”omvendte” form for isolering er særdeles relevant, især i disse lande. Der er selvfølgelig nogle kulturelle forskelle, mellem de europæiske og arabiske lande, hvilket kan gøre indtrængning på disse markeder vanskelig og krævende. Erfaringer med indtrængen på nye markeder i bl.a. Rusland, Østeuropa og Asien har vist at være en proces der tager tid og koster ressourcer. Rockwool har dog netop på disse markeder opnået rigtig god vækst og styrket sin position, og kan i dag således begynde at se frugterne, at det tidligere hårde arbejde og store investeringer. Timingen fra Rockwool må vurderes, at være god, da disse lande fortsat har stort vækst potentiale. Indtrængningen på det russiske og østeuropæiske marked må vurderes at have været en succes. Tilsvarende succes senarie vil jeg vurdere kunne være gældende for Dubai området og den arabiske verden. Spørgsmålet er så bare om Rockwool kan nå komme med på bølgen, mens landene vækster mest. Selvom Rockwool kan trække på erfaringer fra indtrængen på bl.a. det russiske og østeuropæiske marked er det igen noget andet med den arabiske verden, her er der andre forhold som gør sig gældende. Om ”vi”¹¹² vil det eller ej har vi mere kulturelt tilfælles med østeuropæerne og russerne end vi har med de arabiske lande. Dog må Dubai anses som et af de steder i den arabiske verden som er mest venligstemt for input fra vesten, hvilket afspejles i landets multikulturelle sammensætning og øgede fokus på turisme. Derudover er der flere andre store internationale virksomheder som ligeledes er placeret her. Disse kunne Rockwool i fordel samarbejde med for rigtig at blive introduceret til markedet. En anden nøgle til succes på markedet i Dubai kunne være, at trække på ressourcestærke medarbejdere med arabisk baggrund. Evt. personer der er opvokset i Danmark eller et andet

¹¹¹ <http://da.wikipedia.org/wiki/Dubai>

¹¹² ”Vi” er i dette tilfælde en betegnelse af både som vesteuropæer og Rockwool.

vesteuropæisk land, med arabiske forældre eller familie. Disse vil have en stor fordel, idet de kender begge kulturer og samtidig måske kan sproget.

17. Litteraturliste

Årsrapporter:

Rockwool 2006, 2007, 2008, 2009, 2010 og 2011

Saint Gobain 2011

Kingspan 2011

Uralita 2011

Bøger:

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang af Jens O. Elling og Ole Sørensen, 2. udgave, 2. oplag 2005, Gjellerup/Gad Forlag

Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies

Tim Koller, Marc Goedhart og David Weesls, 4. udgave 2005, John Wiley & Sons

Rentes regning

Bjarne Astrup Jensen, 3. udgave 3 oplag, 2001 Jurist – og Økonomforbundets Forlag

Erhvervsøkonomisk minilex

Jørgen Dahlhoff, Henrik Grell og Bent Friberg Henningsen, 4. udgave, 1. oplag 2002, Gyldendahl Forlag

Notater:

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele – Rådgivningsudvalget Dec. 2002

Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, Nørhaven Book, Viborg, 2003

Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis?

Christian Petersen, Thomas Plenborg og Finn Schøler, Ledelse & Erhvervsøkonomi 3/2006.

Artikler:

Danske regnskaber er trykket af gældskrisen, Ritzau Finans 6. marts 2012,

<http://www.business.dk/investor/danske-regnskaber-trykket-af-gældskrisen>

Børsnoterede selskaber blev mere solide i 2011, Økonomisk Ugebrev Nr. 13-2. april 2012 19 årgang <http://peecee.dk/upload/view/359558>

Rockwool/dir: Den grønne dagsorden lever, Penge & Privatøkonomi, Ritzau Finans 6. juli 2011

Præsentationer:

Rockwool præsentation SEB Nordic 2012

Rockwool præsentation Regional banks of Jutland visiting Nordea, 27. Marts 2012

Meddelelse nr. 09-2012 Delårsrapport, 1. halvår 2012

Hjemmesider:

www.rockwool.dk

www.rockwool.com

www.pacov.com

www.knaufinsulation.com/en/

www.retsinfo.dk

www.borsen.dk

www.penge.dk

www.euroinvestor.dk

www.statistikbanken.dk

www.isoleringsselskabet.dk

www.wikipedia.dk

www.google.dk

18. Bilagsoversigt

Bilag 1. Officiel balance

Bilag 2. Reformuleret egenkapitalopgørelse

Bilag 3. Reformuleret balance

Bilag 4. Reformuleret resultatopgørelse

Bilag 5. Reformuleret resultatopgørelse i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP)

Bilag 6. Trend

Bilag 7. Nøgletalsanalyse

Bilag 8. Betaværdier udfra værdiansættelsescirkulæret

Bilag 9. WACC

Bilag. 10. Markedsoversigter

Bilag. 11 Prognose

Bilag. 12 Værdiansættelse RI- modellen

Bilag 13. Værdiansættelse DCF- modellen

Bilag 14. Segment fordeling

Bilag 1. Officiel balance

Rockwool International A/S

Officiel resultatopgørelse

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Andre driftsindtægter	186	251	194	175	158
Driftsindtægter	14.094	13.951	11.362	11.907	13.906
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	4.036	4.766	3.884	4.158	5.365
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	2.206	2.260	1.757	1.896	2.149
Øvrige eksterne omkostninger	1.506	1.380	1.221	1.177	1.352
Personaleomkostninger	2.955	3.172	2.971	2.894	3.219
Af- og nedskrivninger	685	871	953	989	917
Driftsomkostninger	11.388	12.449	10.786	11.114	13.002
Resultat af primær drift EBIT	2.706	1.502	576	793	904
Resultat af datter af dattervirksomheder	-	-	-	-	-
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	33	35	22	36	42
Resultat af øvrige værdipapirer og kapitalandele	-	-	-	-	-
Finansielle indtægter	144	221	175	109	120
Finansielle omkostninger	123	213	217	126	167
Resultat før skat	2.760	1.545	556	812	899
Skat af årets resultat	700	465	206	275	276
Årets resultat	2.060	1.080	350	537	623
Minoritetsinteresser	94	76	28	25	-17
Årets resultat efter minoritetsinteresser	1.966	1.004	322	512	640
Udbytte pr. aktie på DKK 10	90,8	46,3	14,9	23,6	29,6
Resultat pr. aktie på DKK 10	90,3	46,1	14,9	23,6	29,5
Udvandet resultat pr. aktie på DKK 10					
Resultatdisponering					
Udbytte	312	207	207	207	207
Overført resultat	1.654	797	115	305	433
Minoritetsinteresser	94	76	28	25	-17
Samlet resultatdisponering	2.060	1.080	350	537	623
Kontrol	-	-	-	-	-
Officiel totalindkomstopgørelse					
Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Årets resultat	2.060	1.080	350	537	623
Anden totalindkomst					
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	25	-590	119	249	-185
Ændret indregning af netto pensionsforpligtelser	-	-	-23	9	-33
Sikringstransaktioner, værdireguleringer	6	34	-50	-3	-9
Skat vedr. sikringstransaktioner, værdireguleringer	-	-8	14	-	-
Skat af anden totalindkomst	-2	-	-	-2	9
Anden totalindkomst i alt	29	-564	60	253	-218
Totalindkomst i alt	2.089	516	410	790	405
Minoritetsinteresser	88	38	18	45	-17
Årets totalindkomst efter minoritetsinteresser	2.001	478	392	745	422

Bilag 1. Officiel balance, fortsat

Rockwool International A/S

Officiel balance

Mio. kr.	Til gns.					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Anlægsaktiver						
Goodwill	45	45	44	44	117	133
Software	62	93	126	125	143	154
Kunderrelationer	-	-	-	-	129	174
Andre immaterielle aktiver	3	46	153	104	62	98
Immaterielle aktiver i alt	110	184	323	273	451	559
Grunde og bygninger	1.721	2.116	2.487	3.037	3.385	3.315
Teknisk anlæg og maskiner	2.609	2.783	3.315	3.886	3.903	3.729
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	111	135	147	128	122	106
Forudbetalinger og anlæg under opførelse	408	805	1.040	289	617	952
Materielle aktiver i alt	4.849	5.839	6.989	7.340	8.027	8.102
Aktier i dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Aktier i associerede virksomheder	185	168	173	217	285	334
Lån til dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Langfristede deposita og tilgodehavender	-	3	22	22	53	67
Udskudte skatteaktiver	147	234	248	272	287	315
Finansielle aktiver i alt	332	405	443	511	625	716
Anlægsaktiver i alt	5.291	6.428	7.755	8.124	9.103	9.377
Omsætningsaktiver						
Varebeholdninger	769	1.267	1.323	801	1.007	1.110
Igangværende arbejder	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavender fra salg	1.437	1.499	1.471	1.299	1.398	1.541
Tilgodehavender fra dattervirksomheder og associerede virksomheder	-	13	11	10	11	12
Andre tilgodehavender	321	366	400	229	251	204
Periodeafgrænsninger	68	64	63	53	57	60
Selskabsskat	-	-	176	84	62	27
Andre kapitalandele og værdipapirer	-	-	-	-	-	-
Likvide beholdninger	725	1.257	444	733	347	347
Omsætningsaktiver i alt	3.320	4.466	3.888	3.209	3.133	3.301
Aktiver i alt	8.611	10.894	11.643	11.333	12.236	12.678
Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiekapital	220	220	220	220	220	220
Valutakursreguleringer	-6	25	-527	-398	-169	-354
Foreslået udbytte	208	312	207	207	207	207
Overført resultat	5.510	7.032	7.791	7.916	8.317	8.569
Sikringstransaktioner	-	-	27	-9	-12	-19
Minoritetsinteresser	101	188	246	269	212	12
Egenkapital i alt	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635
Langfristet forpligtelser						
Udskudt skat	396	460	491	361	420	464
Pensionsforpligtelser	144	151	154	212	212	234
Andre hensatte forpligtelser	157	325	177	230	187	181
Lån fra dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Banklån og andre lån	78	42	804	423	381	489
Langfristet forpligtelser i alt	775	978	1.626	1.226	1.200	1.368
Kortfristede forpligtelser						
Langfristet gæld, der forfalder inden for 1 år	14	2	4	17	171	134
Bankgæld	36	69	76	145	215	475
Leverandører af varer og tjenesteydelser	873	1.047	967	756	957	1.103
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	-	-	-	-	-	-
Selskabsskat	133	164	-	-	-	-
Andre hensatte forpligtelser	26	51	125	64	52	79
Anden gæld	721	806	881	920	866	884
Kortfristede forpligtelser i alt	1.803	2.139	2.053	1.902	2.261	2.675
Forpligtelser i alt	2.578	3.117	3.679	3.128	3.461	4.043
Passiver i alt	8.611	10.894	11.643	11.333	12.236	12.678
Kontrol	-	-	-	-	-	-

Bilag 1. Officiel balance, fortsat
Officiel egenkapitalopgørelse

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital primo 1. januar 20xx	5.075	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775
Ændring af anvendt regnskabspraksis	-	-	-	-	-	-
Egenkapital primo 1. januar 20xx korrigeret	5.075	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775

Totalindkomst

Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	8	31	-552	129	229	-185
Foreslået udbytte	208	312	207	207	207	207
Overført resultat jf. årsrapport	742	1.654	797	115	305	433
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	-	-	-	-23	7	-26
Regulering finansielle instrumenter	10	6	26	-36	-3	-7
Minoritetsinteresser, værdireguleringer	19	94	38	18	45	-17
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	-2	-6	-	-	-	-
Skat af egenkapitalbevægelser	-26	-2	-	-	-	-
Totalindkomst før minoritetsinteresser	959	2.089	516	410	790	405
Afstemning med totalindkomst i årsrapport	-	-	-	-	-	-

Handel med egne aktier	27	-150	-72	5	17	-53
Omkostningsført værdi af udstedte aktieoptioner	8	13	36	28	18	15
Betalt udbytte til aktionærer/minoritetsinteresser	-104	-208	-313	-207	-259	-207
Til-/afgange af minoritetsandele	68	-	20	5	4	-300
Transaktioner med ejerne	-1	-345	-329	-169	-220	-545
Egenkapital ultimo 31. december 20xx	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635

Afstemning til egenkapital i balance

Se årsrapport for specifikation af egenkapitalopgørelse, hvor tallene er hentet fra.

Noter jf. årsrapport

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Finansielle indtægter						
Renteindtægter mv.		68	46	11	11	28
Renteindtægter, dattervirksomheder		-	-	-	-	-
Kursgevinst, valuta		76	175	164	98	92
Finansielle indtægter i alt		144	221	175	109	120

Finansielle omkostninger

Renteomkostninger mv.		46	67	17	31	49
Renteomkostninger, dattervirksomheder		-	-	-	-	-
Kurstab, valuta		77	146	200	95	118
Finansielle omkostninger i alt		123	213	217	126	167

Fordeling af årets skat

Skat af årets resultat		700	465	206	275	276
Skat af anden totalindkomst		2	-8	14	2	-9

Effektiv skatte % for de respektive år jf. årsrapport	25,4%	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%
---	-------	-------	-------	-------	-------

Afskrivninger

Afskrivninger af immaterielle anlægsaktiver		26	31	50	57	68
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver		-	2	59	29	-
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af immaterielle aktiver		-	-	-	-	-46
Afskrivninger af materielle anlægsaktiver		637	760	807	877	872
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver		8	41	22	73	6
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver		-	-	-	-42	-
Nettogevinst/-tab ved salg/udrangering		14	37	15	-5	17
Afskrivninger i alt		685	871	953	989	917

Varebeholdninger

Råvarer og hjælpematerialer	436	661	881	478	585	650
Varer under fremstilling	21	30	40	22	25	39
Fremstillede varer og handelsvarer	312	576	402	301	397	421
Forudbetaling for varer	-	-	-	-	-	-
Varebeholdninger i alt	769	1.267	1.323	801	1.007	1.110

Bilag 2. Reformuleret egenkapitalopgørelse

Rockwool International A/S

Reformuleret egenkapitalopgørelse

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Egenkapital primo 1. januar 20xx	5.075	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775
Transaktioner med ejere						
Handel med egne aktier	27	-150	-72	5	17	-53
Betalt udbytte til aktionærer/minoritetsinteresser	-104	-208	-313	-207	-259	-207
Transaktioner med ejerne i alt	-77	-358	-385	-202	-242	-260
Totalindkomst						
Overført resultat	950	1.966	1.004	322	512	640
Ændring af anvendt regnskabspraksis	-	-	-	-23	7	-26
Valutakursregulering udenlandsk datterselskaber efter skat	8	31	-552	129	229	-185
Regulering af finansielle instrumenter	10	6	26	-36	-3	-7
Skat af egenkapitalbevægelser	-26	-2	-	-	-	-
Totalindkomst	942	2.001	478	392	745	422
Omkostningsført værdi af udstedte aktieoptioner	8	13	36	28	18	15
Egenkapital pr. 31. december 20xx før minoritetsinteresser	5.948	7.689	7.906	8.182	8.726	8.952
Minoritetsinteresser						
Minoritetsinteresser, værdireguleringer	19	94	38	18	45	-17
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	-2	-6	-	-	-	-
Til-/afgange af minoritetsandele	68	-	20	5	4	-300
Minoritetsinteresser i alt	85	88	58	23	49	-317
Egenkapital pr. 31. december 20xx incl. minoritetsinteresser	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635
Afstemning til egenkapital i balance	-	-	-	-	-	-
Afstemning til totalindkomst opgjort i årsrapport	-	-	-	-	-	-

Bilag 3. Reformuleret balance

Rockwool International A/S

Reformuleret balance

Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Kernedriftsaktiver						
Goodwill	45	45	44	44	117	133
Software	62	93	126	125	143	154
Kunderrelationer	-	-	-	-	129	174
Andre immaterielle aktier	3	46	153	104	62	98
Grunde og bygninger	1.721	2.116	2.487	3.037	3.385	3.315
Teknisk anlæg og maskiner	2.609	2.783	3.315	3.886	3.903	3.729
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	111	135	147	128	122	106
Forudbetalinger og anlæg under opførelse	408	805	1.040	289	617	952
Aktier i dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Lån til dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Langfristede deposita og tilgodehavender	-	3	22	22	53	67
Udskudte skatteaktiver	147	234	248	272	287	315
Varebeholdninger	769	1.267	1.323	801	1.007	1.110
Forudbetaling for varer	-	-	-	-	-	-
Igangværende arbejder	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavender fra salg	1.437	1.499	1.471	1.299	1.398	1.541
Tilgodehavender fra dattervirksomheder og associerede	-	13	11	10	11	12
Andre tilgodehavender	321	366	400	229	251	204
Periodeafgrænsninger	68	64	63	53	57	60
Selskabsskat	-	-	176	84	62	27
Driftslikviditet (0,5% af Nettoomsætningen) *	-	70	69	56	59	69
Kernedriftsaktiver i alt (DA)	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
Driftsforpligtelser						
Udskudt skat	396	460	491	361	420	464
Pensionsforpligtelser	144	151	154	212	212	234
Andre hensatte forpligtelser	157	325	177	230	187	181
Lån fra dattervirksomheder	-	-	-	-	-	-
Leverandører af varer og tjenesteydelser	873	1.047	967	756	957	1.103
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	-	-	-	-	-	-
Selskabsskat	133	164	-	-	-	-
Andre hensatte forpligtelser	26	51	125	64	52	79
Anden gæld	721	806	881	920	866	884
Driftsforpligtelser i alt (DF)	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
Kerne Netto Driftsaktiver i alt	5.251	6.535	8.300	7.896	8.969	9.121
Ikke kernedriftsaktiver						
Aktier i associerede virksomheder	185	168	173	217	285	334
Ikke kernedriftsaktiver i alt (DA)	185	168	173	217	285	334
Netto Driftsaktiver i alt (NDA)	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254	9.455
Finansielle aktiver						
Andre kapitalandele og værdipapirer	-	-	-	-	-	-
Likvide beholdninger *	725	1.187	375	677	288	278
Finansielle aktiver i alt (FA)	725	1.187	375	677	288	278
Finansielle forpligtelser						
Langfristet Banklån og andre lån	78	42	804	423	381	489
Langfristet gæld, der forfalder inden for 1 år	14	2	4	17	171	134
Kortfristet Bankgæld	36	69	76	145	215	475
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	128	113	884	585	767	1.098
Netto Finansielle Forpligtelser (NFF)	597	1.074	-509	92	-479	-820
Egenkapital	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635
Minoritets interesser	101	188	246	269	212	12
Egenkapital før minoritets interesser	5.932	7.589	7.718	7.936	8.563	8.623
Afstemning med egenkapital i officiel balance	-	-	-	-	-	-

* Likvide beholdninger er opdelt i driftslikviditet og likvide beholdninger. Driftslikviditeten er skønnet til 0,5% af nettoomsætningen.

Bilag 3. Reformuleret balance, fortsat

Sammendraget Reklassifikation af balance

Aktiver

Kernedriftsaktiver i alt (DA)	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
Ikke kernedriftsaktiver i alt (DA)	185	168	173	217	285	334
Finansielle aktiver i alt (FA)	725	1.187	375	677	288	278
Aktiver i alt	8.611	10.894	11.643	11.333	12.236	12.678

Afstemt med aktiver i officiel balance

-	-	-	-	-	-	-
---	---	---	---	---	---	---

Passiver

Driftsforpligtelser i alt (DF)	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	128	113	884	585	767	1.098
Egenkapital	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635
Passiver i alt	8.611	10.894	11.643	11.333	12.236	12.678

Afstemt med passiver i officiel balance

-	-	-	-	-	-	-
---	---	---	---	---	---	---

Afstemning af aktiver og passiver

-	-	-	-	-	-	-
---	---	---	---	---	---	---

Sammendraget reformuleret balance

Kernedriftsaktiver i alt (DA)	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
Ikke kernedriftsaktiver i alt (DA)	185	168	173	217	285	334
Driftsforpligtelser i alt (DF)	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
Netto Driftsaktiver i alt (NDA)	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254	9.455

Finansielle aktiver i alt (FA)	725	1.187	375	677	288	278
Finansielle forpligtelser i alt (FF)	128	113	884	585	767	1.098
Netto Finansielle aktiver (NFA)	597	1.074	-509	92	-479	-820

Er de finansielle aktiver størst er der Netto Finansielle aktiver og hvis de finansielle forpligtelser er størst er der Netto Finansielle forpligtelser.

Bilag 4. Reformuleret resultatopgørelse

Rockwool International A/S
Reformuleret resultatopgørelse

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Driftsoverskud					
Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365
Bruttofortjeneste	9.872	8.934	7.284	7.574	8.383
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-2.206	-2.260	-1.757	-1.896	-2.149
Øvrige eksterne omkostninger	-1.506	-1.380	-1.221	-1.177	-1.352
Personaleomkostninger	-2.955	-3.172	-2.971	-2.894	-3.219
Af- og nedskrivninger	-685	-871	-953	-989	-917
Driftsoverskud fra salg før skat	2.520	1.251	382	618	746
Skat jf. årsrapport	700	465	206	275	276
+ Skattefordel på finansielle omkostninger	-5	-2	16	6	14
- Skat allokeret til andet driftsoverskud*	47	76	72	59	49
Skat i alt	648	387	150	222	241
Skatteprocent for de respektive år jf. årsrapport	25,4%	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%
Driftsoverskud fra salg efter skat	1.872	864	232	396	505
Andet driftsoverskud					
Andre driftsindtægter	186	251	194	175	158
Resultat af øvrige værdipapirer og kapitalandele	-	-	-	-	-
Andet driftsoverskud før skat	186	251	194	175	158
Skat på andet driftsoverskud*	-47	-76	-72	-59	-49
Andet driftsoverskud efter skat	139	175	122	116	109
Øvrige andet driftsoverskud efter skat poster					
Resultat af datter af dattervirksomheder	-	-	-	-	-
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	33	35	22	36	42
Øvrige andet driftsoverskud efter skat poster i alt	33	35	22	36	42
Andet driftsoverskud i alt	172	210	144	152	151
Reguleringer og egenkapitalbevægelser					
Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	25	-590	119	249	-185
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	-	-	-23	9	-33
Regulering af finansielle instrumenter	6	34	-50	-3	-9
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	-	-8	14	-	-
Skat af egenkapitalbevægelser	-2	-	-	-2	9
Øvrige andet driftsoverskud og egenkapitalbevægelser	29	-564	60	253	-218
Samlet andet driftsoverskud	201	-354	204	405	-67
Driftsoverskud efter skat (Totalindkomst fra driften)	2.073	510	436	801	438
Netto finansielle omkostninger					
Finansielle omkostninger	-123	-213	-217	-126	-167
Finansielle indtægter	144	221	175	109	120
Netto finansielle poster før skat	21	8	-42	-17	-47
Skatteeffekt af finansielle poster	-5	-2	16	6	14
Netto finansielle omkostninger efter skat	16	6	-26	-11	-33
Koncernresultat	-	2.089	516	790	405
Minoritetsinteresser	-88	-38	-18	-45	17
Totalindkomst	2.001	478	392	745	422
Totalindkomst jf. reformuleret egenkapitalopgørelse	2.001	478	392	745	422
Afstemning af totalindkomst	-	-	-	-	-

Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP)

Rockwool International A/S Mio. kr.	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Core driftsoverskud						
Core Nettoomsætning		13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger		-4.036	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365
Core Bruttofortjeneste		9.872	8.934	7.284	7.574	8.383
Core Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger		-2.206	-2.260	-1.757	-1.896	-2.149
Core Øvrige eksterne omkostninger		-1.506	-1.380	-1.221	-1.177	-1.352
Core Personaleomkostninger		-2.955	-3.172	-2.971	-2.894	-3.219
Core Afskrivninger *		-663	-791	-857	-934	-940
Core driftsoverskud fra salg før skat		2.542	1.331	478	673	723
Skat på Core driftsoverskud fra salg **		-653	-411	-185	-240	-235
Core Driftsoverskud fra salg efter skat		1.889	920	293	433	488
Core andet driftsoverskud						
Core Andre driftsindtægter		186	251	194	175	158
Resultat af øvrige værdipapirer og kapitalandele		-	-	-	-	-
Core andet driftsoverskud		186	251	194	175	158
Skat på Core andet driftsoverskud		-47	-76	-72	-59	-49
Core andet driftsoverskud		139	175	122	116	109
Resultat af datter af dattervirksomheder		-	-	-	-	-
Resultat fra associerede virksomheder efter skat		33	35	22	36	42
Samlet Core andet driftsoverskud		172	210	144	152	151
Samlet Core driftsoverskud		2.061	1.130	437	585	640
+/- Usædvanlige poster						
Nettogeinst/-tab ved salg/udrangering		-14	-37	-15	5	-17
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver		-	-2	-59	-29	-
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af immaterielle aktiver		-	-	-	-	46
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver		-8	-41	-22	-73	-6
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver		-	-	-	42	-
Kursgeinst, valuta (driftsrelateret)		76	175	164	98	92
Kurstab, valuta (driftsrelateret)		-77	-146	-200	-95	-118
Usædvanlige poster før skat		-23	-51	-132	-52	-3
Skat på usædvanlige poster		6	15	49	18	1
Usædvanlige poster efter skat		-17	-36	-83	-34	-2
Øvrige usædvanlige poster efter skat						
Gevinst ved salg af virksomhed efter skat		-	-	-	-	-
Reguleringer og egenkapitalbevægelser						
Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat		25	-590	119	249	-185
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat		-	-	-23	9	-33
Regulering af finansielle instrumenter		6	34	-50	-3	-9
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser		-	-8	14	-	-
Skat af egenkapital bevægelser		-2	-	-	-2	9
Øvrige usædvanlige poster og egenkapitalbevægelser		29	-564	60	253	-218
Totalindkomst fra driften		2.073	531	414	803	420
Core finansielle omkostninger						
Core Finansielle omkostninger		-46	-67	-17	-31	-49
Core Finansielle indtægter		68	46	11	11	28
Core netto finansielle poster før skat		22	-21	-6	-20	-21
Skatteeffekt af Core finansielle poster		-6	6	2	7	6
Core netto finansielle omkostninger efter skat		16	-15	-4	-13	-15
Koncernresultat		2.089	516	410	790	405
Minoritetsinteresser		-88	-38	-18	-45	17
Totalindkomst		2.001	478	392	745	422
Totalindkomst jf. reformuleret egenkapitalopgørelse		2.001	478	392	745	422
Afstemning af totalindkomst		-	-	-	-	-

Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP) fortsat

Rockwool International A/S

*

Core Afskrivninger

Afskrivninger af immaterielle anlægsaktiver	26	31	50	57	68
Afskrivninger af materielle anlægsaktiver	637	760	807	877	872
	663	791	857	934	940

UP Afskrivninger

Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver	-	2	59	29	-
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af immaterielle aktiver	-	-	-	-	-46
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver	8	41	22	73	6
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver	-	-	-	-42	-
Nettogeinst/-tab ved salg/udrangering	14	37	15	-5	17
	22	80	96	55	-23

**

Skat jf. årsrapport	700	465	206	275	276
+ Skattefordel på core netto finansielle omkostninger	-6	6	2	7	6
- Skat på usædvanlige poster	-6	-15	-49	-18	-1
- Skat på core andet driftsoverskud	47	76	72	59	49
Skat i alt	653	411	185	240	235
Skatteprocent for de respektive år jf. årsrapport	25,4%	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%

Konsekvens af Kurs reg. Valuta som UP i stedet for at indgå i nettofinansielle omk.

Core nettofinansielle omkostninger efter skat jf. ovenstående	16	-15	-4	-13	-15
+ Kursreg. Valuta netto UP	-1	29	-36	3	-26
- Skatteeffekt af Kursreg. Valuta UP	-0	9	-13	1	-8
	16	6	-26	-11	-33

Netto finansielle omkostninger efter skat jf. reformuleret res.

Afstemning Nettofinansielle omk.	16	6	-26	-11	-33
	-0	-0	-0	-0	0

NB. Ændringen betyder at driftsoverskud fra reformuleret resultatopgørelse ikke stemmer med driftsoverskud fra reformuleret

Driftsoverskud efter skat (Totalindkomst fra driften) jf.

reformuleret resultatopg.	2.073	510	436	801	438
Totalindkomst fra driften jf. ovenstående Core/UP					
reformuleret opgørelse	2.073	531	414	803	420
Forskel	0	-21	22	-2	18

Samlet ændring

Afstemning	1	-20	23	-2	18
	-0	-0	-0	-0	0

**Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP)
fortsat**

Rockwool International A/S

Core Nøgletal

Mio. kr.		2007	2008	2009	2010	2011
ROE = Totalindkomst /EK						
Totalindkomst		2.001	478	392	745	422
Egenkapital (EK)	6.033	7.777	7.964	8.205	8.775	8.635
gns. Egenkapital (EK)		6.905	7.871	8.085	8.490	8.705
ROE		29,0%	6,1%	4,8%	8,8%	4,8%

ROE før MIN=(Totalindkomst+Minoriternesresultat andel)/(EK+MIN)

Totalindkomst før minoritetsinteresser		2.089	516	410	790	405
ROE før MIN		30,3%	6,6%	5,1%	9,3%	4,7%

Niveau 1

ROIC=(CoreDOsalg/NDA)+(CoreAndetDO/NDA)+(UP/NDA)

CoreDOsalg		1.889	920	293	433	488
CoreAndetDO		172	210	144	152	151
UP + egenkapitalbevægelser		12	-600	-23	219	-220
Totalindkomst fra driften		2.073	531	414	803	420
NDA	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254	9.455
gns. NDA		6.070	7.588	8.293	8.684	9.355
Core ROIC salg/NDA		31,1%	12,1%	3,5%	5,0%	5,2%
Core ROIC andet DO/NDA		2,8%	2,8%	1,7%	1,7%	1,6%
UP/NDA		0,2%	-7,9%	-0,3%	2,5%	-2,4%
Samlet ROIC		34,1%	7,0%	5,0%	9,2%	4,5%

Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP)
fortsat

Rockwool International A/S

Niveau 2

Core ROIC salg/NDA=(CoreOGsalg*AOH)+(CoreAndetDO/NDA)+(UP/NDA)

Core OG salg=Core Do salg efter skat/nettoomsætning

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core DO salg	1.889	920	293	433	488
Core OG salg	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%

Aktivernes omsætningshastighed AOH = Nettoomsætning/Nettodriftsaktiver (NDA)

NDA	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254	9.455
gns. NDA		6.070	7.588	8.293	8.684	9.355
AOH		2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Inverse værdi af AOH (1/AOH)		0,44	0,55	0,74	0,74	0,68

Core ROIC salg	31,1%	12,1%	3,5%	5,0%	5,2%
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Core OG Andet=CoreAndet Do efter skat/nettoomsætning

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core Andet DO	172	210	144	152	151
Core Andet OG	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%

AOH	2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Inverse værdi af AOH (1/AOH)	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68

Core ROIC Andet=CoreAndet OG *AOH	2,8%	2,8%	1,7%	1,7%	1,6%
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

UP OG =UP/nettoomsætning

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
UP	12	-600	-23	219	-220
UP OG	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%

AOH	2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Inverse værdi af AOH (1/AOH)	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68

ROIC UP	0,2%	-7,9%	-0,3%	2,5%	-2,4%
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Samlet OG

Core OG salg	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%
Core Andet OG	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
UP OG	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%
Samlet OG	14,9%	3,9%	3,7%	6,8%	3,1%

AOH samlet	2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Samlet ROIC	34,1%	7,0%	5,0%	9,2%	4,5%

Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
------------	------	------	------	------	------

**Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP)
fortsat**

Rockwool International A/S

Dekomponering af Niveau 3 for Core OGsalg AOH ses under den oprindelige nøgletals beregning.

Core OG salg

Core Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-29,0%	-34,8%	-34,8%	-35,4%	-39,0%
Core Bruttofortjeneste	9.872	8.934	7.284	7.574	8.383
Core Bruttofortjeneste	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%
Core Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-2.206	-2.260	-1.757	-1.896	-2.149
Core Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-15,9%	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%
Core Øvrige eksterne omkostninger	-1.506	-1.380	-1.221	-1.177	-1.352
Core Øvrige eksterne omkostninger	-10,8%	-10,1%	-10,9%	-10,0%	-9,8%
Core Personaleomkostninger	-2.955	-3.172	-2.971	-2.894	-3.219
Core Personaleomkostninger	-21,2%	-23,2%	-26,6%	-24,7%	-23,4%
Core Afskrivninger *	-663	-791	-857	-934	-940
Core Afskrivninger *	-4,8%	-5,8%	-7,7%	-8,0%	-6,8%
Core driftsoverskud fra salg før skat	2.542	1.331	478	673	723
Core driftsoverskud fra salg før skat	18,3%	9,7%	4,3%	5,7%	5,3%
Skat på Core driftsoverskud fra salg **	-653	-411	-185	-240	-235
Skat på Core driftsoverskud fra salg **	-4,7%	-3,0%	-1,7%	-2,0%	-1,7%
Core Driftsoverskud fra salg efter skat	1.889	920	293	433	488
Core Driftsoverskud fra salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%

Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP) fortsat

Rockwool International A/S

Dekomponering af Niveau 3 for OG Andet og UP ses nedenunder.

Core OG Andet

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core andet driftsoverskud	186	251	194	175	158
Core andet driftsoverskud	1,3%	1,8%	1,7%	1,5%	1,1%
Skat på Core andet driftsoverskud	-47	-76	-72	-59	-49
Skat på Core andet driftsoverskud	-0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,4%
Core andet driftsoverskud	139	175	122	116	109
Core andet driftsoverskud	1,0%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Resultat af datter af dattervirksomheder	-	-	-	-	-
Resultat af datter af dattervirksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	33	35	22	36	42
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
Samlet Core andet driftsoverskud	172	210	144	152	151
Samlet Core andet driftsoverskud	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%

OG UP

+/- Usædvanlige poster

Nettogeinst/-tab ved salg/udrangering	-14	-37	-15	5	-17
Nettogeinst/-tab ved salg/udrangering	-0,1%	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,1%
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver	-	-2	-59	-29	-
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,2%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger	-	-	-	-	46
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver	-8	-41	-22	-73	-6
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,6%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver	-	-	-	42	-
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Kursgevinst, valuta (driftsrelateret)	76	175	164	98	92
Kursgevinst, valuta (driftsrelateret)	0,5%	1,3%	1,5%	0,8%	0,7%
Kurstab, valuta (driftsrelateret)	-77	-146	-200	-95	-118
Kurstab, valuta (driftsrelateret)	-0,6%	-1,1%	-1,8%	-0,8%	-0,9%
Usædvanlige poster før skat	-23	-51	-132	-52	-3
Usædvanlige poster før skat	-0,2%	-0,4%	-1,2%	-0,4%	0,0%
Skat på usædvanlige poster	6	15	49	18	1
Skat på usædvanlige poster	0,0%	0,1%	0,4%	0,2%	0,0%
Usædvanlige poster efter skat	-17	-36	-83	-34	-2
Usædvanlige poster efter skat	-0,1%	-0,3%	-0,7%	-0,3%	0,0%

Øvrige usædvanlige poster efter skat

Gevinst ved salg af virksomhed efter skat	0	0	0	0	0
Gevinst ved salg af virksomhed efter skat	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Reguleringer og egenkapitalbevægelser

Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	25	-590	119	249	-185
Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	0,2%	-4,3%	1,1%	2,1%	-1,3%
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	0	0	-23	9	-33
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	0,0%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,2%
Regulering af finansielle instrumenter	6	34	-50	-3	-9
Regulering af finansielle instrumenter	0,0%	0,2%	-0,4%	0,0%	-0,1%
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	0	-8	14	0	0
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Skat af egenkapital bevægelser	-2	0	0	-2	9
Skat af egenkapital bevægelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Øvrige usædvanlige poster og egenkapitalbevægelser	29	-564	60	253	-218
Øvrige usædvanlige poster og egenkapitalbevægelser	0,2%	-4,1%	0,5%	2,2%	-1,6%

Bilag 5.Reformuleret resultatopgørelse opdelt i permanente (Core) og usædvanlige poster (UP) fortsat

Rockwool International A/S

Opsummeret drivere OG

Core Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-29,0%	-34,8%	-34,8%	-35,4%	-39,0%
Core Bruttofortjeneste	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%
Core Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-15,9%	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%
Core Øvrige eksterne omkostninger	-10,8%	-10,1%	-10,9%	-10,0%	-9,8%
Core Personaleomkostninger	-21,2%	-23,2%	-26,6%	-24,7%	-23,4%
Core Afskrivninger *	-4,8%	-5,8%	-7,7%	-8,0%	-6,8%
Core driftsoverskud fra salg før skat	18,3%	9,7%	4,3%	5,7%	5,3%
Skat på Core driftsoverskud fra salg **	-4,7%	-3,0%	-1,7%	-2,0%	-1,7%
Core OG salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Core andet driftsoverskud	1,3%	1,8%	1,7%	1,5%	1,1%
Skat på Core andet driftsoverskud	-0,3%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,4%
Core andet driftsoverskud	1,0%	1,3%	1,1%	1,0%	0,8%
Resultat af datter af dattervirksomheder	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	0,2%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%
Samlet Core andet driftsoverskud	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+/- Usædvanlige poster					
Nettogevinst/-tab ved salg/udrangering	-0,1%	-0,3%	-0,1%	0,0%	-0,1%
Nedskrivning af immaterielle anlægsaktiver	0,0%	0,0%	-0,5%	-0,2%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af immaterielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%
Nedskrivning af materielle anlægsaktiver	-0,1%	-0,3%	-0,2%	-0,6%	0,0%
Tilbageførsel af tidligere nedskrivninger af materielle aktiver	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,0%
Kursgevinst, valuta (driftsrelateret)	0,5%	1,3%	1,5%	0,8%	0,7%
Kurstab, valuta (driftsrelateret)	-0,6%	-1,1%	-1,8%	-0,8%	-0,9%
Usædvanlige poster før skat	-0,2%	-0,4%	-1,2%	-0,4%	0,0%
Skat på usædvanlige poster	0,0%	0,1%	0,4%	0,2%	0,0%
Usædvanlige poster efter skat	-0,1%	-0,3%	-0,7%	-0,3%	0,0%
Øvrige usædvanlige poster efter skat					
Gevinst ved salg af virksomhed efter skat	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Reguleringer og egenkapitalbevægelser					
Valutakursreguleringer udenlandsk datterselskaber efter skat	0,2%	-4,3%	1,1%	2,1%	-1,3%
Ændring af anvendt regnskabspraksis indgår som del af overført resultat	0,0%	0,0%	-0,2%	0,1%	-0,2%
Regulering af finansielle instrumenter	0,0%	0,2%	-0,4%	0,0%	-0,1%
Valutakursreguleringer af minoritetsinteresser	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Skat af egenkapital bevægelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%
Øvrige usædvanlige poster og egenkapitalbevægelser	0,2%	-4,1%	0,5%	2,2%	-1,6%
Samlet UP + egenkapitalbevægelser	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%
Afstemning Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Core OG salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%
Samlet Core andet driftsoverskud	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
Samlet UP + egenkapitalbevægelser	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%
Samlet OG	14,9%	3,9%	3,7%	6,8%	3,1%
Afstemning samlet Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Bilag 6. Trend

Rockwool International A/S

Indeks 100

Trend

	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning	100,00	98,50	80,30	84,35	98,85
Andre driftsindtægter	100,00	134,95	104,30	94,09	84,95
Driftsindtægter	100,00	98,99	80,62	84,48	98,67
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	100,00	118,09	96,23	103,02	132,93
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	100,00	102,45	79,65	85,95	97,42
Øvrige eksterne omkostninger	100,00	91,63	81,08	78,15	89,77
Personaleomkostninger	100,00	107,34	100,54	97,94	108,93
Af- og nedskrivninger	100,00	127,15	139,12	144,38	133,87
Driftsomkostninger	100,00	109,32	94,71	97,59	114,17
Resultat af primær drift EBIT	100,00	55,51	21,29	29,31	33,41
Resultat af datter af dattervirksomheder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Resultat fra associerede virksomheder efter skat	100,00	106,06	66,67	109,09	127,27
Finansielle indtægter	100,00	153,47	121,53	75,69	83,33
Finansielle omkostninger	100,00	173,17	176,42	102,44	135,77
Resultat før skat	100,00	55,98	20,14	29,42	32,57
Skat af årets resultat	100,00	66,43	29,43	39,29	39,43
Årets resultat	100,00	52,43	16,99	26,07	30,24
Minoritetsinteresser	100,00	80,85	29,79	26,60	-18,09
Årets resultat efter minoritetsinteresser	100,00	51,07	16,38	26,04	32,55
Udbytte pr. aktie på DKK 10	100,00	50,99	16,41	25,99	32,60
Resultat pr. aktie på DKK 10	100,00	51,05	16,50	26,14	32,67
Udvandet resultat pr. aktie på DKK 10					

Totalindkomstopgørelse

	2007	2008	2009	2010	2011
Årets resultat	100,00	52,43	16,99	26,07	30,24
Anden totalindkomst					
Valutakursregulering af udenlandske dattervirksomheder	100,00	-2.360,00	476,00	996,00	-740,00
Ændret indregning af netto pensionsforpligtelser	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Sikringstransaktioner, værdireguleringer	100,00	566,67	-833,33	-50,00	-150,00
Skat af anden totalindkomst	100,00	-	-	100,00	-450,00
Anden totalindkomst i alt	100,00	-1.944,83	206,90	872,41	-751,72
Totalindkomst i alt	100,00	24,70	19,63	37,82	19,39
Minoritetsinteresser	100,00	43,18	20,45	51,14	-19,32
Årets totalindkomst efter minoritetsinteresser	100,00	23,89	19,59	37,23	21,09
	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

Bilag 6. Trend, fortsat

Rockwool International A/S

Balance

	2007	2008	2009	2010	2011
Anlægsaktiver					
Goodwill	100,00	97,78	97,78	260,00	295,56
Software	100,00	135,48	134,41	153,76	165,59
Kunderelationer	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Andre immaterielle aktier	100,00	332,61	226,09	134,78	213,04
Immaterielle aktiver i alt	100,00	175,54	148,37	245,11	303,80
Grunde og bygninger	100,00	117,53	143,53	159,97	156,66
Tekniks anlæg og maskiner	100,00	119,12	139,63	140,24	133,99
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	100,00	108,89	94,81	90,37	78,52
Forudbetalinger og anlæg under opførelse	100,00	129,19	35,90	76,65	118,26
Materielle aktiver i alt	100,00	119,70	125,71	137,47	138,76
Aktiver i dattervirksomheder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Aktier i associerede virksomheder	100,00	102,98	129,17	169,64	198,81
Lån til dattervirksomheder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Langfristede deposita og tilgodehavender	100,00	733,33	733,33	1.766,67	2.233,33
Udskudte skatteaktiver	100,00	105,98	116,24	122,65	134,62
Finansielle aktiver i alt	100,00	109,38	126,17	154,32	176,79
Anlægsaktiver i alt	100,00	120,64	126,38	141,61	145,88
Omsætningsaktiver					
Varebeholdninger	100,00	104,42	63,22	79,48	87,61
Igangværende arbejder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Tilgodehavender fra salg	100,00	98,13	86,66	93,26	102,80
Tilgodehavender fra dattervirksomheder og associerede	100,00	84,62	76,92	84,62	92,31
Andre tilgodehavender	100,00	109,29	62,57	68,58	55,74
Periodeafgrænsninger	100,00	98,44	82,81	89,06	93,75
Selskabsskat	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Likvide beholdninger	100,00	35,32	58,31	27,61	27,61
Omsætningsaktiver i alt	100,00	87,06	71,85	70,15	73,91
Aktiver i alt	100,00	106,88	104,03	112,32	116,38
Passiver					
	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiekapital	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Valutakursreguleringer	100,00	-2.108,00	-1.592,00	-676,00	-1.416,00
Foreslået udbytte	100,00	66,35	66,35	66,35	66,35
Overført resultat	100,00	110,79	112,57	118,27	121,86
Sikringstransaktioner	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Minoritetsinteresser	100,00	130,85	143,09	112,77	6,38
Egenkapital i alt	100,00	102,40	105,50	112,83	111,03
Langfristet forpligtelser	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Udskudt skat	100,00	106,74	78,48	91,30	100,87
Pensionsforpligtelser	100,00	101,99	140,40	140,40	154,97
Andre hensatte forpligtelser	100,00	54,46	70,77	57,54	55,69
Lån fra dattervirksomheder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Banklån og andre lån	100,00	1.914,29	1.007,14	907,14	1.164,29
Langfristet forpligtelser i alt	100,00	166,26	125,36	122,70	139,88
Kortfristede forpligtelser	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Langfristet gæld, der forfalder inden for 1 år	100,00	200,00	850,00	8.550,00	6.700,00
Bankgæld	100,00	110,14	210,14	311,59	688,41
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100,00	92,36	72,21	91,40	105,35
Gæld til dattervirksomheder og associerede virksomheder	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Selskabsskat	100,00	-	-	-	-
Andre hensatte forpligtelser	100,00	245,10	125,49	101,96	154,90
Anden gæld	100,00	109,31	114,14	107,44	109,68
Kortfristede forpligtelser i alt	100,00	95,98	88,92	105,70	125,06
Forpligtelser i alt	100,00	118,03	100,35	111,04	129,71
Passiver i alt	100,00	106,88	104,03	112,32	116,38
Kontrol	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

Bilag 7. Nøgletalsanalyse

Rockwool International A/S

Nøgletalsanalyse ud fra reformuleret resultatopgørelse

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
ROE = Totalindkomst / EK					
Totalindkomst	2.001	478	392	745	422
Egenkapital (EK)	6.033	7.777	7.964	8.775	8.635
gns. Egenkapital (EK)	6.905	7.871	8.085	8.490	8.705
ROE	29,0%	6,1%	4,8%	8,8%	4,8%
ROE før MIN=(Totalindkomst+Minoriternesresultat andel)/(EK+MIN)					
Totalindkomst før minoritetsinteresser	2.089	516	410	790	405
ROE før MIN	30,3%	6,6%	5,1%	9,3%	4,7%

Niveau 1 Finansiell Gearing

Dekomponering af ROE

ROE=ROIC + finansiell gearing

ROIC=DO/NDA

Driftsoverskud efter skat (DO)	2.073	510	436	801	438
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.436	6.703	8.473	9.254	9.455
gns. Nettodriftsaktiver (NDA)	6.070	7.588	8.293	8.684	9.355
ROIC	34,2%	6,7%	5,3%	9,2%	4,7%

FGEAR=NFF/EK

Nettofinansielle aktiver (NFA) /Nettofinansielle

forpligtelser (NFF)	597	1.074	-509	92	-479	-820
gns. Nettofinansielle aktiver (NFA)	836	283	-	-	-	-
gns. Nettofinansielle forpligtelser (NFF)	-	-	-209	-194	-650	-

For 2007 og 2008 har Rockwool gns. Nettofinansielle aktiver (NFA)

For 2009 -2011 har Rockwool gns. Nettofinansielle forpligtelser (NFF)

FGEAR	-0,12	-0,04	0,03	0,02	0,07
--------------	--------------	--------------	-------------	-------------	-------------

RNFA=NFI/NFA

Nettofinansielle indtægter efter skat (NFI)

gns. Nettofinansielle aktiver (NFA)	836	283	-	-	-
RNFA	1,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%

r=NFO/NFF

Nettofinansielle omkostninger efter skat (NFO)

gns. Nettofinansielle forpligtelser (NFF)	-	-	-209	-194	-650
r	0,0%	0,0%	12,5%	5,7%	5,1%

Samlet rente påvirkning

	-1,9%	-2,1%	12,5%	5,7%	5,1%
SPREAD=ROIC-r	36,1%	8,8%	-7,2%	3,5%	-0,4%

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Nøgletalsanalyse ud fra reformuleret resultatopgørelse

	2007	2008	2009	2010	2011
MIA=(Totalindkomst/(totalindkomst + minoriternes resultatandel))/(EK/(EK+MIN))					
Totalindkomst	942	2.001	478	392	745
Totalindkomst for koncern	857	2.089	516	410	790
Moderselskabsandel af egenkapital	5.932	7.589	7.718	7.936	8.563
gns. Moderselskabsandel af egenkapital		6.761	7.654	7.827	8.250
Minoritetsinteresser (MIN)	85	88	58	23	49
gns. Minoritetsinteresser (MIN)		87	73	41	36
Minoriteters resultatandel		88	38	18	45
Totalindkomst/(Totalindkomst+minoriternes resultatandel)	0,9579	0,9264	0,9561	0,9430	1,0420
EK/(EK+MIN)	0,9888	0,9953	0,9978	0,9949	1,0020
Minoriteternes andel MIA	0,9687	0,9308	0,9582	0,9479	1,0399
ROE jf. top	29,0%	6,1%	4,8%	8,8%	4,8%
Afstemning ROE før MIA*MIA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Afstemning af ROE ved NFA					
$ROE = (ROIC - ((NFA/EK) * (ROIC - RNFA))) * MIA$					
NFA/EK	0,1210	0,0359	0,0000	0,0000	0,0000
ROIC	34,2%	6,7%	5,3%	9,2%	4,7%
RNFA	1,9%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%
ROIC-RNFA	32,2%	4,6%	5,3%	9,2%	4,7%
$(NFA/EK) * (ROIC - RNFA)$	3,9%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE før MIA = $ROIC - ((NFA/EK) * (ROIC - RNFA))$	30,3%	6,6%	5,3%	9,2%	4,7%
ROE hvis der er NFF					
$ROE = (ROIC + ((NFF/EK + MIN) * (ROIC - r))) * MIA$					
$ROE = (ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))) * MIA$					
ROIC	34,2%	6,7%	5,3%	9,2%	4,7%
$FGEAR = (NFF/EK + MIN)$	0,0000	0,0000	0,0257	0,0227	0,0758
$SPREAD = ROIC - r$	36,1%	8,8%	-7,2%	3,5%	-0,4%
$FGEAR * SPREAD$	0,0%	0,0%	-0,2%	0,1%	0,0%
ROE før MIA = $ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))$	34,2%	6,7%	5,1%	9,3%	4,7%
$ROE = (ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))) * MIA$	33,1%	6,3%	4,9%	8,8%	4,8%
Afstemning	4,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
DGEAR=DF/NDA					
Drifts forpligtelser (DF)	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694
gns. Drifts forpligtelser (DF)		2.727	2.900	2.669	2.619
Netto driftsaktiver (NDA)	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254
gns. Netto driftsaktiver (NDA)		6.070	7.588	8.293	8.684
DGEAR	44,9%	38,2%	32,2%	30,2%	30,1%

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.

2007

2008

2009

2010

2011

Niveau 2

Dekomponering af ROIC

$$\text{ROIC} = \text{OG} * \text{AOH}$$

Overskudsgrad (OG)=Driftsoverskud efter skat/nettoomsætning

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Driftsoverskud efter skat	2.073	510	436	801	438
Overskudsgrad (OG)	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%

Aktivernes omsætningshastighed AOH = Nettoomsætning/Nettodriftsaktiver (NDA)

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Nettodriftsaktiver (NDA)	5.436	6.703	8.473	9.254	9.455
gns. Nettodriftsaktiver (NDA)	6.070	7.588	8.293	8.684	9.355
Aktivernes omsætningshastighed AOH	2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Inverse værdi af AOH (1/AOH)	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68

ROIC=OG*AOH	34,2%	6,7%	5,3%	9,2%	4,7%
--------------------	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Afstemning af ROIC til Niveau 1	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
---------------------------------	------	------	------	------	------

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.

2007

2008

2009

2010

2011

Niveau 3

Dekomponering af OG og AOH

OG-drivere (%)

OG=OG salg + OG andre poster

Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-29,0%	-34,8%	-34,8%	-35,4%	-39,0%

Bruttoavance=Bruttofortjeneste/Nettoomsætning

Bruttofortjeneste	9.872	8.934	7.284	7.574	8.383
-------------------	-------	-------	-------	-------	-------

Bruttoavance	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%
---------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Leverings- og indirekte omkostninger	-2.206	-2.260	-1.757	-1.896	-2.149
Leverings- og indirekte omkostninger	-15,9%	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%

Øvrige eksterne omkostninger	-1.506	-1.380	-1.221	-1.177	-1.352
Øvrige eksterne omkostninger	-10,8%	-10,1%	-10,9%	-10,0%	-9,8%

Personaleomkostninger	-2.955	-3.172	-2.971	-2.894	-3.219
Personaleomkostninger	-21,2%	-23,2%	-26,6%	-24,7%	-23,4%

Af- og nedskrivninger	-685	-871	-953	-989	-917
Af- og nedskrivninger	-4,9%	-6,4%	-8,5%	-8,4%	-6,7%

OG salg før skat (sum af ovenstående)	18,1%	9,1%	3,4%	5,3%	5,4%
--	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------

OG salg før skat jf. reformuleret resultatopgørelse	2.520	1.251	382	618	746
OG salg før skat jf. reformuleret resultatopgørelse	18,1%	9,1%	3,4%	5,3%	5,4%
kontrol afstemning	0%	0%	0%	0%	0%

Skatteomkostninger vedr. salg	-648	-387	-150	-222	-241
Skatteomkostninger vedr. salg	-4,7%	-2,8%	-1,3%	-1,9%	-1,8%

OG salg efter skat=OG salg før skat - skat	13,5%	6,3%	2,1%	3,4%	3,7%
---	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------

OG salg efter skat jf. reformuleret resultat opgørelse	1.872	864	232	396	505
OG salg efter skat jf. reformuleret resultat opgørelse	13,5%	6,3%	2,1%	3,4%	3,7%
kontrol afstemning	0%	0%	0%	0%	0%

Andet driftsoverskud efter skat	172	210	144	152	151
Andet driftsoverskud efter skat	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%

Øvrige andet driftsoverskud og egenkapitalbevægelser	29	-564	60	253	-218
Øvrige andet driftsoverskud og egenkapitalbevægelser	0,2%	-4,1%	0,5%	2,2%	-1,6%

Samlet OG andre poster efter skat (sum af to ovenstående)	1,4%	-2,6%	1,8%	3,5%	-0,5%
--	-------------	--------------	-------------	-------------	--------------

OG andre poster efter skat jf. reformuleret resultatopgørelse	201	-354	204	405	-67
OG andre poster efter skat jf. reformuleret resultatopgørelse	1,4%	-2,6%	1,8%	3,5%	-0,5%
kontrol afstemning	0%	0%	0%	0%	0%

Samlet driftsoverskud efter skat (OG)

OG salg efter skat + OG andre poster efter skat	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%
--	--------------	-------------	-------------	-------------	-------------

OG jf. reformuleret resultatopgørelse	2.073	510	436	801	438
OG jf. reformuleret resultatopgørelse	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%
kontrol afstemning	0%	0%	0%	0%	0%

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
OG jf. Niveau 2	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%
Samlet kontrol afstemning af OG til Niveau 2	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Effektiv skatteprocent= skat på driftsoverskud fra salg / driftsoverskud fra salg	25,7%	30,9%	39,3%	35,9%	32,3%

Opsummering af OG drivere	2007	2008	2009	2010	2011
Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger	-29,0%	-34,8%	-34,8%	-35,4%	-39,0%
Bruttoavance	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%
Leverings- og indirekte omkostninger	-15,9%	-16,5%	-15,7%	-16,2%	-15,6%
Øvrige eksterne omkostninger	-10,8%	-10,1%	-10,9%	-10,0%	-9,8%
Personaleomkostninger	-21,2%	-23,2%	-26,6%	-24,7%	-23,4%
Af- og nedskrivninger	-4,9%	-6,4%	-8,5%	-8,4%	-6,7%
OG salg før skat (sum af ovenstående)	18,1%	9,1%	3,4%	5,3%	5,4%
Skatteomkostninger vedr. salg	-4,7%	-2,8%	-1,3%	-1,9%	-1,8%
OG salg efter skat=OG salg før skat - skat	13,5%	6,3%	2,1%	3,4%	3,7%
Andet driftsoverskud efter skat	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%
Øvrige andet driftsoverskud og egenkapitalbevægelser	0,2%	-4,1%	0,5%	2,2%	-1,6%
Samlet OG andre poster efter skat (sum af to ovenstående)	1,4%	-2,6%	1,8%	3,5%	-0,5%
OG salg efter skat + OG andre poster efter skat	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%
Samlet OG jf. Niveau 2	14,9%	3,7%	3,9%	6,8%	3,2%
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

AOH-Drivere (1/AOH)

Nettoomsætning		13.908	13.700	11.168	11.732	13.748
Immaterielle anlægsaktiver	110	184	323	273	451	559
gns. Immaterielle anlægsaktiver		147	254	298	362	505
AOH Immaterielle anlægsaktiver		94,61	54,04	37,48	32,41	27,22
Inverse AOH Immaterielle anlægsaktiver		0,01	0,02	0,03	0,03	0,04
Materielle anlægsaktiver	4.849	5.839	6.989	7.340	8.027	8.102
gns. Materielle anlægsaktiver		5.344	6.414	7.165	7.684	8.065
AOH Materielle anlægsaktiver		2,60	2,14	1,56	1,53	1,70
Inverse AOH Materielle anlægsaktiver		0,38	0,47	0,64	0,65	0,59
Finansielle anlægsaktiver	147	237	270	294	340	382
gns. Finansielle anlægsaktiver		192	254	282	317	361
AOH Finansielle anlægsaktiver		72,44	54,04	39,60	37,01	38,08
Inverse AOH Finansielle anlægsaktiver		0,01	0,02	0,03	0,03	0,03
Varebeholdninger	769	1.267	1.323	801	1.007	1.110
gns. Varebeholdninger		1.018	1.295	1.062	904	1.059
AOH Varebeholdninger		13,66	10,58	10,52	12,98	12,99
Inverse AOH Varebeholdninger		0,07	0,09	0,10	0,08	0,08
Tilgodehavender fra salg	1.437	1.499	1.471	1.299	1.398	1.541
gns. Tilgodehavender fra salg		1.468	1.485	1.385	1.349	1.470
AOH Tilgodehavender fra salg		9,47	9,23	8,06	8,70	9,36
Inverse AOH Tilgodehavende fra salg		0,11	0,11	0,12	0,11	0,11

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.		2007	2008	2009	2010	2011
Andre driftsaktiver	389	513	719	432	440	372
gns. Andre driftsaktiver		451	616	576	436	406
AOH Andre driftsaktiver		30,84	22,24	19,41	26,91	33,86
Inverse AOH Andre driftsaktiver		0,03	0,04	0,05	0,04	0,03
Kernedriftsaktiver (DA) (sum af ovenstående)	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
gns. Kernedriftsaktiver (DA)		8.620	10.317	10.767	11.051	11.865
AOH Kernedriftsaktiver		1,61	1,33	1,04	1,06	1,16
Inverse AOH Kernedriftsaktiver		0,62	0,75	0,96	0,94	0,86
Kernedriftsaktiver (DA) jf. reformuleret balance	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
gns. Kernedriftsaktiver		8.620	10.317	10.767	11.051	11.865
AOH Kernedriftsaktiver		1,61	1,33	1,04	1,06	1,16
Inverse AOH Kernedriftsaktiver		0,62	0,75	0,96	0,94	0,86
kontrol afstemning		0%	0%	0%	0%	0%
Udskudt skat	396	460	491	361	420	464
gns. Udskudt skat		428	476	426	391	442
AOH Udskudt skat		32,50	28,81	26,22	30,04	31,10
Inverse AOH Udskudt skat		0,03	0,03	0,04	0,03	0,03
Øvrige hensættelser	327	527	456	506	451	494
gns. Øvrige hensættelser		427	492	481	479	473
AOH Øvrige hensættelser		32,57	27,87	23,22	24,52	29,10
Inverse AOH Øvrige hensættelser		0,03	0,04	0,04	0,04	0,03
Leverandører af varer og tjenesteydelser	873	1.047	967	756	957	1.103
gns. Leverandører af varer og tjenesteydelser		960	1.007	862	857	1.030
AOH Leverandører af varer og tjenesteydelser		14,49	13,60	12,96	13,70	13,35
Inverse AOH Leverandører af varer og tjenesteydelser		0,07	0,07	0,08	0,07	0,07
Andre driftsforpligtelser	854	970	881	920	866	884
gns. Andre driftsforpligtelser		912	926	901	893	875
AOH Andre driftsforpligtelser		15,25	14,80	12,40	13,14	15,71
Inverse Andre driftsforpligtelser		0,07	0,07	0,08	0,08	0,06
Driftsforpligtelser (DF) (sum af ovenstående)	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
gns. Driftsforpligtelser (DF)		2.727	2.900	2.669	2.619	2.820
AOH Driftsforpligtelser (DF)		5,10	4,72	4,18	4,48	4,88
Inverse AOH Driftsforpligtelser		0,20	0,21	0,24	0,22	0,21
Driftsforpligtelser (DF) jf. reformuleret balance	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
gns. Driftsforpligtelser (DF)		2.727	2.900	2.669	2.619	2.820
AOH Driftsforpligtelser (DF)		5,10	4,72	4,18	4,48	4,88
Inverse AOH Driftsforpligtelser (DF)		0,20	0,21	0,24	0,22	0,21
kontrol afstemning		0%	0%	0%	0%	0%
Ikke kernedriftsaktiver	185	168	173	217	285	334
gns. Ikke Kernedriftsaktiver		177	171	195	251	310
AOH Ikke Kernedriftsaktiver		78,80	80,35	57,27	46,74	44,42
Inverse AOH Ikke Kernedriftsaktiver		0,01	0,01	0,02	0,02	0,02

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.		2007	2008	2009	2010	2011
Samlet NDA=DA kernerdriftsaktiver - DF + DA ikke kernerdriftsaktiver						
Kernerdriftsaktiver DA	7.701	9.539	11.095	10.439	11.663	12.066
Driftsforpligtelser DF	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
Ikke Kernerdriftsaktiver DA	185	168	173	217	285	334
Samlet NDA	5.436	6.703	8.473	8.113	9.254	9.455
gns. Samlet NDA		6.070	7.588	8.293	8.684	9.355
AOH Samlet NDA		2,29	1,81	1,35	1,35	1,47
Inverse AOH Samlet NDA		0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Inverse AOH af NDA jf. Niveau 2.						
Samlet kontrol afstemning		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Opdeling af arbejdsdriftskapital og langsigtet NDA						
Arbejdsdriftskapital						
Omsætningsaktiver	3.320	4.466	3.888	3.209	3.133	3.301
+ Driftslikviditet	-	70	69	56	59	69
- Driftsforpligtelser	2.450	3.004	2.795	2.543	2.694	2.945
- Finansielle omsætningsaktiver	725	1.257	444	733	347	347
Arbejdsdriftskapital	145	275	718	-11	151	78
gns. Arbejdskapital		210	497	354	70	115
AOH Arbejdskapital		66,23	27,59	31,59	167,60	120,07
Inverse AOH Arbejdskapital		0,0151	0,0362	0,0317	0,0060	0,0083
Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)						
gns. Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)	5.106	6.260	7.582	7.907	8.818	9.043
AOH Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)		5.683	6.921	7.745	8.363	8.931
Inverse AOH Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)		2,45	1,98	1,44	1,40	1,54
		0,4086	0,5052	0,6935	0,7128	0,6496
Inverse AOH Arbejdskapital+Langsigtet NDA						
1/AOH=(Arbejdsdriftskapital/Nettoomsætning)+		0,42	0,54	0,73	0,72	0,658
(Langsigtet NDA/Nettoomsætningen)		0,42	0,54	0,73	0,72	0,66
Samlet Inverse AOH jf. Niveau 2		0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Afstemning		-1,3%	-1,2%	-1,7%	-2,1%	-2,3%

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Mio. kr.	2007	2008	2009	2010	2011
Opsummering af Inverse AOH Drivere					
Inverse AOH Immaterielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,03	0,03	0,04
Inverse AOH Materielle anlægsaktiver	0,38	0,47	0,64	0,65	0,59
Inverse AOH Finansielle anlægsaktiver	0,01	0,02	0,03	0,03	0,03
Inverse AOH Varebeholdninger	0,07	0,09	0,10	0,08	0,08
Inverse AOH Tilgodehavende fra salg	0,11	0,11	0,12	0,11	0,11
Inverse AOH Andre driftsaktiver	0,03	0,04	0,05	0,04	0,03
Inverse AOH Kernedriftsaktiver	0,62	0,75	0,96	0,94	0,86
Inverse AOH Udskudt skat	0,03	0,03	0,04	0,03	0,03
Inverse AOH Øvrige hensættelser	0,03	0,04	0,04	0,04	0,03
Inverse AOH Leverandører af varer og tjenesteydelser	0,07	0,07	0,08	0,07	0,07
Inverse Andre driftsforpligtelser	0,07	0,07	0,08	0,08	0,06
Inverse AOH Driftsforpligtelser	0,20	0,21	0,24	0,22	0,21
Inverse AOH Ikke Kernedriftsaktiver	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Samlet Inverse AOH	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Samlet Inverse AOH jf. Niveau 2	0,44	0,55	0,74	0,74	0,68
Afstemning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samlet Inverse AOH opdelt i Arbejdskapital og Langsigtet NDA					
Inverse AOH Arbejdskapital	0,02	0,04	0,03	0,01	0,01
Inverse AOH Langsigtet NDA (uden ikke kerne aktiver)	0,41	0,51	0,69	0,71	0,65
Samlet Inverse AOH	0,42	0,54	0,73	0,72	0,66
Inverse AOH Ikke Kernedriftsaktiver	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02
Afstemning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Bilag 7. Nøgletalsanalyse, fortsat

Rockwool International A/S

Opdeling af r

$$r = ((FF/NFF) * (\text{renter efter skat på FF/FF})) - ((FA/NFF) * (\text{renter efter skat på FA/FA})) + ((FF/NFF) * (\text{gevinster efter skat FF/FF})) - ((FA/NFF) * (\text{gevinster og tab efter skat på FA/FA}))$$

Finansielle forpligtelser i alt (FF)	128	113	884	585	767	1.098
gns. Finansielle forpligtelser (FF)		121	499	735	676	933
Finansielle aktiver i alt (FA)	725	1.187	375	677	288	278
gns. Finansielle aktiver (FA)		956	781	526	483	283
Rente omkostninger efter skat på FF jf. note		46	67	17	31	49
Kurstab, valuta efter skat på FF jf. note		77	146	200	95	118
Renteindtægter efter skat på FA jf. note		68	46	11	11	28
Kursgevinst, valuta efter skat på FA jf. note		76	175	164	98	92
Skatteprocent		30,0%	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%
2. led						
r ved renteomkostninger FF afkast		26,722%	9,4%	1,5%	3,0%	3,6%
r ved kurstab FF afkast		44,730%	20,5%	17,2%	9,3%	8,8%
r ved renteindtægter FA afkast		4,979%	4,1%	1,3%	1,5%	6,9%
r ved kursgevinst FA afkast		5,6%	15,7%	19,6%	13,4%	22,5%
1. led						
r ved renteomkostninger FF afkast		-0,1442	-1,7646	3,5228	3,4935	1,4357
r ved kurstab FF afkast		-0,1442	-1,7646	3,5228	3,4935	1,4357
r ved renteindtægter FA afkast		1,1442	2,7646	-2,5228	-2,4935	-0,4357
r ved kursgevinst FF afkast		1,1442	2,7646	-2,5228	-2,4935	-0,4357
r ved FF		1,8%	2,0%	12,7%	5,8%	5,0%
r ved FA		-1,9%	-2,1%	12,5%	5,7%	5,1%
Rente marginal		3,7%	4,1%	0,2%	0,1%	-0,1%

Bilag 8. Betaværdier udfra værdiansættelsescirkulæret

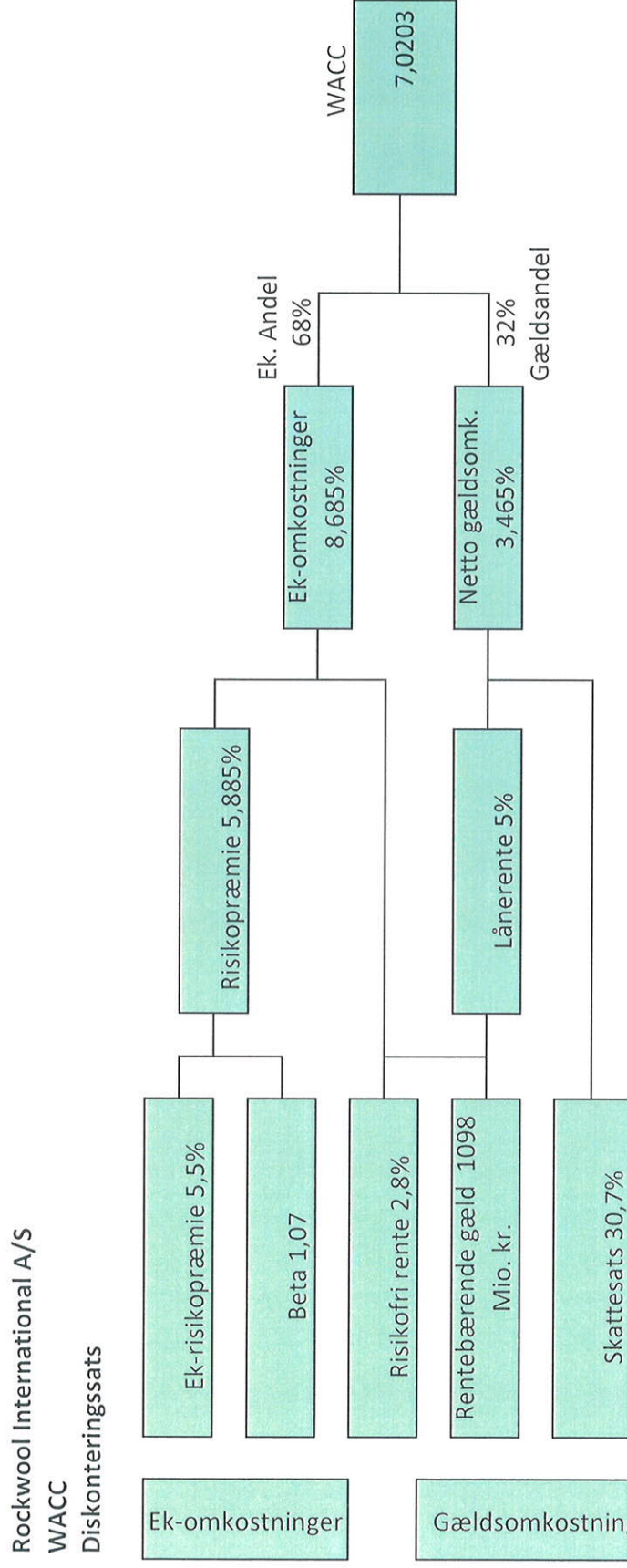
Beta værdier udfra værdiansættelsescirkulæret

Driftsmæssig risiko	Finansiellrisiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde:

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele
 – Rådgivningsudvalget Dec. 2002 Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, Nørhaven Book, Viborg, 2003

Bilag 9. WACC

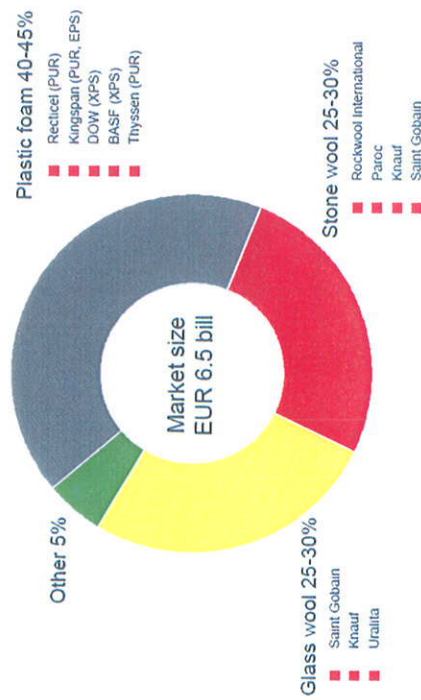


Ek-risikopræmie	5,50	Skattesats	30,70
Betaværdi	1,07	lånerente	5,00
Risikofri rente inkl. skat	2,80	Ek-andel	68%
Indlånsrente efter skat	1,50		
Rentebærende gæld	1.098	Gældsandel	32%

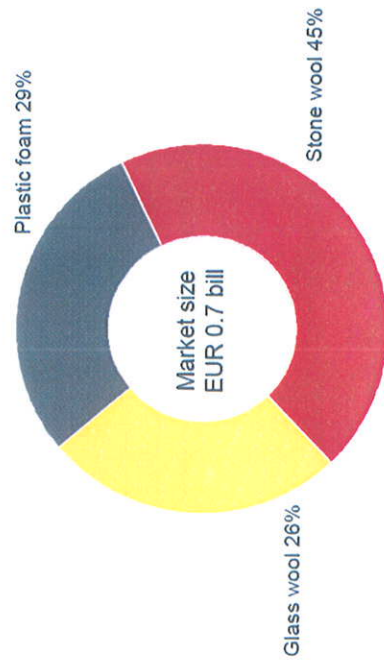
Egen tilvirkning

Bilag 10. Markedsoversigter

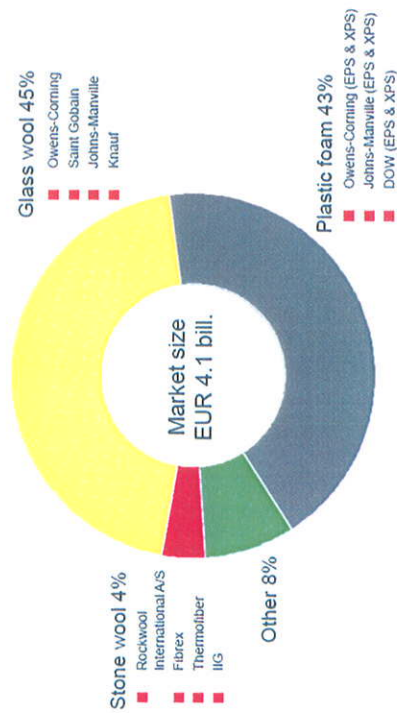
European insulation market 2011



Russian insulation market 2011

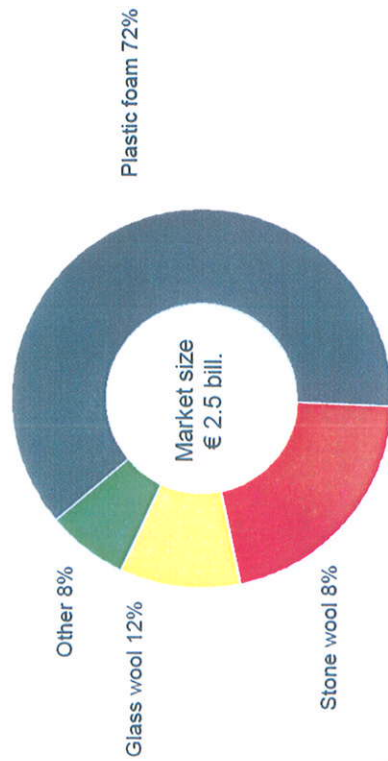


North American insulation market 2011



China and Southeast Asia

Insulation market is completely unconsolidated with hundreds of producers



Kilde: Rockwool præsentation: Jyske regionalbanker hos Nordea – København 27. marts 2012

Bilag 11. Prognose

Rockwool International A/S Forudsætninger

Mio. kr.	Historisk			Realiseret		Budget		Terminal periode			
	2007	2007	2007	2007	2007	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Core Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748	14.779	15.888	17.079	18.360	19.094	19.858
Vækst i %		-1,5%	-18,5%	5,1%	17,2%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	4,0%	4,0%
Core Omkostningerne til råvarer og produktionsomkostninger											
Core Bruttofortjeneste	71,0%	65,2%	65,2%	64,6%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%	61,0%
Core OG salg før skat	18,3%	9,7%	4,3%	5,7%	5,3%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Effektiv skatteprocent	25,4%	30,1%	37,0%	33,9%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%	30,7%
Core OG salg efter skat	13,6%	6,7%	2,6%	3,7%	3,6%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%
Core OG Andet efter skat	1,2%	1,5%	1,3%	1,3%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
UP + øvrige egenkapitalbevægelser	0,1%	-4,4%	-0,2%	1,9%	-1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Samlet OG	14,9%	3,9%	3,7%	6,8%	3,1%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Arbejdskapital/salg	0,015	0,036	0,032	0,006	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008	0,008
Anlægskapital/salg	0,409	0,505	0,693	0,713	0,650	0,650	0,650	0,650	0,650	0,650	0,650
1/AOH	0,424	0,541	0,725	0,719	0,658	0,658	0,658	0,658	0,658	0,658	0,658
Kerne NDA	6.535	8.300	7.896	8.969	9.121	9.723	10.453	11.237	12.079	12.562	13.065

Bilag 11. Prognose, fortsat

Rockwool International A/S
Proforma-opgørelser

Mio. kr.	Historisk				Realiseret		Budget		Terminal periode			
	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Resultatopgørelse												
Nettoomsætning	13.908	13.700	11.168	11.732	13.748		14.779	15.888	17.079	18.360	19.094	19.858
Omkostninger til råvarer og produktion	-4.036	-4.766	-3.884	-4.158	-5.365		-5.767	-6.200	-6.665	-7.165	-7.451	-7.749
Bruttofortjeneste	9.872	8.934	7.284	7.574	8.383		9.012	9.688	10.414	11.195	11.643	12.109
Driftsomkostninger	-7.330	-7.603	-6.806	-6.901	-7.660		-8.199	-8.814	-9.475	-10.185	-10.593	-11.017
DO salg før skat	2.542	1.331	478	673	723		813	874	939	1.010	1.050	1.092
Skat af DO salg	-653	-411	-185	-240	-235		-250	-268	-288	-310	-322	-335
Andet DO	172	210	144	152	151		163	175	188	202	210	219
Up	12	-600	-23	219	-220		-	-	-	-	-	-
Driftsoverskud DO												
(Totalindkomst fra driften)	2.073	531	414	803	420		726	781	839	902	938	976
Balance												
Arbejdsdriftskapital	275	718	-11	151	78		123	132	142	153	159	165
Anlægskapital	6.260	7.582	7.907	8.818	9.043		9.600	10.320	11.094	11.926	12.403	12.900
Kerne NDA	5.106	6.535	7.896	8.969	9.121		9.723	10.453	11.237	12.079	12.562	13.065
NFF	-1.074	509	-92	479	820							
MIN	188	246	269	212	12							
EK	7.589	7.718	7.936	8.563	8.623							
Pengestrømsopgørelse												
DO	2.073	531	414	803	420		726	781	839	902	938	976
Ændring i NDA	1.429	1.765	-404	1.073	152		602	729	784	843	483	502
FCF=DO-Ændring NDA	644	-1.234	818	-270	268		124	51	55	59	455	473

Bilag 12. Værdiansættelse RI - Modellen

Rockwool International A/S

RI-Modellen	Realiseret	Budgetperiode					Terminal periode	
		2011						
		2012E	2012E	2012E	2012E	2012E	2012E	2012E
Driftsoverskud (DO)		726	781	839	902	938		976
Netto driftsaktiver (NDA)	9.121	9.723	10.453	11.237	12.079	12.562		13.065
ROIC (%)		8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	7,8%		7,8%
RID = DO/(WACC*NDA ^{t-1}) = (0,0702)		86	98	105	113	90		94
Diskonteringsfaktor (1+ 0,0702) ^t		1,0702	1,1453	1,2257	1,3118	1,4039		1,5024
Vækst i RID			14,2%	7,5%	7,5%	-20,4%		4,0%
Δ NDA i %		6,6%	7,5%	7,5%	7,5%	4,0%		4,0%
PV af RID (1,0702) ^t		80	86	86	86	64		62
Samlet PV af RIDO til 2012E	402						3.105	
Terminalværdi (TV)*	2.212							
PV af Terminalværdi	11.735							
Værdi af NDA	334							
Markedsværdi af ikke kerne aktiver	-820							
Bogført værdi af NFF	11.249							
Værdi af egenkapital	15							
Værdi af minoritetsinteresser**	11.234							
Værdi af egenkapital (moder)	511							
Værdi pr. aktie (22 mio. stk.)								
Kontrol af de to modeller	-							

* TV = Cash flow i terminalperiode / (WACC- vækst i NDA)
TV = 94/(0,0702-0,04) = 3105

Bilag 13. Værdiansættelse DCF- modellen

Rockwool International A/S

WACC

0,0702

Antal aktier mio stk.

22

Ændring i NDA

4,00%

DCF-Modellen

	Budget periode						Terminal periode
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Driftsoverskud (DO)		726	781	839	902	938	976
Netto driftsaktiver (NDA)	9.121	9.723	10.453	11.237	12.079	12.562	13.065
Δ NDA i %		6,6%	7,5%	7,5%	7,5%	4,0%	4,0%
FCF = (DO-ΔNDA)		124	51	55	59	455	473
Vækst i FCF			-58,5%	7,5%	7,5%	666,5%	4,0%
Diskonteringsfaktor (1+ 0,0702) ^t		1,0702	1,1453	1,2257	1,3118	1,4039	
PV af FCF		116	45	45	45	324	
Samlet PV af FCF til 2016E	575						
Terminalværdi*						15.668	
PV af Terminalværdi	11.160						
Værdi af NDA	11.735						
Markedsværdi af ikke kerne aktiver	334						
Bogført værdi af NFF	-820						
Værdi af egenkapital	11.249						
Værdi af minoritetsinteresser**	15						
Værdi af egenkapital (moder)	11.234						
Værdi pr. aktie (22 mio. stk.)	511						

Kontrol af de to modeller

* TV = Cash flow i terminalperiode / (Wacc- vækst i NDA)

TV = 473/(0,0702-0,04) = 15668

** Bogført værdi minoriteter
 Bogført værdi af minoriteter
 Bogført værdi af NDA
 Andel af minoriteter
 Værdi af NDA
 Estimeret værdi af minoriteter

12
9.121
0,0013
11.735
15

Bilag 14. Segment fordeling

Isoleringssegment					
DKK. Mio.	2007	2008	2009	2010	2011
Ekstern Nettoomsætning	11.774	11.413	9.108	9.390	11.266
Intern Nettoomsætning	1.056	1.130	1.165	1.245	1.370
EBITDA	3.046	1.957	1.351	1.369	1.445
Af- og nedskrivninger	650	795	807	859	894
EBIT	2.396	1.162	544	510	551
EBITDA af ekstern nettoomsætning	25,9%	17,1%	14,8%	14,6%	12,8%
EBIT af Ekstern Nettoomsætning	20,3%	10,2%	6,0%	5,4%	4,9%

Kilde: Årsrapport
 pågældende år s 23 s. 10 s 14 s 14 s 16

Systemssegmentet					
DKK. Mio.	2007	2008	2009	2010	2011
Ekstern Nettoomsætning	2.095	2.280	2.049	2.341	2.482
Intern Nettoomsætning	3	1	26	-	-
EBITDA	320	336	242	339	355
Af- og nedskrivninger	2	4	3	3	2
EBIT	318	332	239	336	353
EBITDA af ekstern nettoomsætning	15,3%	14,7%	11,8%	14,5%	14,3%
EBIT af Ekstern Nettoomsætning	15,2%	14,6%	11,7%	14,4%	14,2%

Kilde: Årsrapport
 pågældende år s 27 s 14 s 18 s 14 s 18

Kilde: Årsrapporter for de respektive år, egen tilvirkning.