

Undersøgelse af ROCKWOOL International A/S børsnotering på Nasdaq Copenhagen

- hvorfor er de forsat børsnoteret?

(A study of ROCKWOOL International A/S listing on Nasdaq Copenhagen)



Copenhagen Business School, Handelshøjskolen

Kandidatspeciale på cand.merc.aud

Forfatter: Mille Bartholdy Weygaard (101440)

Vejleder: Peter Kyhnauv-Andersen

Dato for aflevering: 12. maj 2020

Antal anslag uden bilag og litteraturliste: 181.717 = ca. 79,9 normalsider á 2.275 tegn
(Fylder fysisk 80 sider. Dog 170 sider med bilag og forside)

Abstract

The purpose of this master thesis is to make a case study of the Danish company ROCKWOOL International A/S and to make a research of their listing on Nasdaq Copenhagen. The master thesis is based on the thesis that companies who have been listed for decades may be better served by a delisting, because of the extra cost which is directly linked to their listing. This thesis leads to the main question:

“Which factors speaks for and against that Rockwool should continue their listing on Nasdaq Copenhagen?”

With the purpose of answering the main question, there have been made two different expert-interviews to get two different point of views on Rockwool’s listing and listing in general. Furthermore, there has been made a strategic analysis from an external and internal point of view. The external analysis showed that, Rockwool should still be listed to sustain their future potential earnings. The internal analysis showed that Rockwool has a competitive advantage between temporary and sustained. To sustain their potential future earnings, Rockwool should still be listed to get the best employees.

In the preceding periods, the profitability analysis of Rockwool’s historical performance showed that they have performed well compared to their WACC. Beyond that, there have also been made a profitability of the Danish company Molslinjen, which was delisted in 2016. The analysis showed that their performance after the delisting was inferior, which also could happen to Rockwool if they got delisted, which indicate that Rockwool should still be listed. To assess if Rockwool’s share is overrated, underrated or proper, there has been made a valuation of Rockwool based on the DCF-method. The valuation showed that, Rockwool’s share is underrated by 406 kr., which could indicate that they should get delisted.

Overall, there is mainly factors which indicates that Rockwool should still be listed on Nasdaq Copenhagen. It is factors as PR and that it is easier to provide new capital when you are listed, that leads to Rockwool should still be listed on Nasdaq Copenhagen. A delisting would probably only occur if an investor puts up a takeover bid to the remaining investors. Furthermore, the thesis which the main question is based on, is rejected. The thesis is rejected due to the extra cost which is directly linked to their listing has no big importance for a company like Rockwool.

INDHOLDSFORTEGNELSE

ABSTRACT	1
1.0 INDLEDNING	4
1.1 PROBLEMFORMULERING	5
1.2 AFGRÆNSNING	6
1.3 METODE	7
1.3.1 CASESTUDIE	7
1.3.2 INTERVIEWS	9
2.0 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE AF ROCKWOOL	13
2.1 ROCKWOOLS HISTORIE FREM TIL I DAG	13
2.2 FORRETNINGSOMRÅDER	15
2.3 ROCKWOOLS VISION OG STRATEGI	16
2.4 UDVIKLING I AKTIEKURSEN	17
3.0 STRATEGISK ANALYSE	19
3.1 EKSTERN ANALYSE	19
3.1.1 OMVERDENANALYSE	19
3.1.2 BRANCHEANALYSE	24
3.2 INTERN ANALYSE	30
3.2.1 KAPABILITETER	30
3.3 SWOT-ANALYSE	33
3.3.1 STYRKER	34
3.3.2 SVAGHEDER	35
3.3.3 MULIGHEDER	35
3.3.4 TRUSLER	36
4.0 KAPITALMARKEDSRETTLIGE FORHOLD	37
4.1 MOTIVER TIL AT VÆRE BØRSNOTERET	38
4.1.1 ULEMPER VED AT VÆRE BØRSNOTERET	39
4.1.2 ROCKWOOLS MOTIVER TIL AT VÆRE BØRSNOTERET	40
4.2 VIRKSOMHEDENS OPLYSNINGSFORPLIGTELSE	42
4.2.1 INTERN VIDEN	42
4.2.2 TRANSAKTIONER MELLEM NÆRTSTÅENDE PARTER	43
4.2.3 STORAKTIONÆRMEDDELELSE	44
4.2.4 SELSKABETS BEHOLDNING AF EGNE AKTIER SAMT SHARE-BUY-BACK PROGRAMMER	44
4.2.5 OPLYSNINGER OM LEDELSESLEDMMER	46
4.5 AFNOTERING GENERELT	48
4.5.1 ÅRSAGER TIL AFNOTERING PÅ NASDAQ COPENHAGEN	48
4.5.2 AFNOTERINGSREGLER PÅ NASDAQ COPENHAGEN	48
4.6 OMKOSTNINGER	49
4.7 DELKONKLUSION PÅ DE KAPITALMARKEDSRETTLIGE FORHOLD	51
5.0 RENTABILITETSANALYSE	52
5.1 REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSENE	52
5.2 REFORMULERING AF BALANCERNE	54
5.3 NØGLETALSANALYSE	55
5.3.1 EGENKAPITALFORRETNINGEN (ROE)	57

5.3.2 DRIFTENS PÅVIRKNING PÅ ROE	58
5.3.3 DE FINANSIELLE AKTIVITETERS PÅVIRKNING PÅ ROE	59
5.4 DELKONKLUSION PÅ RENTABILITETSANALYSEN	60
6.0 ANALYSE AF EN AFNOTERET VIRKSOMHED	61
6.1 ANALYSE AF MOLSLINJEN	62
6.2 DELKONKLUSION PÅ ANALYSE AF MOLSLINJEN	63
7.0 BUDGETTERING AF ROCKWOOLS FREMTIDIGE PENGESTRØMME	64
7.1 BUDGETPERIODE	64
7.2 BUDGETTERING AF UDVALGTE REGNSKABSPOSTER	64
7.2.1 OMSÆTNING	65
7.2.2 EBITDA- OG EBIT-MARGIN	65
7.2.3 SKAT	66
7.2.4 INVESTERET KAPITAL	66
7.2.5 EGENKAPITAL, FINANSIELLE FORPLIGTELSE OG -AKTIVER	66
7.2.6 NETTOFINANSIELLE OMKOSTNINGER	67
7.3 ROCKWOOLS SHARE-BUY-BACK PROGRAM	67
7.4 BUDGETFORUDSÆTNINGER	68
8.0 VÆRDIANSÆTTELSE AF ROCKWOOL	69
8.1 VALG AF VÆRDIANSÆTTELSESMODEL	69
8.2 GENNEMSNITLIGE KAPITALOMKOSTNINGER (WACC)	70
8.2.1 KAPITALSTRUKTUR	70
8.2.2 LÅNERENTEN	70
8.2.3 EJERNES AFKASTKRAV	71
8.2.3 ESTIMERING AF WACC	72
8.3 VÆKSTRATEN (G) I TERMINALPERIODEN	72
8.4 ROCKWOOLS VÆRDI (DELKONKLUSION)	73
9.0 DISKUSSION AF ROCKWOOLS BØRSNOTERING	74
10.0 KONKLUSION	77
11.0 PERSPEKTIVERING	80
12.0 LITTERATURLISTE	81
12.1 ARTIKLER	81
12.2 BØGER	83
12.3 HJEMMESIDER	85
12.4 VEJLEDNINGER	89
12.5 VIDENSKABELIGE ARTIKLER	89
13.0 BILAG	90
13.1 BILAGSOVERSIGT	90
13.2 ANVENDTE BILAG	93

1.0 Indledning

På Nasdaq Copenhagen (Den Københavnske Fondsbørs) er der i alt 157 børsnoterede virksomheder¹. Siden 2007 har der omtrent hvert år været flere afnoteringer end nye børsnoteringer på Nasdaq Copenhagen (Ritzau Finans, 2017). Dette er f.eks. ikke trenden på Nasdaq i Stockholm, hvor det modsatte er tilfældet, grundet en anden investorkultur. Derfor kan det umiddelbart se ud til, at det ikke er attraktivt at være noteret på Nasdaq Copenhagen. Årsagerne til afnotering er forskellige, hvorimod den hyppigste årsag til børsnotering, er virksomhedens ønske om at fremskaffe ny kapital på en hurtig, nem og effektiv måde, som kan bidrage til vækst. Der er en række fordele og ulemper ved at være børsnoteret. Som fordel kan nævnes den lette adgang til ny kapital samt virksomhedsbranding, og ulempe kan være en række øget omkostninger qua en øget oplysnings- og rapporteringspligt.

Isoleringsproducenten ROCKWOOL International A/S (herefter Rockwool) har siden 1996 været børsnoteret på Nasdaq Copenhagen. De sidste 19 år har Rockwool dog ikke gjort brug af den lette adgang til kapital, hvilket kan skyldes, at de har oparbejdet en sund økonomi, og derfor ikke mangler likviditet til f.eks. investering i nye projekter.

Vi er i en tid, hvor de fleste virksomheder forsøger at foretage en grøn omstilling og har indarbejdet dette i deres strategi, hvilket også er gældende for Rockwool. Det formodes, at de direkte omkostninger, der er forbundet ved at være børsnoteret, for nogle virksomheder, kan bruges bedre andet steds, f.eks. i forsøget på at foretage den grønne omstilling eller investering i nye projekter. Specialet vil derfor undersøge Rockwools børsnotering på Nasdaq Copenhagen, herunder undersøge, hvad årsagen er til, at de efter godt og vel 25 år på Børsen fortsat er børsnoteret, samt hvad årsagen til en afnotering i fremtiden kan være.

¹ Nasdaq: "Shares"

1.1 Problemformulering

Det formodes, at virksomheder, der har været børsnoteret igennem flere årtier, og som performer på et tilfredsstillende niveau samt har et veletableret brand, de glemmer at have fokus på ulemperne, der er ved at være børsnoteret, samt at opveje disse imod fordelene. Det formodes, at det vil være fordelagtigt for sådanne virksomheder at blive afnoteret. Dette er især på baggrund af omkostningerne, der er forbundet ved at være noteret som formentlig kan allokere til nye investeringer og projekter, som kan være med til at skabe vækst. Der er en del virksomheder, som efter flere årtier fortsat er børsnoteret på trods af ovenstående tese. Derfor vil denne tese være udgangspunktet for et casestudie af Rockwool, hvor det skal undersøges, hvilke forhold der taler for og imod en fortsat børsnotering. Dermed undersøges der, hvad årsagen er til, at flere virksomheder fortsat er børsnoteret efter flere årtier på trods af ovenstående tese. Ydermere undersøges der, hvad årsagerne til en afnotering eventuelt kan være.

På baggrund af ovenstående tager specialet udgangspunkt i følgende problemformulering:

”Hvilke forhold taler for og imod Rockwools fortsatte børsnotering på Nasdaq Copenhagen?”

For at kunne foretage en undersøgelse af, hvilke forhold, der taler for og imod, at Rockwool fortsat er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen, er det ud fra ovenstående problemformulering nødvendigt at opstille følgende underspørgsmål:

- Hvilke udefrakommende faktorer påvirker (eller kan påvirke) Rockwools fremtidige indtjeningsmuligheder, set på både branche- og makroniveau?
- Hvilke kapitalmarkedsretlige forhold gør sig gældende for Rockwool, og hvilken betydning har omkostningerne knyttet hertil for Rockwool?
- Hvorledes kan Rockwools økonomiske status forklares, og hvordan kan denne påvirkes af en eventuel afnotering?
- Hvilken værdi baseret på en værdiansættelsesmodel har Rockwools aktie og hvordan er denne sammenlignet med Rockwools aktiekurs?

Specialets formål er dermed at besvare ovenstående problemformulering med tilhørende underspørgsmål baseret på den omtalte problemstilling. Formålet er dermed at foretage en forklarende undersøgelse. Denne type undersøgelse har samtidig ofte også et generaliserende formål, (Andersen, 2013, s. 21-22) hvilket også er tilfældet her. Generalisering vil blive beskrevet yderligere i afsnit 1.3.1 ”Kvalitetsbeskrivelse af casestudie”.

1.2 Afgrænsning

Specialet tager udgangspunkt i Rockwools situation den 6. februar 2020. Efterfølgende begivenheder og offentliggjort information inddrages ikke i specialet. Der anvendes kun offentliggjort information, som offentligheden kan benytte. Ift. problemformuleringen, tages der udgangspunkt i en ekstern analytikers synspunkt, og ikke i et investors synspunkt.

Specialet afgrænses til kun at omhandle den del af Rockwools forretning, som producerer og sælger isolering baseret på stenuld. Rockwools øvrige forretningsområder eller datterselskaber mv. vil kun blive inddraget, hvis dette findes nødvendigt og kan bidrage til specialet. Selve værdiansættelsen sker på koncernniveau ud fra ROCKWOOL International A/S årsrapporter.

Specialets formål er ikke at give en dybdegående redegørelse for, hvordan de forskellige metoder anvendes eller teorien bag dem. Ved brugen af metoder, formler og begreber vil de kort blive introduceret, således det er muligt at anvende dem til brug i analysen.

Den strategiske analyse vil ikke behandle, hvorledes Rockwool strategisk kan positionere sig bedre, da den strategiske analyse her skal ses som et analyseværktøj til virksomhedens eksterne og interne forhold. Analyserne vil til sidst give input til en senere budgettering, værdiansættelse og vurdering af Rockwools børsnotering på Nasdaq Copenhagen. Derfor vurderes det, at det ikke vil gavne specialet, at inddrage positioneringsstrategi for Rockwool, og hvorledes de bl.a. kan øge deres værdi derigennem, da det ud fra problemformulering skal ses på Rockwools nuværende situation.

Når der tales om børsnoteret/børsnoteringer/børsen/noteret/optaget til handel mv. menes der her en notering på et reguleret marked jf. definitionen i kapitalmarkedslovens § 3, stk. 1, nr. 2, der ofte er en fondsbørs, hvorefter der i denne opgave refereres til Nasdaq Copenhagen også kaldet Københavns Fondsbørs. Der tales udelukkende om den Københavnske Fondsbørs og ikke udenlandske fondsbørser. Specialet vil ej heller komme ind på organiseret handelsfaciliteter (OHF) eller multilaterale handelsfaciliteter (MHF) jf. kapitalmarkedslovens § 3, stk. 1, nr. 3-4.

Til kildehenvisninger er der brugt APA format (Publication Manual of the American Psychological Association).

1.3 Metode

Dette afsnit har til formål at belyse, hvilke metoder, der er blevet brugt til dataindsamling til brug for besvarelse af problemformuleringen i afsnit 1.1.

Til besvarelse af problemformuleringen vil der blive foretaget en strategisk analyse, herunder en omverden- og brancheanalyse samt analyse af Rockwools interne kapabiliteter, som vil blive samlet i en SWOT-analyse. Denne giver et overblik over Rockwools interne og eksterne situation. Derudover vil der være en drøftelse af de forskellige lovgivningsmæssige forpligtelser som børsnoterede virksomheder skal følge. Der vil blive foretaget en rentabilitetsanalyse af Rockwool med henblik på dekomponering af egenkapitalsforrentningen og dermed belyse Rockwools performance i analyseårene. Resultaterne i SWOT- og rentabilitetsanalysen vil danne grundlag for budgettering af Rockwools fremtidige pengestrømme, som herefter danner grundlag for en værdiansættelse. Derudover vil der være en analyse af en afnoteret virksomhed, som skal bidrage til at kunne komme med bud på eventuelle konsekvenser (positive såvel som negative) qua en afnotering.

1.3.1 Casestudie

Der vil blive brugt casestudie som metode, hvor Rockwool er case-virksomheden. Formålet med et casestudie er at analysere en konkret case/virksomhed, som kan bidrage til den almene og konkretiseret viden på et specifikt område (Flyvbjerg i Rendtoff, 2007).

Udvælgelseskriterier til case-virksomhed

Ud fra problemstillingen i afsnit 1.1, vurderes det, at der er behov for at opstille følgende udvælgelseskriterier til case-virksomheden, hvorefter problemformuleringen blev udarbejdet:

1. Har været børsnoteret i mere end 20 år (to årtier)
2. Har de seneste 5 år skabt et stigende årets resultat
3. Aktiekursen klarer sig generelt godt sammenlignet med C25-indekset på Nasdaq Copenhagen
4. Har aktier optaget til handel på Nasdaq OMX Large Cap
5. Veletableret brand/virksomhed

I afsnittene omhandlende ”Virksomhedsbeskrivelse af Rockwool”, ”Strategisk analyse” og ”Rentabilitetsanalyse” bliver der implicit beskrevet, hvorfor Rockwool lever op til punkt 1-4. Ift. punkt 5 var Rockwool nr. 4 på listen over de stærkeste danske brands i 2018 (Larsen, J., 2018 og

bilag 5). På baggrund af dette, vurderes det, at Rockwool lever op til ovenstående kriterier, hvorfor de bruges som case-virksomhed.

Kvalitetsbeskrivelse af casestudiet

Den typiske opfattelse af casestudie som metode er, at det er en detaljeret undersøgelse af et enkelt eksempel, men at det ikke kan give pålidelig information om et fænomen i bredere forstand (Flyvbjerg i Rendtoff, 2007). Den danske samfundsforsker Bent Flyvbjerg er dog af den opfattelse, at dette imidlertid ikke er korrekt og har dermed opstillet fem misforståelser af casestudiet. En af misforståelserne ifølge Flyvbjerg er, at det ikke er muligt at generalisere ud fra enkelt tilfælde, og derfor kan casestudiet ikke bidrage til den videnskabelige udvikling. Flyvbjerg mener, hvorvidt der kan generaliseres ud fra et casestudie afhænger af den pågældende case, og hvordan denne er udvalgt, da et casestudie er designet til at kunne gå i dybden i forbindelse med en given problemstilling. Man kan ofte generalisere på baggrund af en enkelt case, og casestudiet kan bidrage til den videnskabelige udvikling, hvorfor casestudiets betydning er undervurderet (Flyvbjerg i Rendtoff, 2007). På baggrund af ovenstående vurderes det, at det er muligt at generalisere ud fra dette casestudie, da det ud fra den valgte case-virksomhed (Rockwool) kan udledes en general konklusion. Dette er gældende så længe der er tale om en virksomhed, der opfylder udvælgelseskriterierne for case-virksomheden, og der er tale om en lignende problemformulering, hvor der sker en undersøgelse af, hvorfor virksomheden fortsat er børsnoteret.

Validitet, og dermed gyldighed, i casestudiet sikres ved, at der hele vejen igennem undersøges det ”rigtige”, som igen sikres ved, at der i alle analyser tages udgangspunkt i det samme genstandsfelt, nemlig Rockwool. I de foretagne analyser er Rockwool altså omdrejningspunktet, og analyserne skal bidrage til at kunne komme med en konkret vurdering af Rockwools børsnotering på Nasdaq Copenhagen, hvilket højner validiteten i specialet. Dog laves der en analyse af Molslinjen, hvor de er omdrejningspunktet, men alligevel er Rockwool genstandsfeltet, da analysen af Molslinjen skal bidrage til den samlede stillingtagen og undersøgelse af Rockwools fortsatte børsnotering.

Reliabilitet, og dermed pålidelighed, i casestudiet højnes, da målingerne/beregningerne i analysen er så nøjagtige som muligt, da der er taget udgangspunkt i Rockwools officielle årsregnskaber, børsmeddelelser mv. Ved reformulering af Rockwools opgørelser, kan det dog diskuteres, hvorvidt en anden reformulering vil føre til samme opdeling af hhv. drift- og finansieringsaktiviteter, da der

ved vurderingen af dette er et vis subjektivt element ift., hvad der er Rockwools kerneforretningsområde. Reliabiliteten kan højnes, såfremt der f.eks. bruges flere forskellige værdiansættelsesmetoder, og derved får man en højere nøjagtighed på værdiansættelsen.

Det vurderes derfor, at den generelle kvalitet i casestudiet er høj, da en ny case med ens rammer, genstandsfelt og afgrænsning omtrent vil give den samme konklusion. Det er dog klart, at såfremt der i budgetteringen vil blive brugt andre budgetforudsætninger, vil dette påvirke værdiansættelsen, som kan påvirke den endelige konklusion, hvilket man bør tage højde for, når man snakker om generaliserbarhed i specialet. Det samme er gældende for reformuleringerne.

1.3.2 Interviews

Til besvarelsen af problemformuleringen er der foretaget to ekspertinterviews af hhv. Sumit Sudan, som er Partner hos Deloitte², og Henrik Kurtmann, der er Senior Manager hos PwC. Han rådgiver om kapitalmarkedet og er tidligere vicekontorchef i Finanstilsynet³. De er valgt, da det vurderes, at de besidder en særlig faglig viden indenfor børsnoterede virksomheder og kapitalmarkedsret, som vil gavne specialet. Sumit Sudan afgav interviewet som rådgiver for børsnoterede virksomheder, og Henrik Kurtmann som ekspert indenfor kapitalmarkedsretten og børsforhold generelt, hvorved der fås to forskellige synspunkter på samme spørgsmål. Ved et ekspertinterview fås ofte et udefra-perspektiv på ekspertområdet (Ingemann m.fl., 2018, s. 157), og giver specialet et mere generelt billede af, hvordan børsforhold er samt hvordan børsforholdene er ift. Rockwool.

I denne sammenhæng skal begrebet ”interview” forstås som *”en udveksling mellem to personer, der samtaler om et tema af fælles interesse”* (Justesen m.fl., 2010). Der er valgt et semistruktureret interview, hvor der arbejdes ud fra en interviewguide, hvori der på forhånd er defineret en række hovedspørgsmål inden interviewets start. Begge interviews sker ud fra den samme interviewguide og dermed stilles de samme hovedspørgsmål. Dog gav interviewet med Henrik Kurtmann anledning til to opfølgende spørgsmål i slutningen af interviewet. Disse kan ses i bilag 21. Hovedparten af spørgsmålene er åbne, hvorved man får interviewpersonernes refleksioner over hovedemnerne, herunder børsnoteringer generelt samt stillingtagen til Rockwools børsnotering. Nogle af spørgsmålene er dog lukket (hvor der lægges op til ja/nej svar). Den semistruktureret tilgang til

² Deloitte: ”Sumit Sudan”

³ PwC: ”Henrik Kurtmann” + JUC: ”Henrik Kurtmann”

interviewet muliggør, at interviewpersonerne kan uddybe sine svar eller, at interviewerens kan spørge ind til det afgivet svar, samt komme med nye spørgsmål, der eventuelt melder sig. Ved denne type af interview er der plads til at afvige fra interviewguidens foruddefineret hovedspørgsmål og emner under interviewet. Dette muliggør, at interviewpersonerne kan bringe andre emner på banen, som han mener kan bidrage til specialet.

Hvert spørgsmål er udarbejdet med udgangspunkt i en undren, som er opstået i forbindelse med analyse af Rockwool og/eller i takt med opnåelse af større kendskab til det regulerede marked. Disse kan ses i interviewguiden i bilag 19.

Hovedspørgsmålene er sendt på forhånd til interviewpersonerne, i det der ønskes gennemtænkte svar, hvorved de inden interviewet har kunnet reflektere over disse. Ulempen er, at man kan risikere, at man ikke får det svar, som var deres første indskyldelse. Det vurderes dog, at gennemtænkte og reflekteret svar vægtes højest i denne sammenhæng.

Interviewesene er foretaget som to selvstændige telefoninterviewes, da det ikke var muligt for deltagerne at være fysisk til stede. Der er dog en række ulemper ved et interview via telefon, herunder at man ikke kan se hinanden. Et interview via telefon kan give interviewpersonen mindre incitament til at indgå i dialog, og det kan være sværere for interviewerens at vurdere om interviewpersonens tavshed er fordi han er færdig med at svare på spørgsmålet, tænker eller er klar til næste spørgsmål. Ydermere kan det ud fra den nonverbale kommunikation være svært at opfange, hvad der fanger interviewpersonens interesse og spørge ind til dette (Ingemann m.fl., 2018, s. 155). Det vurderes dog, at fordelene ved at kunne drage nytte af interviewpersonernes viden opvejer ulemperne ved et interview via telefon.

Interviewguide

Interviewguiden danner grundlag for interviewet, og er med til at semi-strukturere interviewet. Interviewguiden er udarbejdet med udgangspunkt i problemformuleringen i afsnit 1.1, og kan ses i bilag 19.

Jf. interviewguiden i bilag 19, starter interviewet med en kort briefing af formålet med interviewet, selvom dette inden samtalestart allerede er oplyst til interviewpersonerne. Dette sikrer også, at

såfremt deltagerne igennem samtalen kommer i tanke om emner, der kan være relevante for specialet, men som spørgsmålene ikke direkte ligger op til, står det interviewpersonerne frit for at tale om disse emner, hvorefter der vendes tilbage til de foruddefinerede spørgsmål.

Efter briefing starter det egentlige interview. Spørgsmålene i interviewguiden er forsøgt inddelt i en rækkefølge og struktur, der giver bedst mulig mening, herunder at interviewet starter med spørgsmålene omhandlende Rockwool, da det vurderes, at disse spørgsmål er vigtigst at få svar på. Efterfølgende er der mere generelle spørgsmål omkring børsnoterede virksomheder. Opdelingen og strukturen sikrer, at der er en vis sammenhæng i de spørgsmål, som interviewet dækker (Ingemann m.fl., 2018, s. 176).

Afslutningsvis foretages der en kort de-briefing, hvor intervieweren sikrer, at det essentielle i deltagerens svar er blevet fanget, samt sikrer, at deltagerne har fået sagt det de ønskede.

Analyse af interviewesene

Der er sket en transskribering af interviewsene som kan ses i bilag 20 og 21. Det er dog kendt, at en mængde information går tabt når der sker en transskription af et interview (Brinkmann m.fl. 2010, s. 43). I den valgte transskriberingsstrategi er der på fokus på at fastholde meningsindholdet i det som deltagerne sagde i interviewet. Dette betyder rent konkret, at interviewet er formateret til skriftsprog, hvorved eventuelle pauser eller taleord er undladt. Transskriberingen ligger dog så tæt på det sagte som muligt, og er altså ikke et referat af interviewet. Fordelen er, at man ender med en transskription, der ligger så tæt på det sagte modsat, hvis det var et referat, hvor dele af interviewet bliver undladt (Ingemann m.fl., 2018, s. 199). Ift. selve interviewguiden jf. bilag 19, er der kun foretaget transskribering af afsnittet ”Spørgsmål”, og dermed er afsnittene ”Kort briefing” og ”Kort de-briefing” undladt.

Formålet med transskriberingen er at gøre det til genstand for analyseformål. Herved er det lettere (sammenlignet med f.eks. en lydoptagelse) gentagne gange at læse materialet igennem, og inddrage den opnået viden fra interviewet i specialet.

Såfremt der i specialet bliver inddraget viden opnået på baggrund af interviewsene, vil der tydeligt blive henvist til transskriberingen i bilagene hhv. bilag 20 (interview med Sumit Sudan) og bilag 21 (interview med Henrik Kurtmann).

Kvalitetsbeskrivelse af interviewsene

Det er vigtigt at sikre sig, at de foretagne interviews er gyldige samt, at de har en tilstrækkelig kvalitet, herunder validitet og reliabilitet (Ingemann m.fl., 2018, s. 217).

Validitet (gyldighed) kan opdeles i intern og ekstern (Ingemann m.fl., 2018, s. 61);

Den **interne validitet** sikres ved, at der er en sammenhæng mellem indholdet i interviewpersonens ytring og opgavens problem (Ingemann m.fl., 2018, s. 61). Sammenhængen mellem interviewpersonernes svar og problemformuleringen i afsnit 1.1 vurderes at give en høj intern validitet, da indholdet i svarene alle var relateret til børsnoteringer – enten børsnoteringer generelt i Danmark, andre lande eller specifikt ift. Rockwool. Derudover er det vigtigt, at interviewer er kritisk og reflekterer over det sagte i interviewet. Jf. bilag 20 (svaret på spørgsmål 5), nævner Sumit Sudan, at han er tilhænger af at være børsnoteret, såfremt det er den rette ejerstruktur for virksomheden. Selvom Sumit Sudan er tilhænger af at være børsnoteret, vurderes det ikke, at han er biased, når det kommer til hans svar i interviewet, da han også nævner en række ulemper ved at være børsnoteret, og ikke kun taler positivt for at være noteret. Henrik Kurtmann har i sin tid i Finanstilsynet primært arbejdet med behandling af sager om overtrædelse af kapitalmarkedsloven og godkendelse af prospekter samt overtagelsestilbud. Det vurderes, at Henrik Kurtmann ej heller er biased, da hans primære opgave i Finanstilsynet var at sørge for, at lovgivningen blev overholdt.

Ved den **eksterne validitet** taler man om undersøgelsens rækkevide (Ingemann m.fl., 2018, s. 61). Resultatet af interviewsene kan først og fremmest dannes til grundlag for det specifikke genstandsfelt i specialet; undersøgelse af Rockwools børsnotering. Det højner den eksterne validitet, at der også stilles generelle spørgsmål til børsnoteringer i Danmark, hvilket gør, at interviewsene i højere grad kan anvendes som grundlag for en mere generel konklusion. Ydermere vurderes det, at svarene til spørgsmålene omhandlende Rockwool ikke er 100% virksomhedsspecifikke. Dette højner den eksterne validitet, da det vurderes, at spørgsmålene og svarende langt hen ad vejen også kan bruges på andre virksomheder, som passer på udvælgelseskriterierne af case-virksomheden.

Reliabilitet (pålidelighed) ved kvalitative undersøgelser afhænger især af, at der ikke sker forvridning af de sproglige ytringer i interviewet. Interviewerens fortolkning skal være i overensstemmelse med den mening, som interviewpersonerne har til hensigt at formidle (Ingemann m.fl., 2018, s. 62). Ved at have dette i baghovedet under hele analysen og transskriberingen, vurderes det, at pålideligheden i analysen af interviewsene er forholdsvis høj. En måde, hvorpå der kunne

opnås endnu højere pålidelighed er, at der ved hver fortolkning nedskrives i form af noter eller lignende en redegørelse for, hvad der ligger til grund for fortolkningen. Dette er dog ikke gjort her, da det vurderes, at de afgivende svar langt hen ad vejen er ”fakta”-svar, hvilket ofte tenderer ved ekspertinterviews. Disse kræver ikke den store fortolkning af det sagte i svaret sammenlignet med f.eks. psykologiske interviews, som kræver større fortolkning.

2.0 Virksomhedsbeskrivelse af Rockwool

2.1 Rockwools historie frem til i dag

Rockwools historie starter tilbage i 1909, hvor murermester H.J. Henriksen og teglværksejer V. Kähler åbnede en grusgrav på Omø⁴, og i 1937 blev den første Rockwool fabrik etableret i Hedehusene, hvor man påbegyndte fremstilling af stenuld til brug som bygningsisolering.

I 1958 flyttede Rockwool hovedkvarteret til Hedehusene, hvor det fortsat ligger i dag. I 1962 blev familierne Henriksen og Kähler enige om at dele selskabet, hvorefter familien Henriksen fik gasbeton, grusgrave samt Hasle Klinker, og familien Kähler fik stenuldsproduktionen, som er det vi i dag kender som Rockwool koncernen (Berlingske, 2006).

I 1996 blev Rockwool optaget til handel på Nasdaq Copenhagen, hvor der i dag er hhv. en Rockwool International A-aktie, som hver aktie har 10 stemmer, og en B-aktie, der hver har en stemme. Begge aktier er i Nasdaq OMX Large Cap, som indikerer, at virksomheden har en markedsværdi på over 1 mia. euro. Ydermere er B-aktien i Nasdaq OMX C25-indekset, som er det førende aktieindeks på Nasdaq Copenhagen og indeholder de 25 mest omsatte aktier på Nasdaq Copenhagen (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 396).

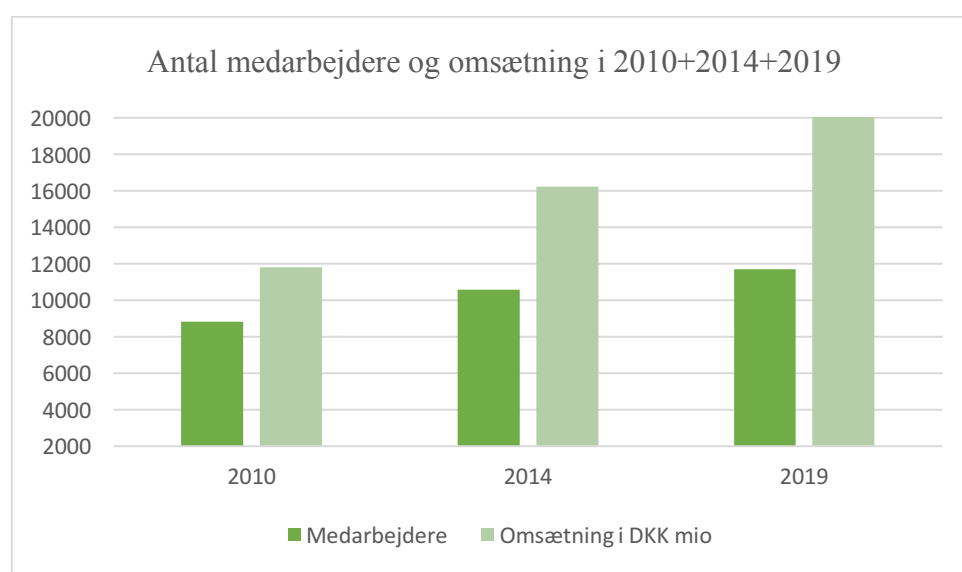
I dag producerer Rockwool koncernen byggematerialer baseret på stenuld, som fremstilles af smeltede vulkansten, kalksten og andre råmaterialer ved ca. 1.500 grader, som bl.a. sælges til gartnerier og byggebranchen. Disse er nogle af naturens mest udtømmelige ressourcer. De har i alt 46 fabrikker fordelt i 39 lande, hvoraf to af dem er placeret i hhv. Vamdrup og Øster Doense i

⁴ Slots- og Kulturstyrelsen: ”Rockwool”

Danmark⁵. De leverer innovative produkter og systemer, der er baseret på stenuld, som er et fuldtud genanvendeligt materiale, som er med til at forbedre miljøet og livskvaliteten.

Jf. Rockwools årsrapport 2019 ejer Rockwool Fonden 23% af aktierne i Rockwool, og har 28% af stemmerettighederne, hvorved de er storaktionær i Rockwool.

Rockwool har siden 2010 været en virksomhed i vækst. Jf. figur 2.1 er antallet af medarbejdere i Rockwool for perioden 2010 til 2019 steget fra 8.808 til 11.700. Omsætningen er samtidig steget fra 11.812 til 20.705 DKK mio. Den øget omsætning, har bl.a. medført et behov for ansættelse af flere medarbejdere, og skyldes bl.a., ifølge Rockwool selv, en øget interesse i at anvende klimavenlige byggematerialer ved opførelsen af nye bygninger, samt et øget fokus på at renovere og udskifte bl.a. isoleringen i gamle bygninger. Derved mindske energi- og varmespild som et forsøg på at afbøde klimaforandringerne⁶.



Figur 2.1: Antal medarbejdere og omsætning i 2010+2014+2019. Kilde: årsrapporter fra 2014 og 2019

⁵ Rockwools årsrapport fra 2019 + Rockwool: "Om ROCKWOOL koncernen"

⁶ Rockwools årsrapport fra 2018

2.2 Forretningsområder

Stenuld er i kategorien mineraluld sammen med glasuld. Stenuldens mangfoldige anvendeligheder bidrager til, at Rockwool kan have et bredt produktsortiment, hvori stenulden indgår. Rockwool er opdelt i to forretningsområder:

- **Isoleringsløsninger:** Bygningsisolering samt industriel og teknisk isolering til procesindustri, marine og offshore industrien
- **Systemløsninger:** Primært akustiklofter og facadeplader, vækstmedie til dyrkning af planter i gartnerier samt støj og vibrationsløsninger til transportsektoren

Udover mærket ”Rockwool”, som primært er kendt for at producere brandhæmmende stenuldsisolering, besidder Rockwool koncernen fire andre brands:

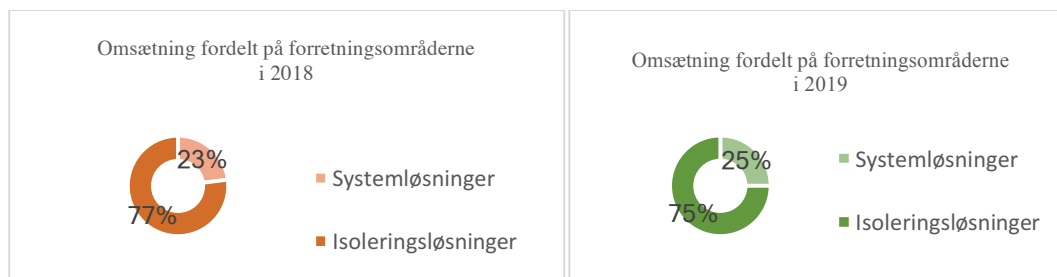
- **Rockfon**, som tilbyder kunderne et loftsystem, der kombinerer akustiske loftplader med skinnesystemer og tilbehør
- **Rockpanel**, som tilbyder kunderne facadeløsninger, der ofte anvendes som ventilrene klimaskærme til facadebeklædning, tagdetaljer og gavle
- **Lapinus**, som udvikler innovative produkter, der kan anvendes indenfor en lang række områder, herunder friktion- og vandforvaltning, skinner, belægning, pakninger og hegn
- **Grodan**, som leverer innovative stenuldsmedieringsløsninger til professionelle gartnerier⁷

Som nævnt i afsnit 2.1, var bygningsisoleringen produceret af stenuld den som Rockwool startede med at sælge. Isoleringsløsningerne er fortsat det forretningsområde som størstedelen af Rockwools omsætning vedrører jf. figur 2.2. Ifølge Rockwools årsrapport for 2018 lancerede Rockwool i dette år ”Rockflow”, som kan hjælpe byer med at håndtere de store mængder af nedbør, der forekommer hyppigere og bliver mere ekstreme. Systemet kan bl.a. anvendes under veje, pladser og parker. Ydermere lancerede Rockwool i samme år ”Rockzero”, som er et nyt byggesystem af stenuld, der skal erstatte de traditionelle bærende elementer i et nybyggeri såsom beton og træ. Derved kan bygningen leve op til nearly-zero-energi-building standarden. Rockwool forventer en stor efterspørgsel på de nylancerede systemer, hvorfor Rockwool forventer, at systemløsningerne i fremtiden vil udgøre en større procentdel af deres samlede omsætning⁸. Jf. figur 2.2 var omsætningen fra systemløsninger på hhv. 23% og isoleringsløsninger på 77% i 2018. Ydermere kan det i samme figur ses, at systemløsningerne i 2019 nu udgør 25% af Rockwools samlede omsætning, hvorfor det

⁷ Rockwool: ”Om ROCKWOOL”

⁸ Rockwools årsrapport fra 2018

alt andet lige må antages, at Rockwool havde ret i deres forventninger om en stigning indenfor systemløsningerne.



Figur 2.2: Omsætning i 2018 og 2019 fordelt på de to forretningsområder. Kilde: årsrapporter fra 2018+2019

2.3 Rockwools vision og strategi

Rockwools overordnede vision er *"...to release the natural power of stone to enrich modern living"*⁹. Ved at udnytte stenuldens mange anvendelsesmuligheder, vil Rockwool producere løsninger og systemer, der er med til at pege verden i retning af en sikrere og sundere fremtid med et lavt CO₂-udslip. Ambitionen er, at på en bæredygtig måde ved hjælp fra bl.a. stenuld at konvertere globale tendenser til rentable forretningsmuligheder, der beskytter miljøet og skaber et sundere liv.

Internt vil Rockwool reducere deres udledning af CO₂ fra deres fabrikker med 20%, samt deres fabrikkers vandforbrug ligeledes med 20%. Ydermere vil de reducere deres lossepladsaffald fra deres fabrikker med 85%. Ambitionen er at have opnået disse delmål inden 2030¹⁰.

I tråd med den grønne stil som Rockwools strategi er bygget på, har Rockwool sammen med Danfoss, Grundfos og VELUX stiftet interesseorganisationen "Synergi", der arbejder for en effektivisering af brugen af energi i hhv. industrien og de danske hjem. De fire stiftende virksomheder har hver for sig udviklet banebrydende løsninger indenfor hver deres områder og igennem interesseorganisationen vil de nu sammen gøre brug af hinandens erfaringer og viden. Dermed håber de på at være behjælpelig med, at Danmark kan begrænse omkostningerne i forbindelse med en effektiv omlægning af landets energikilder til en grønnere energi¹¹.

⁹ Rockwools årsrapport fra 2019 årsrapporten

¹⁰ Rockwools årsrapport 2019

¹¹ Rockwool: "Om Synergi"

2.4 Udvikling i aktiekursen

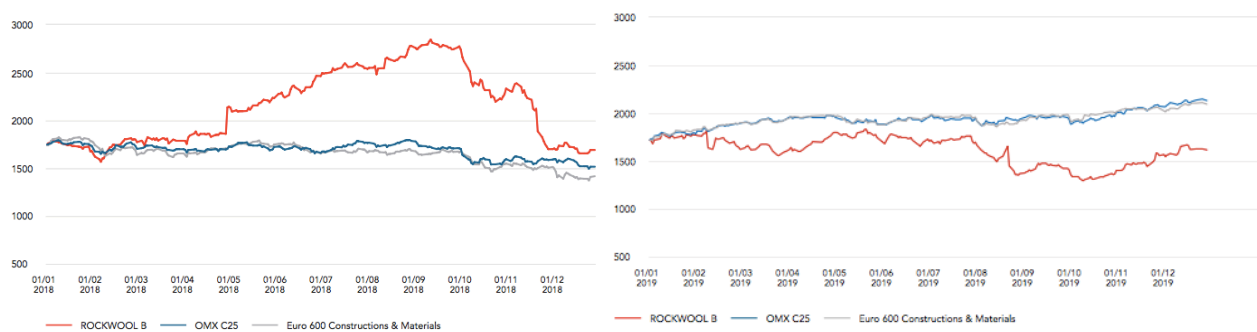
Som nævnt i afsnit 2.1 er Rockwool børsnoteret på Nasdaq Copenhagen, hvor de som koncern udsteder en A- og B-aktie. B-aktien er den af de to aktier, der bliver omsat hyppigst, og som det kan ses i figur 2.4 klarede den sig i 2018 godt (set ud fra aktiekursen) sammenlignet med OMX C25-indekset og ”STOXX Euro 600 Construction & Materials” (som er et indeks over europæiske aktier).

I en selskabsmeddelelse på Rockwools hjemmeside den 30. april 2018 meddelte de, at de opjusterede forventningerne til indtjeningen for 2018. De forventede en stigning i EBIT-margin for 2018 på mindst 13% (tidligere forventede man mindst 11%). Opjusteringen skyldes en positiv salgsudvikling i første kvartal af 2018, som har medført en god vækst i indtjeningen primært er forårsaget af en øget efterspørgsel på brandsikre isoleringsprodukter¹². Opjustering kan tydeligt ses i Rockwools B-aktiekurs jf. figur 2.4, hvor kursen siden den 1. maj 2018 og frem til omkring oktober 2018 har haft en stigende trend. Dette har skabt en større grad af sikkerhed på markedet samt optimisme, hvilket afspejles i den stigende trend i aktiekursen.

Den 23. november 2018 offentliggjorde Rockwool deres delårsrapport for tredje kvartal af 2018. Heri kan det læses, at Rockwools omsætning er steget med ca. 13% sammenlignet med samme periode i 2017. EBIT havde en stigning på ca. 28%¹³. På trods af, at Rockwool fremlægger en delårsrapport for årets første 9 måneder, der viser, at virksomheden vækster samt, at de lever op til deres egne udmeldte forventninger til 2018, tyder det på, at markedet havde større forventninger til Rockwools vækst. På trods af en stigning i både omsætningen og EBIT, har resultatet formentlig alligevel skuffet markedet, hvilket ses i en faldende aktiekurs. Den 23. november 2018 faldt aktiekursen med 9,6% til 1.921 kr., blot 20 minutter efter markedspladsens åbningstid. Dette var den laveste kurs siden maj-18 og det største endagsfald siden august-11 (Ritzau Finans, 2018). Markedets høje forventninger til Rockwool, som ikke lev indfriet, medførte, at aktiekursen i slutningen af 2018 faldt til et niveau, der nogenlunde var det samme som OMX C25-indekset. Som det kan ses i figur 2.4 klarede Rockwool B-aktien sig overordnet set dårligere i 2019 sammenlignet med 2018, og i 4. kvartal af 2019, ligger Rockwool en del under OMX 25-indekset, men følger dog stadig OMX 25-indeksets udvikling, og det vurderes, at B-aktien ikke ligger bemærkelsesværdigt langt fra indekset.

¹² Rockwool, Fondsbørsmeddelelse (2018, april 30)

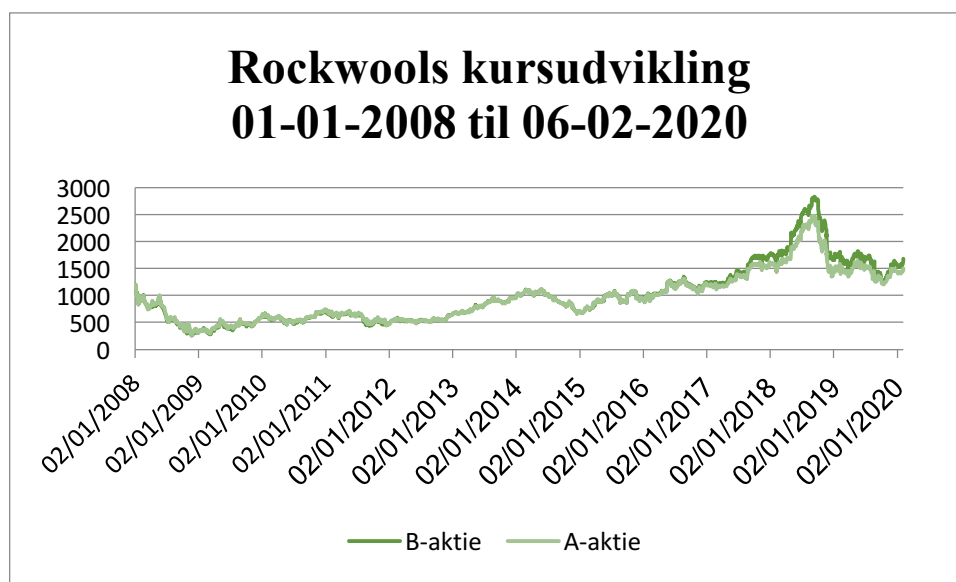
¹³ Rockwool delårsrapport Q3 2018



Figur 2.4: Udvikling i Rockwool B-aktien for 2018 og 2019. Priserne er i DKK.

Kilde: Rockwools årsrapporter fra 2018+2019

Som det fremgår af figur 2.4.1 blev Rockwools aktiekurser påvirket af Finanskrisens indtog i 2008, da kurserne faldt. Siden slutningen af 2009 har der overordnet set været en stigning i Rockwools aktiekurser, og langt hen ad vejen følges de to aktier ad. Årsagen til denne stigning kan skyldes, at forbrugerne lige så stille er blevet mere miljøbevidste, og i højere grad køber bæredygtige, klimavenlige produkter (Meyer, I., 2015). Som nævnt i afsnit 2.1 er stenuld et bæredygtigt materiale, hvilket øger efterspørgslen på Rockwools produkter, som er med til at skabe vækst i Rockwool samt en optimisme på kapitalmarkedet og dermed en stigende aktiekurs. Det er dog først i 2018, der sker en rekordhøj stigning, som tidligere er omtalt i dette afsnit.



Figur 2.4.1: Udvikling i Rockwools A- og B-aktie.¹⁴

¹⁴ Nasdaq: "Rock B, Rockwool Int. B, (DK0010219153)". + Nasdaq: "Rock A, Rockwool Int. A, (DK0010219070)".

3.0 Strategisk analyse

Ved hjælp fra en strategiske analyse er det muligt at identificere de primære faktorer, som påvirker værdien af Rockwool, og dermed afdækkes Rockwools ikke-finansielle værdidrivere og risikofaktorer, der er forbundet ved Rockwools primære forretningsområde. Ydermere giver den strategiske analyse input til senere at kunne vurdere Rockwools rentabilitet og dernæst komme med skøn over Rockwools eventuelle fremtidige værditilvækst (Sørensen, 2017, s. 59).

Den strategiske analyse vil belyse Rockwools eksterne og interne forhold, som vil udmunde i en SWOT-analyse, der præciserer Rockwools interne styrker og svagheder, samt de eksterne muligheder og trusler.

3.1 Ekstern analyse

Til at vurdere Rockwools eksterne forhold og dermed en analyse af omverdenen, vil der blive brugt en PESTEL-analyse og Porters Five Forces.

I analysen af de eksterne forhold er det relevant at fastlægge Rockwools produktmarked samt en geografisk afgrænsning, som analysen vil tage udgangspunkt i. Det vurderes, at Rockwools primære produktmarked er markedet for byggematerialer, som gør, at de befinder sig i byggematerialebranchen¹⁵. Rockwools geografiske markeder spander bredt. De både er repræsenteret i Europa, Rusland, Asien og Nord Amerika, hvor deres fabrikker er fordelt i 39 lande. Rockwool opererer i omkring 15 europæiske lande og har 8.200 ansatte i Europa¹⁶, hvilket gør det til Rockwools største marked, som er dette, den eksterne analyse vil tage udgangspunkt i.

3.1.1 Omverdenanalyse

For at kunne vurdere, hvilke makroøkonomiske og eksterne forhold, som påvirker Rockwool, anvendes her en PESTEL-analyse. Analysen undersøger faktorer i Rockwools uafhængige omverden, og analyserer politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, som kan påvirke Rockwools evne til værdiskabelse. Da der i sagens natur er mange eksterne forhold, som kan påvirke en virksomheds (og derfor også Rockwools) evne til værdiskabelse, er det hensigtsmæssigt, at analysen begrænses til at afdække de eksterne forhold,

¹⁵ Nasdaq: "Rock B, Rockwool Int. B, (DK0010219153)".

¹⁶ Rockwools årsrapport for 2019

hvor det vurderes, at en ændring i disse vil have størst indflydelse på Rockwools fremtidige evne til værdiskabelse (Sørensen, 2017, s. 61). Derfor afgrænses analysen til at omhandle politiske og økonomiske forhold. Ydermere vurderes det, at det vil gavne analysen, at sociokulturelle, lovgivnings- og miljømæssige forhold bliver slået sammen. Årsagen hertil er, at faktorerne, der kan påvirke Rockwool under sociokulturelle forhold er forbrugsvaner og livsstil som i dette tilfælde også vil komme til at omhandle lovgivnings- og miljømæssige forhold.

Politiske forhold

Virkninger af politisk international samarbejde er en af de politiske faktorer, der kan påvirke Rockwool i fremtiden. Danmark er medlem af EU¹⁷, hvilket bl.a. betyder, at der kan ske fri handel mellem medlemslandene. Ydermere forhandler EU handelspolitik/handelsaftaler på vegne af medlemslandene, som både giver adgang til EU's og de pågældende landes markeder, der indgår i aftalen¹⁸. Derfor vil EU's forhandlingsstyrke og de potentielle fremtidige aftaler de kan indgå, have betydning for, hvordan Danmark i fremtiden kommer til at handle med andre lande.

Den 31. januar 2020 har Storbritannien forladt EU, hvilket kommer til at have betydning for måden, hvorpå Danmark i fremtiden kan indgå samarbejde og handle med Storbritannien, og dette vil derfor have en væsentlig betydning for danske virksomheder¹⁹. Storbritanniens exit har betydning for de danske virksomheder, som handler med britiske virksomheder, da reglerne for handel med virksomheder fra Storbritannien vil ændre sig²⁰. Ifølge Rockwools årsrapport fra 2018, har Rockwool en fabrik og et salgskontor i Storbritannien. Usikkerheden ift., hvilke konsekvenser Storbritanniens exit har, og hvad dette kommer til at betyde for danske virksomheder, er en væsentlig faktor, som giver byggematerialebranchen en usikker fremtid²¹. Da Briterne stemte for et EU-exit, frygtede man, at en endnu større EU-skeptisk vil sprede sig til andre lande og dermed afføde, at andre medlemslande også ville forlade EU (Fisher, 2017). Hvorvidt andre lande også vil forlade EU er endnu uvist, men noget tyder på, at den frygtede kædereaktion fra Storbritanniens exit ikke har materialiseret sig endnu, og at EU-skepsissen er på retur (Fisher, 2017). Dette vurderes at være positivt, da flere landes exit fra EU vil have konsekvenser for danske virksomheder, som handler med disse.

¹⁷ SKAT, a.: "EU-lande".

¹⁸ Den Europæiske Union: "Handel"

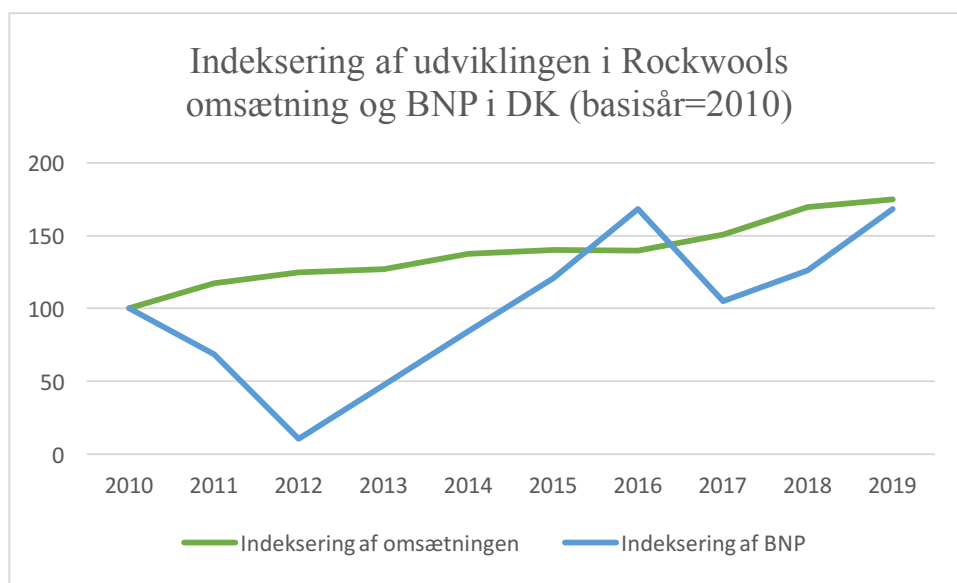
¹⁹ Udenrigsministeriet: "Brexit"

²⁰ Dagens Byggeri: "Byggematerialebranchen afventer afmatning"

²¹ Dagens Byggeri: "Byggematerialebranchen afventer afmatning"

Økonomiske forhold

Som nævnt i afsnit 2.4 kunne det ud fra Rockwools aktiekurser ses, at Rockwool blev påvirket af Finanskrisens indtog i 2008, hvor der skete et fald i aktiekurserne. På baggrund af dette vil det være relevant at sammenligne udviklingen i Rockwools omsætning med udviklingen i Danmarks BNP for at kunne vurdere, hvorvidt Rockwool bliver påvirket af konjunkturforholdene i samfundet. Danmarks BNP vælges, da den jf. bilag 1 stort set følger både BNP'en (i realvækst) for EU, Euroområdet og USA.



Figur 3.1.1.: Udviklingen i Rockwools omsætning og BNP i Danmark. Kilde: Bilag 2

Som det kan ses i figur 3.1.1 følger Rockwools omsætning og Danmarks BNP ikke hinanden. Rockwools omsætning blev ikke påvirket af faldende i Danmarks BNP hverken i år 2012 eller 2017, da Rockwools omsætning fortsat havde en stigende trend trods fald i BNP.

I 2015-2016 sker der en lille tilbagegang i Rockwools omsætning, hvilket ej heller kan forklares ud fra Danmarks BNP, da denne i samme periode har en relativ stor stigning fra 121 til 168 (i indekstal jf. bilag 2). Ud fra ovenstående kan det konkluderes, at Rockwools omsætning minimalt bliver påvirket af konjunkturforholdene i samfundet.

Forklaringen på, at Rockwool har haft en stigende trend i deres omsætning siden 2010 kan skyldes, at udviklingen i Bygge- og anlægsbranchen siden 2010 har klaret sig godt jf. FSR's analyse af forskellige brancher 10 år efter finanskrisen²², hvor andelen af selskaber med underskud i Bygge- og anlægsbranchen er gået fra 40,8% i april 2010 til 30,4% i april 2018, og er en af de brancher, som har

²² FSR – danske revisorer: "Stor forskel på hvordan brancherne har klaret sig siden finanskrisen".

den laveste andel af selskaber med underskud²³. Det må alt andet lige kunne antages, at jo bedre Bygge- og anlægsbranchen klarer sig, jo større positiv effekt vil dette have på Rockwools omsætning. Dette skyldes, at såfremt der sker en kraftig stigning i bygge- og anlægsbranchen, vil efterspørgslen efter byggematerialer stige, og dermed også efterspørgslen på isolation. Omvendt er bygge- og anlægsbranchen også afhængig af byggematerialebranchen.

Som nævnt i afsnit 3.1 spender Rockwools geografiske område bredt, hvorfor der handles i forskellige valutaer, hvilket også kan ses i deres årsrapport for 2019, da der er foretaget en del valutakursreguleringer. Det må alt andet lige antages, at ændringer i valutakurser, vil påvirke Rockwool. Det kan tænkes, at såfremt Rockwool indgår en kontrakt i amerikanske dollars om køb af en bestemt mængde stenuld fra en leverandør henover en fastlagt periode, vil dette have betydning for Rockwool såfremt kursen på dollars enten stiger eller falder.

Sociokulturelle, lovgivnings- og miljømæssige forhold

Som nævnt i afsnit 2.4 er forbrugernes forbrugsvaner ændret til i højere grad at være blevet mere miljøbevidste, og køber i højere grad bæredygtige, klimavenlige produkter. Denne tendens kan Rockwool drage fordel af, da Rockwool som nævnt i afsnit 2.1 og 2.3 producerer miljøvenlige produkter, og produkter der er med til at skåne miljøet.

Den 6. december 2019 blev der på Christiansborg indgået en aftale om en ny klimalov, som skal sikre, at Danmark når målet om at reducere CO₂-udledningen med 70% i 2030 sammenlignet med niveauet i 1990. På trods af, at Rockwool har ambitioner om at reducere deres CO₂ udslip fra deres fabrikker med 20% inden 2030 jf. afsnit 2.3, er Rockwool blandt nogle af de virksomheder, der udleder mest CO₂ i Danmark. Samtidig er Rockwool koncernen undtaget fra at betale danske klima-afgifter frem til 2030 som de fleste andre danske virksomheder ellers skal betale. Årsagen til dette er, at Rockwool er omfattet af EU's såkaldte "Carbon Leakage Liste", og samtidig er Rockwool nr. 5 på listen over de 10 største CO₂-udledere i dansk industri. Frem til 2030 får bl.a. Rockwool tildelt gratis CO₂-kvoter fra EU til at dække deres udslip af drivhusgasser fra kul, olie og gas (Jensen, K., 2020). Et af hovedpunkterne i den nye klimaaftale er, såfremt man mangler få procenter i at nå 70%-målsætningen kort inden 2030, kan et flertal på Christiansborg annullere CO₂-kvoter, hvis dette anses være nødvendigt for at nå målsætningen (Jyllands-Posten, 2019). En sådan annullering vil få konsekvenser

²³ Se bilag 3

for Rockwool, da de i så fald bliver pålagt at betale klima-afgifter for deres CO₂-udslip. Ydermere kan det have en negativ konsekvens for Rockwool, at de ikke betaler CO₂-kvoter, da de i overfor forbrugerne kan fremstå som nogle, der ikke tager et samfundsmæssigt ansvar ift. klimaforandringer.

På trods af, at Rockwools produkter er med til at gavne miljøet i form af mindre energispild, anvender Rockwool primært kul til at fremstille stenulden, som har en høj udledning af CO₂ (Jensen, K., 2020). Tendensen med, at forbrugernes vaner går i en mere miljøbevidst og klimavenlig retning, kan også give bagslag for Rockwool, da det kan tænkes at nogle forbrugere vil mene, at en virksomhed som Rockwool, der er nr. 5 på listen over de 10 største CO₂-udledere i dansk industri og samtidig ikke betaler klima-afgifter, ikke er med til at bidrage (både økonomisk og strategisk) til en sundere fremtid med et lav CO₂-slip, på trods af, at det indgår i Rockwools vision og strategi jf. afsnit 2.3. Dette kan i værste fald føre til, at forbrugerne ikke vil købe Rockwools produkter.

I og med, at Rockwool er børsnoteret, er der en række særlige lovgivninger, som de skal følge. Dette vil blive uddybet i afsnit 4.2. En ændring i disse love eller i de bagvedliggende EU-direktiver samt forordninger, vil have (positive såvel som negative) konsekvenser for Rockwool, da en strammere lovregulering formentlig vil føre til flere omkostninger for Rockwool og modsat vil en lempeligere formentlig føre til færre omkostninger. Ydermere skal danske børsnoterede selskaber også følge de almindelige danske regler, som ikke-børsnoteret aktieselskaber skal følge. Som et eksempel på en opstramning fra lovgivers side er, at tidligere har ”Anbefalingerne for god selskabsledelse” været soft law, som er en ikke bindende sekundærregulering, og er derfor ikke juridisk bindende og har ej heller ingen juridisk signifikant betydning. Fra foråret 2020 bliver ”Anbefalingerne for god selskabsledelse” implementeret i Selskabsloven, hvorved man går fra soft law til hard law, som er en bindende sekundærregulering, der kan håndhæves af en domstol, og som er bindende for de involverede parter. Efter implementeringen i Selskabsloven vil noterede virksomheder bl.a. skulle oplyse en del information om ledelsesaflønning, som vil blive omtalt i afsnit 4.2.5. Idéen er at styrke aktionærernes mulighed for at udøve indflydelse i selskabet, samt skabe større gennemsigtighed om den samlede aflønning på et individuelt niveau, da ejerne (altså generalforsamlingen) skal involveres både ved godkendelse af vederlagspolitikken og efterfølgende ved bestyrelsens aflæggelse af vederlagsrapporten for generalforsamlingen. Dette har konsekvenser for Rockwool, da aktionærerne nu i langt højere grad kan udøve indflydelse på selskabet.

Konklusion på omverdenanalysen

Der er stor usikkerhed omkring, hvilke konsekvenser Storbritanniens EU-exit har for EU's medlemslande, som handler med virksomheder i Storbritannien. Uanset udfaldet af Storbritanniens exit, vil dette have konsekvenser for handlen med britiske virksomheder, som vil komme til at have betydning for Rockwool. Selvom Rockwools internationale handel kan blive påvirket af politisk international samarbejde, herunder Danmarks medlemskab af EU, tyder det på, at Rockwool kun minimalt bliver påvirket af konjunkturforsørelserne i samfundet, og i så fald skal der opstå en international krise (f.eks. Finanskrisen i 2008, hvor der skete et fald i Rockwools aktiekurser) før dette kan ses i Rockwools omsætning. Dog afhænger Rockwools omsætning især af, hvordan bygge- og anlægsbranchen klarer sig, da disse to brancher er stærkt korreleret. Forbrugernes miljøbevidste forbrugsvaner kan Rockwool drage fordel af, da Rockwool producerer 100% genanvendelig isolering, som både er godt for miljøet men også sparer på energiforbruget i de danske hustande/erhvervsmål. Dog kan denne øget bevidsthed omkring miljøet og klimaet også give bagslag for Rockwool, da Rockwool gratis har fået tildelt de såkaldte CO₂-kvoter, og dermed slipper for at betale for den store mængde af CO₂, som bl.a. deres fabrikker udleder. Implementeringen af reglerne om ledelsesaflønning i Selskabsloven er et eksempel på, at lovgiver kan påvirke måden, hvorpå virksomheder driver deres forretning.

3.1.2 Brancheanalyse

En branche kan defineres som *"en gruppe af virksomheder, der producerer og sælger en række produkter og tjenesteydelser, som stort set er ens og dækker de samme behov hos kunderne"* (Sørensen, 2017, s. 72). Derfor afgrænses der yderligere til den del af byggemarkedsbranchen, som producerer isoleringsløsninger, da det er dette forretningsområde, som størstedelen af Rockwools omsætning kommer fra jf. afsnit 2.2.

Ifølge Michael Porter er en branches fremtidige indtjeningsmuligheder afhængig af fem konkurrencekræfter, som han sammensætter i en brancheanalyse kaldet Five Forces Analysis også kendt som Porters Five Forces. Analysen af den afgrænsede branche vil tage udgangspunkt i en sådan analyse.

En brancheanalyse dækker situationen i en branche og ikke den enkelte virksomheds konkurrencesituation. I afsnit 3.1 blev der argumenteret for, at det geografiske marked i den eksterne

analyse afgrænses til det europæiske marked, hvorfor konkurrenterne der inddrages i denne analyse vil være aktører, som også er store på det europæiske marked inden for isoleringsløsninger. På trods af, at Rockwool også opererer på andre markeder end det europæiske, vurderes det, at Rockwools største konkurrenter på det europæiske marked, formentlig også er deres største konkurrenter på de andre markeder, som Rockwool opererer i på nuværende tidspunkt og eventuelt vil indtræde i fremtiden.

Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke afhænger af to faktorer: prisen og relativ forhandlingsstyrke (Sørensen, 2017, s. 68). På det europæiske marked for byggematerialer er der en del potentielle købere, som direkte kan aftage produktet fra producenten (her kan producenten være Rockwool), herunder især entreprenør- og tømrervirksomheder, store grossister samt detailhandlere. Det vurderes ikke, at private kunder vil købe produkterne direkte af producenten af byggematerialerne, da private kunder formentlig vil købe deres byggematerialer igennem butikker, der driver detailhandel. Dermed er private kunder slutbrugere, hvilket ikke behandles i dette afsnit.

Kunderne er i højere grad prisen, når produktet ikke er differentieret og skifteomkostningerne er små (Sørensen, 2017, s. 68). Byggematerialebranchen er kendetegnet ved, at produkterne er standardiseret og dækker de samme behov, hvorfor kunderne har lettere ved at skifte til et andet produkt enten pga. kvaliteten eller prisen. Det samme gælder salg af isolering. Såfremt produktet udgør en stor del af køberens omkostninger, f.eks. isolering til et påbegyndt byggeprojekt, vil køberen formentlig afholde de nødvendige søgeomkostninger for at lede efter et prisbilligere alternativ. Dette betyder, at køberne af byggematerialer er prisen, og køberne er villige til at forhandle om prisen og finde prisbilligere alternativer.

På trods af, at køberne er prisen betyder dette nødvendigvis ikke, at de er i stand til at opnå lavere priser, medmindre de har en stærk forhandlingsposition (Sørensen, 2017, s. 69). Køberens forhandlingsstyrke afhænger bl.a. af antallet af potentielle kunder på markedet sammenlignet med antallet af mulige leverandører, mængden som køber påtænker at aftage, samt antallet af alternative produkter. Som nævnt tidligere, er byggematerialebranchen kendetegnet ved, at der er mange slutbrugere og ydermere er der en del leverandører. Store virksomheder, private såvel som offentlige, som er ansvarlige for store byggeprojekter af f.eks. kontorbygninger, store beboelsesejendomme, erhvervsbygninger, indkøbscentre mv., er værdifulde for producenterne af byggematerialer grundet

mængderne af de byggematerialer de kan aftage. Disse vil have en større relativ forhandlingsstyrke sammenlignet med virksomheder, der f.eks. bygger enkelte huse og foretager smårenovationer.

Entreprenørvirksomheder vil formentlig ikke foretage baglæns integration, hvor der sker et opkøb af leverandørvirksomheder (leverandøren kan f.eks. være Rockwool), da dette kræver store anlægs-/investeringsomkostninger og specialisering, samt producenterne af byggematerialerne har i det store hele vidt forskellige forretningsmodeller, som kan være svære at integrere med hinanden. Dette medfører, at købernes relative forhandlingsstyrke reduceres.

På baggrund af ovenstående kan købernes forhandlingsstyrke karakteriseres som værende **mellem**, da de langt hen ad vejen er prisfølsomme og gerne afholder søgeomkostninger til at finde et alternativt produkt, men deres relative forhandlingsstyrke afhænger i stor grad af mængden af produkter, de kan aftage.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Der findes forskellige materialer til brug for isolering herunder stenuld og glasuld som er de mest almindelige, men papiruld og træfiberisolering bruges også til isolering. De fleste isoleringsformer er fremstillet af genavendte materialer eller råmaterialer. Både glasuld og stenuld er fremstillet på genanvendte materialer, hvor 80% af glasuld bliver fremstillet af genbrugsglas og 80% af stenuld er fremstillet af genanvendelige materialer²⁴, hvoraf basalt (som stammer fra vulkaner) udgør den største del²⁵. På grund af disse råvarers forskellige fysiske og kemiske egenskaber er det ikke muligt at substituere disse råvarer i produktionen af hverken stenuld eller glasuld. Endvidere er disse råvarer essentielle for produktionsvirksomhederne, hvilket styrker leverandørerne af disses forhandlingsstyrke. Ydermere kræver produktionen af både glasuld og stenuld enorme mængder af energi og høje omkostninger til produktionsteknologi. Antallet af leverandører, som ofte er mineselskaber, er relativ få, hvilket endnu engang øger leverandørernes forhandlingsstyrke. Modsat såfremt det er muligt at skifte leverandør, er omkostningerne her af en så ubetydelig karakter, at dette vil mindske leverandørernes forhandlingsstyrke, da deres produkter stort set ikke er differentieret. Leverandørerne kan dog sikre sig, at køberne ikke skifter leverandør ved f.eks. at indgå kontrakter

²⁴ Videnscenter for Cirkulær Økonomi: *"Isolering – Hvordan kan isoleringsmaterialer være en del af den cirkulære økonomi?"*

²⁵ Rockwool: *"Ansvarlig produktion"*

med køber, hvorved man sikrer prisen og mængden af solgte råvarer i fremtiden. Det er fordelagtigt for en producent af isolering at foretage en baglæns integration, hvorved leverandører opkøbes. Dette kræver dog, at isoleringsproducenten besidder den fornødne kapital. Dette er ikke ualmindeligt, men det svækker leverandørernes forhandlingsstyrke, da leverandørerne er afhængige af isoleringsproducenterne. En forlæns integration, hvor leverandørerne opkøber producenterne af isolering udgør ingen trussel overfor producenterne, da dette ses sjældent i branchen, hvilket svækker leverandørernes forhandlingsstyrke.

Ser man på leverandørerne af arbejdskraften i byggematerialebranchen (altså medarbejderne) er disse et vigtigt input i fremstillingen af isolering. Der stilles store krav til medarbejdernes viden og ekspertise, da fejl i produktionen kan ødelægge producentens omdømme. Dette øger leverandørerne af arbejdskraftens forhandlingsstyrke.

Stenulden, som Rockwool producerer, er som tidligere nævnt baseret på basalt, som er en af naturens mest uudtømmelige ressourcer. På trods af dette, svinger prisen en del på råmaterialerne, som Rockwool bruger i deres produktion. Årsagen til dette er, at udbud og efterspørgsel på dette område ikke altid følger hinanden, da udbuddet på råmaterialerne kan falde pga., der er tale om naturmaterialer, som skal udvindes fra naturen før de kan bruges i produktionen af stenuld. Er efterspørgslen større end udbuddet kan dette føre til stigende priser, hvilket styrker leverandørernes forhandlingsstyrke. Truslen fra de svingende priser kan elimineres ved, at isoleringsproducenterne indgår kontrakter med leverandørerne, hvor man fastlægger prisen og eventuelt den mængde, som isoleringsproducenterne skal aftage.

På baggrund af ovenstående kan det konkluderes, at leverandørernes forhandlingsstyrke er **mellem**, men kan blive påvirket af en eventuel baglæns integration.

Truslen fra nye indtrængere

Hvis man vil have succes som isoleringsproducent er stordriftsfordele en afgørende faktor. I denne branche er opstartsomkostningerne høje, da det bl.a. kræver en stor kapital til opstart af det fornødne produktionsanlæg. Dette vanskeliggøre det for nye aktører at indtræde markedet taget den fornødne kapital i betragtning. Ydermere er de nuværende teknologier til produktion af isolering ofte patentbeskyttet, som betyder, at nye indtrængere ikke kan gøre brug af dem medmindre de betaler

licens, hvilket for nye aktører alt andet lige resulterer i højere produktions- og opstartsomkostninger. Som nævnt i afsnittet ”Kundernes forhandlingsstyrke” er isolering stort set et ikke differentieret produkt. Dette medfører lave skifteomkostninger for køber ved skift til en anden leverandør og er en faktor, som kan afskrække potentielle nye indtrængere i at indtræde markedet.

Leverandørernes (af råvarerne) geografiske placering er tillige afgørende for om der er en trussel fra nye indtrængere. Hvis leverandørerne af råmaterialerne til produktionen af stenulden er placeret i det pågældende land, den nye indtrænger ønsker at opstarte en fabrik, vil dette mindske transportomkostningerne ved transporten af råvarerne, og dermed øge truslen fra nye indtrængere. Såfremt leverandøren ikke er placeret i landet, kan dette medføre en del ekstraomkostninger bl.a. på baggrund af told og valutakurser ved import.

Generelt ved produktion af byggematerialer (hvilket også inkluderer isolering) er der en del standarder som producenterne skal følge, herunder både EU og indenlandske reguleringer om især energiforbrug. Jo højere reguleringsniveauerne er, jo højere omkostninger er der for markedsaktørerne, hvilket mindsker truslen fra nye indtrængere.

På baggrund af den tidligere omtalte øget interesse for klimavenlige og miljøbevidste isoleringsformer, som blev nævnt i afsnit 2.4, forventer man en øget efterspørgsel på efterisolering (for at opnå energibesparelse i boliger mv.)²⁶. Dette kan teoretisk set tiltrække nye aktører på markedet. Dog formodes det, at sandsynligheden for, at der vil komme nye indtrængere er **lav til mellemlav** bl.a. på baggrund af de høje kapitalomkostninger, det kræver at indtræde markedet samt kundernes lave skifteomkostninger. Dog kan der samtidig opnås stordriftsfordele, hvilket kan tiltrække nye til markedet.

Truslen fra substituerede tjenesteydelser eller produkter

Mangel på dygtig og specialiseret arbejdskraft i branchen (hvilket er med til at styrke leverandørerne af arbejdskrafts forhandlingsstyrke som tidligere nævnt) samt få R&D-investeringer er nogle af de barrierer, der er i branchen ift. udvikling af alternative isoleringsmaterialer end dem, der allerede er listet i bilag 7. Ydermere findes der på nuværende tidspunkt ikke nogle direkte substitutter til isolering, dog kan der som tidligere nævnt veksles mellem forskellige typer af isolering, som også

²⁶ BygTek: ”Flere ser potentialet i mere energieffektiv isolering”.

fremgår af bilag 7. Det vurderes, at udsigten til, at der bliver udviklet nye isoleringstyper, som kan true de eksisterende, er minimal.

På baggrund af dette vurderes det, at truslen fra substitutter er **lav**.

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Ikke alle aktører i isoleringsbranchen benytter den samme strategi, da de konkurrerer i forskellige niches indenfor isolering, som er illustreret i bilag 7, herunder hhv. glasuld og stenuld. Dette gør branchekonzentrationen fragmenteret. Produkterne på markedet dækker det samme behov hos slutforbrugeren, men bliver ikke fremstillet af de samme materialer, hvilket **øger** konkurrencen, da producenterne kæmper om at få kunderne til at købe netop deres nicheprodukt, og ikke konkurrenternes som ellers dækker samme behov.

Som tidligere nævnt kræver det bl.a. stordriftsfordele for at få succes i isoleringsbranchen. De faste omkostninger er forholdsvis store, da det kræver en stor kapital at opretholde en produktion i den størrelsesorden som der er behov for, for at kunne producere isolering. Derfor er kampen om markedsandelene **hård**. Dette skyldes også, at køberne har ingen eller lave skifteomkostninger såfremt de ønsker at skifte producent, hvilket bevirker at køberne kan engagere sig i en priskonkurrence. Såfremt der sker et fald i efterspørgslen efter isolering, og producenterne er nødsaget til at sænke produktionen, er det stort set umuligt for dem at komme af med deres specialiserede anlægsaktiver, da disse kun har begrænset eller ingen alternativ anvendelse. Dette betyder høje udgangsbarrierer i branchen, og medfører en **højere** rivalisering blandt de eksisterende virksomheder.

På baggrund af ovenstående vurderes det, at rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder er **høj**.

Konklusion på brancheanalysen

De ovennævnte faktorer i brancheanalysen bevirker, at branchen kan karakteriseres som værende investeringstung og præget af en høj konkurrence blandt de eksisterende virksomheder, dog med lave udsigter til konkurrence fra nye indtrængere. Den nuværende konkurrenceintensitet skyldes bl.a. kundernes og leverandørernes forholdsvis gode forhandlingsstyrke, som bevirker, at både leverandørerne og kunderne kan prispresse isoleringsproducenterne, da der er få leverandører af

råmaterialerne på markedet men en del flere isoleringsproducenter. Det faktum, at der på nuværende tidspunkt ikke er udsigter til en direkte substitut til de eksisterende isoleringstyper bevirker, at truslen mod de eksisterende produkter er minimal. Samlet set er vurderingen, at konkurrencegraden i branchen er **mellem**, hvilket betyder, at det ikke er alle aktørerne på markedet, som ”støder” ind i hinanden, men dem som befinder sig i samme niche, de gør. I figur 3.1.2 ses en skematisk opstilling af hovedpointerne i brancheanalysen.

	Lav	Mellem	Høj
Kundernes forhandlingsstyrke		X	
Leverandørernes forhandlingsstyrke		X	
Truslen fra nye indtrængere	X	X	
Truslen fra substitutter	X		
Rivalisering i branchen			X
= Konkurrenceintensitet i branchen		X	

Figur 3.1.2: Skematisk opsummering af brancheanalysen. Kilde: Egen tilvirkning

3.2 Intern analyse

Det er ikke alene det eksterne miljø, der er bestemmende for om en virksomhed klarer sig succesfuldt eller ej. Det er også nødvendigt at kigge på de interne faktorer. Strategiske kapabiliteter i form af ressourcer og kompetencer er også medbestemmende. Det er bl.a. de strategiske kapabiliteter, som bidrager til virksomhedens langsigtede overlevelse og konkurrencemæssige fordele (Sørensen, 2017, s. 75). I det følgende vil der blive kigget på Rockwools interne kapabiliteter og ressourcer, samt deres konkurrencemæssig(e) fordel(e).

3.2.1 Kapabiliteter

En virksomheds strategiske kapabiliteter består af to dele: ressourcer og kompetencer. Kort sagt kan man sige, at ressourcer er, hvad virksomheden råder over, og kompetencer er, hvad virksomheden er god til. Ydermere er ressourcer ofte noget man kan købe sig til og hænger typisk sammen med ejendomsretten over et aktiv eller viden ift. et bestemt aktiv. Kapabiliteter kan ikke købes og hænger derfor ikke sammen med enkeltindivider (Sørensen, 2017, s. 76). I figur 3.2.1 er Rockwools fem vigtigste ressourcer og kompetencer oplistet og beskrevet.

Ressourcer	Type	Kompetencer og eventuelle udfordringer
Medarbejdere	Humane	Rockwool er gode til at motivere deres medarbejdere og udnytte deres know-how. Dette er med til at optimere Rockwools produktion, udvikling af nye produkter, samt optimering af de eksisterende. Efteruddannelse er et vigtigt aspekt i Rockwools måde at drive virksomhed på. I 2018 langede Rockwool platformen ”RockWise”, der skal efteruddanne deres medarbejdere via e-learning, samt skabe relationer på tværs af organisationen, hvorved man kan drage nytte af kollegaernes viden. Medarbejderne er vigtige for Rockwool. Jf. figur 2.1 er antallet af Rockwools medarbejdere steget siden 2010, og såfremt Rockwool fortsætter med vækst i deres omsætning, jf. samme figur, kan det tænkes, at det på et tidspunkt kan være svært at få kvalificeret arbejdskraft, da Rockwool sammen med de andre store aktører på markedet kæmper om de samme medarbejdere. Medarbejderne er yderligere med til at styrke Rockwools kundetilfredshed, hvilket bl.a. kan ses i bilag 9.
Salgskontorer	Materiel	Rockwool er gode til at lokalisere deres salgskontorer i store byer og hovedstader tæt på størstedelen af (potentielle) kunderne.
Produktion (produktionsanlæg) (produktion af stenuld til brug for isolering)	Materiel	Rockwool formår at udnytte deres produktionsanlæg effektivt og evner at producere klimavenlige produkter, samtidig med, at de forsøger at gøre produktionen så CO ₂ neutralt som muligt. Ydermere kan deres stenuld bruges i adskillige produkter, hvilket er en vigtig kompetence. Rockwool kan udnytte deres ressource og produktion på flere måder og i alle deres forretningsområder, som bidrager til en stor produktportefølje. Dog kræver sådan et produktionsanlæg ofte en stor kapital.
Patenter	Immateriel	Et af Rockwools vigtigste patenter, er patentet på en pakkemaskine til at pakke deres færdigproduceret isolering ind. Ved dette patent kan Rockwool pakke deres færdigproduceret isolering ind på en sådan måde, at lastbilerne, som skal transportere isoleringen fra fabrikken og ud til kunderne, nu kan fyldes 5-8% ekstra op end tidligere. Dette er med til at reducere transportomkostningerne samt besparelse af CO₂-udslippet, da der nu skal bruges færre lastbiler til at transportere den samme mængde isolering. Udover dette, besidder Rockwool en række forretningshemmeligheder ift. produktionen af deres alsidigt stenuld.
Varemærker	Immateriel	I afsnit 2.2 blev der listet 4 andre brands ud over ”Rockwool”. Det gode omdømme som Rockwool har oparbejdet igennem dens lange eksistens, formår Rockwool at videreføre til deres nye og kommende varemærker. Det gode omdømme kan de gøre brug af, når de skal markedsføre nye produkter. Forbruger forbinder ofte ”Rockwool” med kvalitet, hvilket gavner deres ny lancerede varemærker.

Figur 3.2.1: Uddybning af Rockwools strategiske kapabiliteter (ressourcer og kompetencer).

Kilde: Egen tilvirkning

VRIN-analyse (analyse af unikke kapabiliteter)

Der er forskel på om en kapabilitet er nødvendig eller unik. En virksomhed har brug for de nødvendige kapabiliteter for at kunne overleve på markedet, men disse skaber i sig selv ikke nogle vedvarende konkurrencemæssig fordel for virksomheden, modsat de unikke kapabiliteter (Sørensen, 2017, s. 76).

Barney (1991) repræsenterer det ressourcebaseret perspektiv inden for strategiteori, og mener, at det ikke er alle ressourcer, som kan sikre virksomheden en vedvarende konkurrencemæssig fordel. Ressourcen skal være heterogen og immobil før den kan give virksomheden en vedvarende konkurrencemæssig fordel, hvorfor denne ikke kan overføres mellem virksomheder, også selvom de befinder sig i samme branche. Ud fra en VRIN-analyse kan man vurdere, hvorvidt en ressource er unik og vil give en vedvarende konkurrencemæssig fordel for virksomheden. Analysen bygger på antagelserne om, at før man kan opnå en vedvarende konkurrencemæssig fordel skal ressourcen være værdifuld, sjælden, svær at imitere samt svær at erstattet/substituere (Barney, J., 1991). I denne VRIN-analyse vil der tages udgangspunkt i ressourcen ”produktion af stenuld og isolering” (nr. to ressource i figur 3.2.1). Isolering og stenuld slås her sammen til en ressource, da såfremt Rockwool ikke kunne producere stenuld, kunne de ej heller producere den isolering, som de er blevet verdenskendt for.

Jf. VRIN-analysen, skal en ressource være værdifuld for virksomheden. Jf. figur 2.2 udgør isolering 75% af Rockwools samlede omsætning i 2019, hvorfor det antages, at den er værdifuld for Rockwool.

Hvor sjælden en ressource skal være før en virksomhed kan opnå en vedvarende konkurrencemæssig fordel er svært at vurdere. Dog nævner Barney (1991), at den ikke må findes hos konkurrerende virksomheder eller i det mindste ikke hos flere konkurrenter end ved markedet kan bære. Som vist i bilag 7, producerer tre ud af de seks største europæiske isoleringsproducenter stenuld, hvorved det vurderes, at stenuld til brug for isolering i sig selv ikke er sjælden. Dog er stenulden som Rockwool producerer forholdsvis sjælden, da den kan bruges til en bred række af anvendelser herunder i bygninger, transport, havebrug og vandforvaltning, hvorfor stenuld indgår i alle Rockwools forretningsområder, der er nævnt i afsnit 2.2.

En del af Rockwools produktion af stenuld er baseret på patenter og forretningshemmeligheder, hvorfor det gør den svær at imitere for andre. Barney (1991) nævner tre forskellige årsager til, at en ressource er svær at imitere. Den ene årsag er virksomhedens evne til at skaffe en ressource, er afhængig af unikke historiske forhold. Det vurderes, at årsagen til at Rockwool lykkedes så godt med deres salg af isolering og ligger i top 10 over største producenter globalt set jf. bilag 7, er betinget af historiske forhold og forretningshemmeligheder, som stammer helt tilbage fra Rockwool opstart af stenuldsproduktion tilbage i 1937 jf. afsnit 2.1. På baggrund af dette vurderes det, at Rockwools alsidig stenuld og dermed isolering er svær at imitere.

Som nævnt i afsnit 3.1.2 er truslen fra substitutter lav, hvorfor Rockwools produktion af stenuld er svær at substituere.

	Værdifuld	Sjælden	Svær at imitere	Svær at substituere
Stenuld og isolering	Ja	Næsten sjælden	Ja	Ja

Figur 3.2.1.1: Opsummering af VRIN-analysen. Kilde: Egen tilvirkning

På baggrund af ovenstående VRIN-analyse, opsummeringen i figur 3.2.1.1 og frameworket i bilag 8 vurderes det, at Rockwools produktion af stenuld og isolering ligger imellem at være en midlertidig- og en vedvarende konkurrencemæssig fordel. Årsagen til dette er, at selve stenulden ikke i sig selv er sjælden, men måden hvorpå Rockwool producerer og udnytter den, er sjælden.

3.3 SWOT-analyse

Som nævnt i afsnit 3.0 afdækker den strategiske analyse Rockwools interne og eksterne forhold som senere bl.a. giver input til budgettering, herunder at give et realistisk skøn over Rockwools fremtidige rentabilitet. Rockwools vigtigste interne styrker og svagheder samt de vigtigste eksterne muligheder og trusler samles i en SWOT-analyse for at give et overblik over Rockwools situation, og er en opsummering/konklusion på den interne og eksterne analyse. I figur 3.3 ses der et overblik over Rockwools interne og eksterne situation på baggrund af den strategiske analyse. I den interne del af SWOT-analysen stilles Rockwools stærke og svage sider overfor hinanden. I den eksterne del vurderes muligheder og trusler i Rockwools omverden, som er de faktorer Rockwool ikke selv kan påvirke.

SWOT-analyse	
Interne forhold	
Styrker	Svagheder
❖ Opfylder 3/4 af faktorerne i VRIN-analysen ❖ 5 gode interne kapabiliteter ❖ Stor produktportefølje ❖ Medarbejderne ❖ Varemærket "ROCKWOOL®" har et godt omdømme	❖ Stenulden er i sig selv ikke sjælden ❖ Behov for stor arbejdskapital ❖ Kan være svært at tiltrække den nødvendige arbejdskraft
Eksterne forhold	
Muligheder	Trusler
❖ Produktudvikling ❖ Opkøb af leverandører ❖ Muligheder for yderligere vækst i markedet	❖ Korrelation mellem byggematerialebranchen og Bygge- og anlægsbranchen ❖ Lovgivers indgriben overfor virksomheder ❖ Svingende priser på råvarematerialerne ❖ Konkurrence på markedet

Figur 3.3: SWOT-analyse. Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på en analyse af de strategiske kapabiliteter, driver Rockwool en god forretning, da de interne styrker opvejer svaghederne. Dog er der udefrakommende trusler, der kan påvirke Rockwools forretning, men omvendt er der også en del strategiske muligheder. Figur 3.3 vil blive uddybet i det følgende.

3.3.1 Styrker

Jf. VRIN-analysen i afsnit 3.2.1 kunne det konkluderes, at Rockwool opfylder 3/4 af faktorerne før man kan tale om, at en kapabilitet kan give en vedvarende konkurrencemæssig fordel, hvorfor Rockwool er tæt på at have en unik kapabilitet (i form af isolering). Ud fra VRIN-analysen fører dette til en mellemtidig mellem en midlertidig- og vedvarende konkurrencemæssig fordel for Rockwools vedkommende. På trods af, at der ikke helt er tale om en unik kapabilitet (isolering), besidder Rockwool fire andre vigtige kapabiliteter jf. figur 3.2.1, som er en nødvendighed for at kunne overleve på markedet. Alle fem kapabiliteter i figur 3.2.1 styrker Rockwools forretning. Rockwool har en stor produktportefølje, hvor stenuld indgår i alle deres produkter. Dette er en styrke, da Rockwool igennem deres lange eksistens har oparbejdet stor viden indenfor stenuld. Det er kun en fordel, at Rockwool anvender den på andre måder end til blot isolering. Dette er også med til at styrke deres position på markedet, da kunderne ikke behøver at gå til flere forskellige leverandører for at få

de forskellige produkter. Det er bl.a. medarbejderne, der er årsagen til den brede produktportefølje og udvikling af patenter qua know-how, der styrker Rockwools forretning. Rockwool er afhængig af medarbejderne og deres know-how, og forsøger konstant at efteruddanne medarbejderne bl.a. ved at have lanceret e-læringsportalen ”Rockwise”. Rockwool bestræber sig på at ”sharing is caring”, hvorved vidensdeling imellem medarbejderne er vejen til en øget ekspertise. Dette er en måde hvorpå Rockwool selv kan være med til at efteruddanne deres medarbejdere, og måske sørge for, at de bliver hos Rockwool. Det er også igen bl.a. medarbejderne, der er årsag til Rockwools gode omdømme og de positive ting forbrugerne associerer med Rockwool. Det gode omdømme gavner Rockwool når de lancerer nye brands, produkter og forretningsområder, da Rockwools høje kundetilfredshed og omdømme gør, at forbrugerne associerer Rockwools produkter med høj kvalitet.

3.3.2 Svagheder

Som nævnt i afsnit 3.3.1 opfylder Rockwool 3/4 af faktorerne før man kan tale om, at de besidder en unik kapabilitet. Det kan være en svaghed for Rockwool, at stenulden, som er det primære materiale i alle deres produkter/forretningsområder, ikke er sjælden, da de ikke er den eneste producent jf. bilag 6 og 7, hvorved de har konkurrence fra andre producenter. Rockwools store produktion og produktionsanlæg kræver ofte en stor arbejdskapital, hvilket kan føre til et lavere afkast på den investeret kapital. Formår Rockwool at reducere pengebindingerne ved nedbringelse af kredittid for debitorer og reducere af lagerbeholdning, samt forøgelse af kredittid hos kreditorer, vil der ske en frigørelse af likvider, som kan være en klar fordel til f.eks. investering i nye projekter og fabrikker. Medarbejderne er et af Rockwools vigtigste ”aktiver”, hvorfor Rockwools øget omsætning og lancering af nye produkter kan føre til, at Rockwool ikke kan skaffe den fornødne arbejdskraft, hvilket kan bremse Rockwools udvikling og vækst.

3.3.3 Muligheder

Den øget interesse for klimavenlige byggematerialer øger Rockwools muligheder for yderligere produktudvikling i forsøget på at imødekomme forbrugernes præferencer. Rockwool er afhængig af deres leverandører af råmaterialer, hvorfor det vil være fordelagtigt for Rockwool enten at opkøbe en eller flere leverandører, eller begynde selv at producere råmaterialerne til deres stenuldsproduktion. Derved bliver de uafhængige af leverandører. Som nævnt i afsnit 3.1.2 forventer man en øget efterspørgsel på efterisolering, hvilket kan give mulighed for yderligere vækst på markedet, som positivt kan påvirke Rockwool.

3.3.4 Trusler

Der er en korrelation på omsætningen mellem byggematerialebranchen og bygge- og anlægsbranchen. Sker der et fald i bygge- og anlægsbranchen, kan dette føre til en negativ effekt på Rockwools omsætning. Omvendt hvis Rockwools leverandører af råmaterialer til produktion af isolering ikke formår at levere den fornødne mængde råvarematerialer, kan Rockwool dermed ikke producere den efterspurgte mængde af isolering. Dette vil have en negativ konsekvens for Rockwool, og i værste tilfælde kan det være, at kunderne vil finde andre leverandører af isolering, som kan leve op til kundens efterspurgte mængde. Derfor er Rockwools aftaler med deres leverandører vigtige. Som tidligere nævnt, forventes der en øget efterspørgsel på efterisoleringen, og dette kombineret med en konkurrenceintensitet i branchen på mellem-niveau, kan dette føre til nye aktører på markedet for produktion af isolering. Dog kan de høje startomkostninger ved at påbegynde en sådan produktion være årsag til, at der alligevel ikke kommer nye indtrængere. På nuværende tidspunkt vurderes det, at det ikke er alle aktørerne på markedet, som ”støder” ind i hinanden, men kun dem som befinder sig i samme niche. Såfremt der kom nye konkurrenter på markedet, vil dette formentlig føre til, at flere aktører ”støder” ind i hinanden, og derved stiger konkurrenceintensiteten i branchen.

Som børsnoteret virksomhed er der en række særlovgivninger man skal følge, hvor der er en del oplysnings- og rapporteringsforpligtelser. Dette vil blive beskrevet senere i afsnit 4.0. Ændringer heri kan have økonomiske konsekvenser for Rockwool, da en ændring i f.eks. oplysningsforpligtelserne kan stille større krav til Rockwools kommunikationsafdeling, hvorfor Rockwool er nødsaget til at ansætte flere medarbejdere i denne afdeling.

4.0 Kapitalmarkedsretlige forhold

Dette afsnit har til formål at belyse de særregler man som børsnoteret selskab skal følge ud over de almindelige selskabsretlige regler. Ydermere vil motiver til børsnotering og afnotering blive berørt. Dette er for at vurdere, hvilke forhold, der taler for og imod Rockwools fortsatte børsnotering. Da Rockwool allerede er børsnoteret, vil betingelses- og prospektreglerne ved en børsintroduktion ikke blive berørt. Ydermere vil investorers oplysningsforpligtelser, herunder tilbuds- og overtagelsespligt, ikke blive berørt jf. afgrænsningen i afsnit 1.2.

Børs- og kapitalmarkedsretten (herefter kapitalmarkedsretten) spiller en væsentlig rolle for virksomheder, der er børsnoteret. Hovedformålet med kapitalmarkedsretten er at skabe gennemsigtighed samt et likvidt og effektivt marked med henblik på at kunne fremskaffe kapital på en forholdsvis billig og effektiv måde. Dermed er en børsnotering et alternativ til andre finansieringsformer som f.eks. fremmedkapital i form af lån (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 59).

Kapitalmarkedsretten er i Danmark reguleret i bekendtgørelse af lov om kapitalmarkeder (herefter KAPML), der trådte i kraft den 3. januar 2018 og erstattede værdipapirhandelsloven. Derudover er der Børsens udstederregler ("Regler for udstedere af aktier" Nasdaq Copenhagen 01-07-2019), som regulerer de betingelser, der skal opfyldes for aktier optaget til handel på Nasdaq Copenhagen. Disse regler er fastsat med hjemmel i KAPML § 75, stk. 1, hvorefter operatøren af et reguleret marked skal fastsætte regler, som skal sikre, at der handles på en redelig, velordnet og effektive måde (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 86). Der er en række områder, som ikke er reguleret i dansk ret men i forordninger og direktiver udstedt af EU. Når EU vedtager forordninger er disse direkte bindende for både medlemslande samt deres borgere og virksomhederne. Direktiver skal medlemslandene implementere i national lov (Tvarnø, 2014, s. 141-142). Dette afsnit vil tage udgangspunkt i disse typer retskilder. Hvor det er hensigtsmæssigt vil der dog henvises til andre typer af retskilder, både soft law og hard law, såfremt der i disse er særbestemmelse for selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked.

4.1 Motiver til at være børsnoteret

I det følgende afsnit vil motiver til optagelse til handel blive gennemgået. Fordelene ved at være noteret overlapper ofte motiverne, hvorfor dette afsnit også indirekte beskriver fordelene. I og med at fordelene indirekte belyses, vil det her også være nærliggende at belyse de overordnede ulemper ved at være optaget til handel.

Når en virksomhed bliver optaget til handel, er det virksomhedens værdipapirer (herunder aktier), der bliver optaget til handel på et reguleret marked. Der er grundlæggende to måder, hvorpå en virksomhed kan skaffe kapital: enten ved egenkapital fra en større eller mindre kreds af investorer eller fra fremmedkapital via lånefinansiering. Ved en børsnotering eller udstedelse af nye aktier sker der en kapitalfremskaffelse i form af egenkapital, og grundlæggende er der tre hovedmotiver til dette (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 357):

- 1. Ønske om tilvejebringelse af kapital til nye projekter eller opkøb af andre**
- 2. Finansiering af et aktuelt eller kommende generationsskifte**
- 3. Etablering af konkurrencemæssige fordele gennem børsnotering og egenkapitalstyrke**

De ovennævnte motiver relaterer sig til kapitalfremskaffelse. Ydermere kan der være nogle mere ”bløde” motiver såsom ønske om at opnå et kvalitetsstempel (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 358), da virksomheder, der er optaget til handel oftest anses som havende bedre kreditvurdering jf. bilag 20. Ved at være optaget til handel, er der ofte et større fokus rettet mod virksomheden fra pressen såvel som investorer sammenlignet med, hvis man ikke er. Dette øget fokus kan bruges til at promovere virksomheden, og er en form for gratis omtale/branding jf. bilag 20 og 21, men omvendt kan det også give bagslag, såfremt virksomheden kommer i problemer med f.eks. lovgivningen eller utilfredse kunder. Ydermere sker der en løbende vurdering af virksomheder, der er optaget til handel, da markedet løbende værdiansætter virksomheden, og det er muligt at følge kursudviklingen på virksomhedens udstedte aktier.

Såfremt man ønsker at opkøbe andre virksomheder og/eller konsolidere med andre, er dette lettere som børsnoteret virksomhed, da man her kan få adgang til hurtig og nem kapital fra markedet ved f.eks. udstedelse af nye aktier, og dermed betale opkøbet med disse jf. bilag 20 og 21.

4.1.1 Ulemper ved at være børsnoteret

Når en virksomhed er børsnoteret, er der tillige en række ulemper herunder især de omkostninger, der er forbundet med at være børsnoteret. Der gælder strenge oplysnings- og rapporteringskrav, hvilket stiller større krav til revisor, juridisk- og kommunikationsafdeling samt den tid ledelsen må bruge på at servicere investorer og analytikere (Bechman, K. m.fl., 2016). Dette må alt andet lige anses at være direkte omkostninger forbundet med at være børsnoteret. Det øget oplysnings- og rapporteringskrav bevirker, at konkurrenter eventuelt kan udnytte det øget informationsniveau til deres fordel.

Udover kravet om offentliggørelse og aflæggelse af årsrapport efter KAPML § 26, stk. 1, skal udstedere af aktier offentliggøre halvårsrapporter jf. KAPML § 27, stk. 1. Jf. årsregnskabslovens (herefter ÅRL) § 102, skal børsnoterede virksomheder ligeledes udarbejde en årsrapport, der mindst består af en ledelsespåtegning, balance, resultatopgørelse, pengestrømsopgørelse, noter, herunder redegørelse for anvendt regningspraksis samt opgørelse over bevægelser i egenkapitalen. ÅRL i bilag 2 tilhørende loven præciserer en række poster, som resultatopgørelsen skal indeholde. Det er et grundlæggende princip, at virksomheder der har deres aktier optaget til handel altid skal følge det højeste regelsæt i ÅRL, og således anvende højeste standard (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 545). Års- og halvårsrapporterne skal være offentlig tilgængelig i mindst 10 år jf. KAPML §§ 26, stk. 4 og 27, stk. 3, og kan f.eks. være offentliggjorte på udstederens hjemmeside (Moalem m.fl., 2018, s. 289). Dette er også tilfældet hos Rockwool. Udarbejdelse og offentliggørelse af halv- og årsrapporten er en øget omkostning ved at være børsnoteret, da man som tidligere nævnt skal følge højeste regelsæt, som ofte kræver mere eksternt revisionsarbejde. De øvrige oplysningsforpligtelser vil blive gennemgået i afsnit 4.2. På trods af, at det ikke er et lovkrav at udarbejde kvartalvis rapporter, gør de fleste noterede virksomheder det, grundet krav fra investorer jf. bilag 21. Det kan diskuteres, hvorvidt en børsnoteret virksomhed uanset krav fra investorer, alligevel vil udarbejde kvartalvis rapporter til intern rapportering. Offentliggørelsen af kvartalvis rapporter, vil derfor ikke tilføre virksomheden bemærkelsesværdige ekstra omkostninger, idet de vil afholde dem uanset offentliggørelse eller ej.

Ydermere stilles der krav til, at virksomheden har en Whistleblower-ordning jf. KAPML § 58, stk. 1, hvor børsnoterede virksomheder skal have en ”*særlig, uafhængig og selvstændig kanal*”, som har til formål, at de ansatte som minimum skal kunne indberette overtrædelser eller potentielle

overtrædelser. Dette er en øget omkostning for virksomheden, da såfremt der sker en indberetning, skal personoplysningerne, der gives som led i en indberetningen, anmeldes til Datatilsynet jf. persondatalovens § 48. Ydermere skal virksomheden bruge ressourcer på at følge op på indberetningen. Det faktum, at det skal være en uafhængig og selvstændig kanal bevirker, at det ofte er en selvstændig funktion i virksomheden, som skal være uafhængig af den daglige ledelse (Moalem m.fl., 2018, s. 389). Ordningen stiller også krav til virksomhedens it-systemer, da en indberetning skal kunne ske anonymt. Jf. Rockwools årsrapport fra 2019 havde de i dette år 13 indberetninger af forskellige art. Ud af de 13 sager, var der ni sager, som resulterede i, at Rockwool foretog korrigerende handlinger lige fra afskedigelse af medarbejdere til ændring i interne procedurer. Det faktum, at Rockwool foretog korrigerende handlinger på baggrund af indberetninger i Whistleblower-ordningen medvirker, at ordningen også har en positiv effekt og ikke kun er en ulempe på trods af, at den er omkostningstung.

De fleste børsnoterede virksomheder tvinges ofte til at tænke kortsigtet i sine mål og strategier grundet investorernes kortsigtet tankegang, hvor de forventer afkast her og nu. Dette besværliggør det for virksomheden at ”sparre penge op” til langsigtede projekter/investeringer. Dog burde en klar og effektiv kommunikation ud til investorerne om virksomhedens langsigtede mål og strategier kunne få investorerne til at agere som langsigtede investorer (Bechman, K. m.fl., 2016 og bilag 20). Formår virksomheden dette, kan denne ulempe vendes til en fordel, hvorved virksomheden kan investere i langsigtede mål og strategier.

4.1.2 Rockwools motiver til at være børsnoteret

I interviewesene med hhv. Sumit Sudan og Henrik Kurtmann er det ud fra undringsspørgsmålene og de tilhørende interviewspørgsmål forsøgt at få en idé om, hvad Rockwools motiver til en fortsat børsnotering eventuelt kan være. Ud fra interviewsene vurderes det ikke, at der er nogle virksomhedsspecifikke fordele eller ulemper for Rockwool ved at være noteret udover de generelle, der er nævnt i afsnit 4.1 og 4.1.1.

Rockwool oplyser ikke i deres officielle årsrapporter deres motiver til fortsat at være børsnoteret efter ca. 25 år på børsen, og de tydeliggøre altså ikke overfor investorerne fordelene ved at være noteret. Dermed kommunikerer Rockwool ikke deres langsigtede mål og strategier ud til investorerne, som det ellers anbefales jf. bilag 20 og Bechman m.fl. (2016), som vil være en god idé, hvis man ønsker

at få investorerne til også at agere langsigtede. Jf. afsnit 4.1.1 vurderes det alt andet lige at være en klar fordel.

Henrik Kurtmann mener, at såfremt man skal analysere, hvorvidt en virksomhed fortsat skal være børsnoteret, bør man kigge på, hvor stor en byrde omkostningerne, der er forbundet med at være børsnoteret, er for virksomheden. Disse omkostninger har ifølge Sumit Sudan formentlig ikke den store betydning for en virksomhed som Rockwool grundet deres organisation. Derudover mener Henrik Kurtmann, at man bør se på virksomhedens behov for kapital, og trygheden i let at kunne skaffe denne. Rockwool har i det seneste 19 år ikke benyttet sig af aktieudvidelse, men Henrik Kurtmann nævner dog, at den tryghed der er i, at virksomheden ved, at man har en let adgang til kapital, kan være en afgørende faktor for, at virksomheder forbliver noteret. Derfor kan denne tryghed være en af årsagerne til, at Rockwool fortsat er noteret.

Jf. bilag 20 og 21 vurderes det ikke, at Rockwools position overfor deres konkurrenter svækkes såfremt de afnoteres. Det kan dog være svært at opretholde opmærksomheden omkring virksomheden, hvis man bliver afnoteret grundet den mindsket interesse fra offentligheden. Det vurderes, at Rockwools motiv for fortsat børsnotering ikke bunder i, at de frygter, at deres position overfor konkurrenterne svækkes. Et af Rockwools motiver kan være, at de ønsker at tiltrække den bedste arbejdskraft som nævnes i begge interviews. Det vurderes, at det kan være lettere at tiltrække den bedste arbejdskraft qua den ”gratis” branding man får som børsnoteret samt at børsnoteret virksomheder ofte er mere komplekse, og dermed udfordres medarbejderen i højere grad.

Hvorvidt Rockwool i fremtiden vil blive afnoteret er svært at afgøre, da Rockwool ikke har offentliggjort deres motiver for fortsat at være børsnoteret. Ud fra de foretagne interviews er der dog umiddelbart ikke noget der indikerer, at de skulle blive afnoteret indenfor den nærmeste fremtid. En eventuelt afnotering vurderes at afhænge af, hvor Rockwool gerne vil hen på markedet, samt hvordan den bedste ejerstruktur er for dem jf. bilag 20. Det der kan tale for, at de i fremtiden skulle blive afnoteret er, at der kommer et overtagelsestilbud. Efter indgåelse af overtagelsestilbud har det ofte vist sig, at selskabet bliver afnoteret, da der nu er en (eller måske få små) aktionær, hvorfor det ikke længere giver mening at være noteret og leve op til de øget krav jf. bilag 21.

Det vurderes, at en af motiverne for Rockwool ved at være børsnoteret er, at de nemt kan udstede nye aktier til brug for finansiering af opkøb af andre, herunder f.eks. baglæns integration, som tidligere

nævnt i brancheanalysen i afsnit 3.1.2, hvorved man kan betale opkøbet med de ny udstedte aktier. Derudover er det også muligt at udstede aktieoptioner til medarbejdere og ledelse. Dette kan motivere medarbejderne, og kan gøre det lettere at tiltrække den bedste arbejdskraft jf. bilag 21.

4.2 Virksomhedens oplysningsforpligtelser

Som børsnoteret virksomhed er der løbende oplysningsforpligtelser, der skal overholdes. Disse er primært reguleret direkte i Markedsmisbrugsforordningen (herefter MAR) og eksisterer som sådan ikke i dansk lovgivning, bortset fra enkelte bestemmelser om periodiske oplysningsforpligtelser i KAPML som blev omtalt i afsnit 4.1. Derudover er der en række oplysningsforpligtelser i Børsens udstederregler. Oplysningsforpligtelserne skal være med til at sikre et fair og transparent marked, der skal modvirke informationsmisbrug og sikre den rigtige værdiansættelse. I det følgende afsnit vil de oplysningsforpligtelser, der vurderes at have størst relevans blive beskrevet.

4.2.1 Intern viden

Børsnoterede virksomheder er pålagt at offentliggøre intern viden hurtigst muligt jf. MAR art. 17, stk. 1, som må antages at have mærkbart betydning for kursdannelsen (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 461). Intern viden er i MAR art. 7 defineret som:

- ❖ (1) specifik viden,
- ❖ (2) som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udsteder eller et eller flere finansielle instrumenter,
- ❖ (3) som ikke er blevet offentliggjort, og
- ❖ (4) som mærkbart vil kunne påvirke kursen på finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.

I MAR art. 8, stk. 2, anses viden for specifik, når de pågældende oplysninger angiver en række forhold, der foreligger eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde. Ydermere skal de pågældende oplysninger være tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion på de pågældende forholds eller hændelses indvirkning på kursen. Udgangspunktet her er jf. U 1999.513 Ø, at en information er tilstrækkelig præcis, når man har en forventning om, at den vil påvirke kursen, herunder retningen på kurspåvirkningen. Intern viden skal jf. MAR art. 17, stk. 1, ”...offentliggøres

på en måde, som muliggør hurtigt adgang til og en fuldstændig korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden... ”. Dette kan f.eks. være på virksomhedens egen hjemmeside. En børsnoteret virksomhed skal altså altid vurdere, hvorvidt en information har karakter af intern viden. Som nævnt tidligere, er det ikke et krav, at begivenheden er indtrådt. Blot at den kan forventes at indtræde, skal den offentliggøres såfremt de andre betingelser ligeledes er opfyldt. Dette stiller store krav til virksomheden og deres evne til at vurdere dette, da det kan være vanskeligt at gennemskue, hvornår en række forhold med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge. Som et eksempel kan nævnes, at indledende drøftelser om mulige samarbejdsaftaler formentlig ikke udgøre en specifik nok viden, men hvis disse drøftelser fortsætter hen over en længere periode, kan de med tiden blive så konkrete at de udgør en specifik viden på trods af, at der ikke er en underskrevet aftale endnu, og dermed er forholdet endnu ikke indtrådt (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 464).

Den 21. november 2019 offentliggjorde Rockwool en børsmeddelelse til Nasdaq Copenhagen om, at bestyrelsen har til hensigt at indstille Thomas Kähler som ny bestyrelsesformand på generalforsamlingen i april 2020. Børsmeddelelsen blev ligeledes offentliggjort på Rockwools egen hjemmeside. Hermed har Rockwool offentliggjort intern viden som forordningen foreskriver.

4.2.2 Transaktioner mellem nærtstående parter

For nyligt er der implementeret en bestemmelse om offentliggørelse af transaktioner mellem nærtstående parter i selskabslovens § 139 d, som kun gælder for børsnoterede virksomheder. Ydermere er der i MAR art. 19 tilsvarende regler herom. I MAR art. 19, stk. 6, kan det læses, hvad en sådan meddelelse skal indeholde, hvorefter der skal ske underretning straks og senest tre dage efter transaktionen er sket. Reglerne skal sikre, at der er gennemsigtighed på markedet, samt at det er muligt at vurdere, at transaktionen er sket på armlængde vilkår jf. selskabslovens § 139 d, stk. 3. Definitionen af nærtstående part tager udgangspunkt i den internationale regnskabsstandard IAS 24 jf. selskabslovens § 139 d, stk. 8. Efter IAS 24 er en person eller dennes nære familie en nærtstående part såfremt de enten har kontrol, fælles kontrol eller betydelig indflydelse over virksomheden eller er repræsenteret i ledelsen i virksomheden eller i et moderselskab til virksomheden.

Som eksempel kan der nævnes, at den 30. december 2019 kom Rockwool med en selskabsmeddelelse om, at Henrik Frank Nielsen, der er medlem af koncernledelsen, havde solgt 314 B-aktier til en stk.

pris på 1.600DKK²⁷. Henrik Frank Nielsen anses for værende en nærtstående part, da han er medlem af ledelsen jf. IAS 24, hvorfor denne transaktion rigtigt nok efter selskabslovens § 139 d skal offentliggøres. Jf. samme bestemmelse stk. 3, skal offentliggørelsen ske på virksomhedens egen hjemmeside, hvilket også var tilfældet her.

4.2.3 Storaktionærmeddelelse

Jf. KAPML § 38, stk. 1, skal enhver fysisk eller juridisk person, der direkte eller indirekte besidder aktier i et selskab efter KAPML § 1, stk. 5, give meddelelse (investors flagningspligt) til selskabet og Finanstilsynet om besiddelse af aktier i selskabet, når besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne 5, 10, 15, 20 25, 50 eller 90% samt grænserne en tredjedel eller to tredjedel af stemmerettighederne eller aktiekapitalen. Dette gælder også såfremt en aktionær f.eks. ejer 4,5% af stemmerettighederne i et selskab men samtidig ejer optioner, der giver ejeren ret til at erhverve aktier i det samme selskab svarende til 1,5 % af stemmerettighederne. I så fald ville ejeren også her skulle give meddelelse, da disse samlet overstiger grænsen på 5% jf. KAPML § 38, stk. 1 (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 705). Flagningsreglerne er med til at skabe gennemsigtighed om ejerskabet i et børsnoteret selskab. Der skal ske meddelelse straks, dog senest 4 hverdage efter, at storaktionæren bliver eller burde være blevet bekendt med, at der skal ske flagnings jf. KAPML § 41, stk. 1. Udstederen skal efter modtagelse af meddelelse om flagnings offentliggøre indholdet af meddelelsen senest 3 hverdage efter modtagelsen jf. KAPML § 30, stk. 1.

Som eksempel kan der nævnes, at den 2. oktober 2019 skete der flagnings i form af en storaktionærmeddelelse fra Fru Birte Svare Kähler om, at Fru Kähler i henhold til KAPML § 38 ikke længere besidder over 5% af aktiekapitalen og stemmerettighederne i Rockwool jf. bilag 10. Ligeledes skete der flagnings fra Hr. Tom Kähler den 1. oktober 2019 jf. bilag 11. Begge meddelelser er offentliggjort på Rockwools hjemmeside i overensstemmelse med KAPML § 30, stk. 1.

4.2.4 Selskabets beholdning af egne aktier samt share-buy-back programmer

Efter KAPML § 31, skal en udsteder af aktier offentliggøre udstederens direkte eller indirekte besiddelse af egne aktier, når besiddelsen udgør, overstiger eller falder under grænserne 5 eller 10% af stemmerettighederne eller aktiekapitalen. Hermed er der tale om virksomhedens flagningspligt, og virksomheden skal altså ikke give meddelelse herom efter storaktionærenes flagningsregel i KAPML

²⁷ Rockwool, Fondsbørsmeddelelse (30. december 2019)

§ 38. Virksomhedens flagningen skal ske straks dog senest 4 dage efter, og der skal laves en selskabsmeddelelse herom jf. KAPML § 31.

Aktietilbagekøbsprogrammer kan især bruges som led i maksimering af shareholder value, da det bruges i stedet for at udlodde overskydende likviditet i form af dividendeudbetalinger. Tilbagekøb af egne aktier kan signalere, at virksomheden har tillid til egne aktier (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 557). Ydermere skal et tilbagekøb respektere reglerne i MAR om misbrug af intern viden, som er beskrevet i afsnit 4.2.1. Dog er der i Markedsmisbrugsdirektivet, direktiv 2003/6, art. 8 en regel om, at handlinger, der ellers vil kunne være ulovlig efter reglerne om intern viden i MAR, alligevel er lovlige, såfremt der er tale om handel med egne aktier i et tilbagekøbsprogram.

I Forordning 2273/2003 (omhandlende særlige regler for tilbagekøbsprogrammer) art. 4, 5 og 6 er reglerne angivet for, hvornår et tilbagekøbsprogram ikke er ulovlig efter reglerne om intern viden i MAR. Art. 4 omhandler betingelserne for tilbagekøbsprogrammet samt dets offentliggørelse, hvor art. 5 omhandler kravene til den enkelte handel. Art. 6 indeholder de begrænsninger, der i øvrigt gælder, herunder forbud mod salg af egne aktier i tilbagekøbsperioden. Derudover indeholder art. 6, stk. 3, tiltag man som virksomhed kan foretage for at fritage sig begrænsningerne i art. 6. Dette kan enten ske ved at lægge administrationen af tilbagekøbsprogrammet ud i armlængde til en ekstern lead manager, som skal være et investeringsselskab/kreditinstitut, der skal varetage virksomhedens interesser eller ved at have et tidsbestemt tilbagekøbsprogram jf. samme bestemmelse stk. 3, litra a) og b).

Jf. Rockwools årsrapport fra 2019, vil Rockwool justere deres kapitalstruktur via et tilbagekøbsprogram på 80 mio. euro. Den 6. februar 2020 offentliggjorde Rockwool i en selskabsmeddelelse, at deres tilbagekøbsprogram vil løbe fra og med den 6. februar 2020 til og med den 5. februar 2021. Det maksimale antal aktier, der kan erhverves under programmet er hhv. 250.000 A-aktier og 400.000 B-aktier. Derudover vil Rockwools lead manager være Danske Bank, hvorfor Rockwool frigør sig fra begrænsningerne efter Forordning 2273/2003 art. 6, stk. 3, litra a) og b), både ved at benytte en lead manager samt et tidsbestemt tilbagekøbsprogram, hvilket der i litteraturen også anbefales (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 560). I selskabsmeddelelsen oplyses der yderligere om handelsbetingelserne i forordningens art. 5, stk. 2, herunder at det maksimale antal aktier, der må opkøbes på én enkelt dag er 25% af den gennemsnitlige daglige handelsmængde på det regulerede marked. Jf. Rockwools årsrapport vil bestyrelsen foreslå på den ordinære generalforsamling i 2021,

at disse aktier iht. tilbagekøbsprogrammet annulleres, hvorved Rockwools beholdning af egne aktier ikke stiger, men der sker en reduktion i aktiekapitalen.

4.2.5 Oplysninger om ledelsesmedlemmer

Tidligere var vederlagsreglerne for børsnoterede virksomheder beskrevet i ”Anbefalingerne for god selskabsledelse”, der betegnes som soft law, som er en ikke bindende sekundærregulering. Den 10. juni 2019 blev vederlagsreglerne implementeret i selskabslovens §§ 139 - 139 b, og kan dermed håndhæves ved domstol. I hvidt omfang svarer reglerne i de to ”regelsæt” til hinanden. For de børsnoterede virksomheder, der har kalenderåret som regnskabsår (hvilket Rockwool har) gælder det, at vederlagspolitikken skal fremlægges og godkendes på den ordinære generalforsamling i 2020, samt at vederlagsrapporten skal udarbejdes og fremlægges til vejledende afstemning på den næste ordinære generalforsamling i 2021²⁸. Implementeringen i selskabsloven sker på baggrund af det såkaldte ”Andet aktionærrettighedsdirektiv” (direktiv 2017/828), og er bl.a. med til at understøtte investorer i at udøve langsigtet aktivt ejerskab. Hermed forsøger direktivet at imødekomme problematikken om, at aktionærerne primært tænker kortsigtet, som blev beskrevet i dette afsnit 4.1.1. Præambelbetragtningen (33) til direktivet siger bl.a. at *”Offentliggørelsen af de enkelte ledelsesmedlemmers aflønning og aflønningsrapporten har til hensigt at give et øget virksomhedsgennemsigtighed, øget ansvarliggørelse af ledelsesmedlemmerne såvel som forbedring af aktionærers indsigt i ledelsesmedlemmernes aflønning”*.

Igennem de seneste år er der sket en styrkelse af generalforsamlingens bestemmelse over ledelsesaflønninger, da aflønningen nu ikke længere blot er et anliggende mellem ledelsen og bestyrelsen, hvilket er med til at skabe større gennemsigtighed (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 718). Jf. selskabslovens § 139, stk. 1, skal bestyrelsen i børsnoterede virksomheder udarbejde en vederlagspolitik for ledelses- og bestyrelsesmedlemmer. Der er en række krav til indholdet heri, herunder skal vederlagspolitikken kunne bidrage til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed²⁹, jf. selskabslovens § 139 a, stk. 1. Det er kapitalejerne, der på generalforsamlingen skal vedtage vederlagspolitikken, samt ved enhver væsentlig ændring og mindst hver fjerde år jf. lovens § 139, stk. 2. En godkendt vederlagspolitik skal hurtigst muligt offentliggøres på selskabets hjemmeside jf. selskabslovens § 130, stk. 5. Ved ”hurtigst muligt” forstås der jf.

²⁸ Erhvervsstyrelsen: *”Vedledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport”*

²⁹ Erhvervsstyrelsen: *”Vedledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport”*

Erhvervsstyrelsens vejledning³⁰, at den skal offentliggøres på selskabets hjemmeside uden unødigt forsinkelse, hvilket i praksis typisk vil være dagen efter generalforsamlingen har fundet sted.

Jf. selskabslovens § 139 d, skal virksomheden ydermere udarbejde en klar og forståelig vederlagsrapport. Vederlagsrapporten skal give et samlet overblik over aflønningen (alle former for goder skal med), som hvert enkelt ledelsesmedlem, både nye og tidligere, er tildelt i løbet af det seneste regnskabsår. Jf. samme bestemmelse stk. 3, nr. 1-6, er der en række oplysninger om hvert enkelt ledelsesmedlems aflønning, som rapporten skal indeholde. Ydermere skal der være sammenligningsoplysninger i vederlagsrapporten, hvorefter det er muligt at se den årlige ændring i de enkelte ledelsesmedlemmers aflønning samt selskabets resultater. Derved er det muligt for aktionærer og andre interessenter at vurdere, hvorvidt aflønningen af ledelsesmedlemmerne er afpasset til selskabets resultater, samt hvordan vederlagspolitikken gennemføres i praksis³¹. Vederlagsrapporten skal jf. selskabslovens § 139 b, stk. 6, offentliggøres på selskabets hjemmeside.

På trods af, at børsnoterede virksomheder efter selskabslovens §§ 139 – 139 b, nu er tvunget til at offentliggøre vederlagene for hvert enkelt ledelses- og bestyrelsesmedlem, kom det den 20. februar 2020 frem, at Rockwool har valgt ikke at oplyse, hvad deres topchef Jens Birgersson tjener. Rockwool er den eneste af Danmarks 20 største børsnoterede virksomheder, som ikke oplyser vederlagstallene for hver enkel person³². Som tidligere nævnt træder kravet om offentliggørelse af vederlagsrapporten først i kraft ved afholdelse af generalforsamlingen i 2021, hvorfor Rockwool herfra tvinges til at offentliggøre denne slags information.

³⁰ Erhvervsstyrelsen: *"Vedledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport"*

³¹ Erhvervsstyrelsen: *"Vedledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport"*

³² Euroinvestor: *"Rockwool: Går enegang – holder CEO-lønnen hemmelig"*.

4.5 Afnotering generelt

I det følgende afsnit vil reglerne for afnotering blive gennemgået samt de hyppigste årsager til afnoteringer på Nasdaq Copenhagen.

4.5.1 Årsager til afnotering på Nasdaq Copenhagen

Det vurderes, at Rockwool ikke vil blive afnoteret på baggrund af et ønske om behov for agilitet, da store virksomheder alligevel er underlagt en governance struktur, der gør at beslutningsprocessen er tidskrævende jf. bilag 20. Årsagen til, at virksomheder ofte bliver afnoteret er den kortsigtede tankegang, og dermed bliver de straffet af aktiemarkedet, såfremt de f.eks. laver et par ”dårlige” kvartalsregnskaber i træk, som i bund og grund kan stamme fra investeringer. Igen bør dette kunne afhjælpes med den rette kommunikation til investorerne jf. også bilag 20. Afnoteringer skyldes også ofte koncentreret ejerskab, hvor fonde opkøber 80-90% af selskabets aktiekapital, hvorefter der ikke er nogen grund til at skulle bruge ressourcer og omkostninger på at leve op til oplysningsforpligtelserne som nævnt i afsnit 4.2. Derudover sker der også en del fusioner og frasalg af aktiviteter, hvorefter der blot er en ”skal” tilbage i selskabet jf. bilag 21. Det vurderes her, at såfremt Rockwool i fremtiden vil blive afnoteret, skyldes dette en ændring i ejerforholdene jf. også bilag 21. Der er også set eksempler på, at virksomheder er blevet afnoteret fordi de ikke kan leve op til oplysningsforpligtelserne, da de har været for omfangsrige for en virksomhed på deres størrelse jf. bilag 21.

4.5.2 Afnoteringsregler på Nasdaq Copenhagen

Reglerne for, hvornår en udsteder kan anmode operatøren af den pågældende markedsplads om at blive afnoteret, er ikke reguleret i KAPML, men er jf. KAPML § 78, stk.1, op til den enkelte operatør at fastsætte regler herom. Børsen har den 7. januar 2020 offentliggjort ændringer i Børsens udstederregler omhandlende regler for afnotering, som træder i kraft den 15. februar 2020. Offentliggørelsen er en formalisering af praksis med den præcisering, at beslutningen om afnotering skal følge en gyldig generalforsamlingsbeslutning, hvor 90% af de afgivne stemmer såvel som af den på generalforsamlingen repræsenterede selskabskapital har stemt for³³. Dette bevirker, at der ikke længere er et skønselement involveret i Nasdaq Copenhagens vurdering af, hvorvidt en afnotering anmodet fra udstederen selv er til skade for investorer og markedets ordentlige funktion. Tidligere kunne Børsen på baggrund af dette skøn annullere en anmodning om afnotering. Det vurderes derfor,

³³ Plesner: ”Nasdaq Copenhagen offentliggør nye regler for afnotering af aktier”.

at præciseringen er en ulempe for minoritetsaktionærernes interesser, da det ikke længere skal skønnes, hvorvidt en afnotering vil være til skade for investorernes og markedets ordentlige funktion, men blot kan ske ved en generalforsamlingsbeslutning. Konsekvensen af præciseringen har størst betydning i tilfælde, hvor én eller flere aktionærer, der ejer en stor andel af aktierne, ønsker en afnotering³⁴.

Efter præciseringen, skal udstederen derudover sikre, at aktionærerne tilbydes at afhænde deres aktier til udstederen i en periode på mindst 4 uger fra Nasdaq Copenhagens godkendelse af anmodningen om afnoteringen. Afhændelsen skal ske mod et rimeligt vederlag, som dog ikke præciseres yderligere³⁵. Der kan argumenteres for, at ved vurderingen af, hvad et rimeligt vederlag indebærer, kan reglerne for tilbudskurs ved både pligtmæssigt tilbud efter KAPML § 45 og frivilligt tilbud efter KAPML § 47 ligges til grund. Her skal tilbudskursen følge højeste kurs-princip, da tilbudskursen skal fastlægges på baggrund af den højeste handlet pris af en periode på de seneste 6 måneder ift. tilbuddets afgivelse jf. overtagelsesbekendtgørelsens (bek.nr. 1171 af 31/10 2017) § 13 og bilag 21.

Børsen kan fortsat slette et finansielt instrument fra handel, såfremt det ikke længere opfylder Børsens udstederregler jf. pkt. 2.9. En sletning kan dog ikke finde sted såfremt det vurderes, at det vil være til skade for investorernes interesse eller markedets ordentlige funktion jf. samme punkt.

4.6 Omkostninger

Som børsnoteret selskab, skal der årligt betales en afgift til Nasdaq Copenhagen, herunder et fast og et variabelt beløb pr. noteret mio. kr. i kursværdi på baggrund af gennemsnitskursen den sidste børsdag i året. Der er dog en max værdi såfremt virksomheden har en kursværdi på ca. 10 mia. kr. (Schaumburg-Müller, m.fl., 2019, s. 359). Disse omkostning har formentlig ikke den store betydning for en stor sund børsnoteret virksomhed jf. bilag 20. I figur 4.5 sker der en vurdering af, hvorvidt en omkostning forbliver, mindskes eller fjernes såfremt Rockwool afnoteres.

³⁴ Plesner: "Nasdaq Copenhagen offentliggør nye regler for afnotering af aktier".

³⁵ Plesner: "Nasdaq Copenhagen offentliggør nye regler for afnotering af aktier".

Omkostning til	Betydning, såfremt Rockwool afnoteres	Kommentar
Whistleblower-ordning, herunder interne kontroller	Forbliver	Som nævnt i afsnit 4.1.1 forbliver denne funktion formentlig efter en afnotering, selvom den er omkostningstung.
Revisor	Mindskes (måske betydeligt)	Hvorvidt denne post mindskes betydeligt afhænger af, hvorvidt Rockwool ved en afnotering vælger at skifte regnskabspraksis til ÅRL. Ved en afnotering skal Rockwool ikke længere følge højeste standard i ÅRL. Det vurderes, at såfremt Rockwool aflægger regnskab efter ÅRL, er omkostningerne til ekstern revisor mindre sammenlignet med aflæggelse efter IFRS.
Kommunikationsafdeling	Forbliver	Ved en afnotering skal Rockwool ikke længere opfylde oplysningsforpligtelserne nævnt i afsnit 4.2. Der stilles dog fortsat krav til den interne kommunikation i Rockwool samt til omverdenen, hvorfor det vurderes at denne omkostning forbliver ved en afnotering, selvom udgifter til ”håndtering af information til offentligheden” vurderes at blive fjernet jf. længere nede i denne figur.
Håndtering af udbyttebetaling	Fjernes	Ved en afnotering skal der ikke ske udbyttebetaling til investorerne på samme måde som når man er noteret.
Indkaldelse til generalforsamling og afholdelse	Mindskes (formentlig betydeligt)	Jf. kapitel 6 i selskabsloven skal der afholdes generalforsamling for ejerne, hvorfor der fortsat vil være omkostninger hertil. Efter en afnotering vil ejerkredsen formentlig være betydelig mindre, hvorfor denne post også mindskes.
Udarbejdelse af delårsrapporter (og eventuelle kvartalsrapporter)	Fjernes	Jf. afsnit 4.1.1, skal noterede selskaber offentliggøre delårsrapporter. Denne omkostning vil blive fjernet ved en afnotering. Dog vil den interne rapportering til den øverste ledelse formentlig fortsat bestå.
Juridisk afdeling	Forbliver	Det vurderes, at ud fra Rockwools virksomhed størrelse, vil der fortsat være behov for opretholdelse af størrelsen på Rockwools juridiske afdeling.
Håndtering af information til offentligheden (oplysningsforpligtelser)	Fjernes	Jf. afsnit 4.2, er der en del oplysningsforpligtelser, som Rockwool som noteret virksomhed ikke længere skal afholde omkostninger til at udarbejde materiale til offentliggørelse.
Afgift til Nasdaq Copenhagen	Fjernes	Som nævnt i afsnit 4.5, er der årlige afgifter til Nasdaq Copenhagen, som ved en afnotering vil blive fjernet. Dog har denne omkostning formentlig ikke den store betydning for en sund virksomhed jf. bilag 20.

Figur 4.5: Omkostninger ved at være børsnoteret vs. afnoteret. Kilde: Egen tilvirkning

Samlet vurdering

Som det kan ses i ovenstående tabel, er der fire ud af ni omkostninger, som fjernes ved en afnotering, og to som vil blive mindsket i højere eller mindre grad. Det vurderes, at det er posten til ekstern revisor, som kan have den største effekt ved en afnotering, og dermed størst betydning for Rockwools samlede omkostninger. Afgiften til Nasdaq Copenhagen jf. tidligere i afsnit 4.5 og bilag 20 vurderes ikke at have den store betydning for Rockwool. Det vurderes dog, at de omkostninger, som forbliver er nogle, der er med til at hjælpe Rockwool og bidrager til en bedre forretning, hvorfor det ikke er overflødige omkostninger, samt at disse omkostninger ikke er nogle, der økonomisk belaster Rockwool jf. bilag 20 og tidligere omtalt i afsnit 4.1.2.

4.7 Delkonklusion på de kapitalmarkedsretlige forhold

Rockwool har ikke kommunikeret deres motiver til fortsat at være børsnoteret. Såfremt de ønsker muligheden for at kunne tænke langsigtet, bør de kommunikere dette ud til investorerne. Det er omfangsrigt at skulle leve op til de øgede oplysnings- og rapporteringskrav. Der er en del oplysningsforpligtelser, som noterede virksomheder skal overholde, herunder intern viden, som stiller store krav til virksomhedsorganisationen. I relation til dette, kan det være en fordel at være afnoteret, da man i så fald ikke er påkrævet at offentliggøre denne type af information. Det er i sær omkostningerne til ekstern revision, Rockwool kan spare en del på, såfremt de er afnoteret, da man her ikke længere skal følge det højeste regelsæt i ÅRL. Det vurderes dog, at langt de fleste af de omkostninger, der er knyttet til lovkravene, som Rockwool som børsnoteret virksomhed skal følge, vil Rockwool fortsat have efter en afnotering. Det vurderes, at de enten vil gavne Rockwools virksomhed, eller fordi Rockwool som virksomhed har en vis størrelse, som alligevel f.eks. kræver en stor juridisk- og kommunikationsafdeling. Der er i selskabsloven implementeret regler om, at børsnoterede virksomheder skal offentliggøre oplysninger om ledelsesmedlemmerne. Dette har Rockwool som den eneste af Danmarks 20 største børsnoterede virksomheder valgt ikke at gøre, men de bliver dog tvunget til at offentliggøre dette efter den ordinære generalforsamling i 2021.

5.0 Rentabilitetsanalyse

Dette afsnit har til formål at give et overblik over Rockwools økonomisk sundhedstilstand og indtjeningsevne. Ved vurdering af Rockwools rentabilitet er det fordelagtigt at adskille drift og driftsinvesteringer fra finansiering i resultatopgørelsen. Grunden til dette er, at det er driften, der er den primære drivkraft for værdiskabelse i virksomheden, hvorimod finansiering er hvorledes driften er finansieret (Petersen m.fl., 2017, s. 107). I de offentlige regnskaber er der ikke en klar adskillelse mellem disse, hvorfor der her skal ske en opdeling af dem til brug for analyseformål. Der er ingen klar definition på, hvilke regnskabsposter, der er en virksomheds primære drift, da dette afhænger af virksomhedens forretningsmodel og formål. Tilsvarende skal balancen også reformuleres til brug for analyseformål så den matcher den reformulerede resultatopgørelse, hvor der ligeså skal ske en opdeling af drifts- og finansieringsaktiviteter. Driftsaktiviteterne i balancen skal ses som, hvordan virksomheden anvender sin kapital og finansieringsaktiviteterne skal ses som, hvordan virksomheden rejser kapital. Der sker reformuleringer på baggrund af Rockwools officielle årsrapporter fra 2015-2019. Uddrag af disse er vedlagt i bilag 14-18.

I de følgende reformuleringer vil kommentarerne tage udgangspunkt i Rockwools årsrapport fra 2019. De steder, hvor noternes indhold og indholdet i regnskabsposterne i de andre årsrapporter afviger fra 2019 årsrapporten, vil der blive henvist til den årsrapport, der afviger. Når der henvises til Rockwools primære forretningsområder, henvises der til afsnit 2.2, hvor disse er beskrevet og afgrænsningen i afsnit 1.2.

5.1 Reformulering af resultatopgørelserne

Som nævnt tidligere, skal der ved reformulering af resultatopgørelsen ske en opdeling af de aktiviteter, der er driftsrelateret og finansielle. Posten ”skat af årets resultat” i den officielle resultatopgørelse er udregnet på baggrund af poster, der både har karakter af at være drift og finansiell. Dette betyder, at ved reformuleringen, skal der ske en opdeling af denne post ved en skatteallokering, hvorved man får de skattemæssige konsekvenser afledt af hhv. driften og de finansielle poster (Petersen m.fl., 2016, s. 133).

Jf. note 1.1, indeholder Rockwools **Nettoomsætning** også eksternt salg, der ifølge samme note er salg af produkter. Det vurderes, at disse produkter er en del af deres primære forretningsområder. I

og med, at det vurderes, at Rockwools eksternt salg hidrører deres primære drift, vil posten **Andre eksterne omkostninger** også hidrører her.

Andre driftsindtægter vedrører, jf. note 1.2 for 2019, primært salg/tab fra salg af aktiver, modtaget godtgørelser og compensationer. Det vurderes, at disse ikke relaterer sig til Rockwools to primære forretningsområder, da deres primære forretningsområder ikke er at sælge aktiver, eller at modtaget godtgørelse og compensationer og må derfor anses som værende ikke tilbagevendende poster, da det f.eks. ikke er forventeligt, at Rockwool år til år vil modtage compensationer.

Jf. note 1.2 for 2018, indeholder posten både salg af aktiver (disse klassificeres på samme måde som i 2019), men også royalties, som er blevet modtaget, hvorefter f.eks. kunder kan benytte sig af Rockwools brand og teknologi. Det vurderes derfor, at posten **andre driftsindtægter** for 2018 skal splittes, da royalties vedrører teknologi mv., fra Rockwools primære forretningsområder og skal placeres under den primære drift i den reformuleret resultatopgørelse. Det samme gælder for 2017, 2016 og 2015.

Jf. note 5.8 i 2018 årsrapporten er størstedelen af de associerede virksomheder i posten **Indtægter fra investeringer i associerede virksomheder** nogle, der relaterer sig til deres to primære forretningsområder jf. afsnit 2.2, eller er virksomheder, der alene sælger Rockwools produkter i andre lande. Der er kun få virksomheder, hvor det er svært at vurdere, hvorvidt de relaterer sig til Rockwools primære forretningsområder. Derfor vurderes det, at denne post skal klassificeres som primær drift, da størstedelen af de omtalte virksomheder i note 5.8, er virksomhederne, som betragtes at bidrage til Rockwools primære forretningsgrundlag.

Finansielle indtægter og udgifter indeholder, jf. note 4.1, valutakursreguleringer. Disse opstår på baggrund af, at der sker en ændring i valutakursen fra transaktionsdagen til betalingsdagen (Petersen m.fl., 2016, s. 130). Der kan argumenteres for, at valutakursreguleringer vedrørende tilgodehavender og leverandørgæld skal henføres til driften, men da der i noterne ikke yderligere er specificeret, hvor disse valutakursreguleringer stammer fra, bibeholdes de under de finansielle omkostninger/udgifter.

De reformulerede resultatopgørelser kan ses i bilag 12 samt som uddrag i figur 5.1.

<i>EURm</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Bruttoresultat	1.414	1.465	1.558	1.762	1.828
Resultat af primær drift før skat (EBITDA)	324	387	445	507	530
Resultat af primær drift før skat (EBIT)	137	227	286	341	354
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	93	169	222	270	275
Resultat før finansielle poster	94	172	222	270	287
Nettofinansielt resultat efter skat	-3	-5	-9	-5	-2
Årets resultat	91	166	214	265	285

Figur 5.1: Uddrag af de reformulerede resultatopgørelser. Kilde: Egen tilvirkning ud fra bilag 12

5.2 Reformulering af balancerne

Jf. note 4.2 er tilgodehavender i posten **Andre tilgodehavender** alle forfaldende indenfor et år, hvilket taler for, at de er driftsrelateret. Noten er ikke opdelt i tilgodehavender fra hhv. associerede virksomheder og andre virksomheder, hvorfor hele posten placeres under drift. Da indtægter fra associerede virksomheder i den reformulerede resultatopgørelse blev klassificeret som primær drift, taler dette for, at denne post også skal placeres som drift i den reformuleret balance.

Jf. note 4.3 oplyses det ikke, hvilke elementer posten **Kontanter** består af. En sådan post består ofte af kontant til brug for den daglige drift samt overskudslikviditet. Den del der vedrører den daglige drift bør derfor klassificeres som driftsaktiver og overskudslikviditeten som finansielle aktiver. Der er forskellige tommelfingerregler ift., hvordan man estimerer driftslikviditeten, men fælles for disse er, at de kan lede til upræcise og forskellige resultater (Petersen m.fl., 2017, s. 118). De fleste virksomheder placerer deres likviditeter (både drift- og overskudslikviditet) på konti med lave/ingen renter, hvilket kan tale for, at de ikke har finansielle karakter. Det vurderes, at såfremt hele posten klassificeres som et driftsaktiv, vil dette ikke medføre de store konsekvenser for analysen (Sørensen, 2017, s. 207).

Udskudte skatteaktiver og skatteforpligtelser oppebærer ikke renter, hvorfor denne klassificeres som driftsaktiver, da den ikke har karakter af at være finansiell (Petersen m.fl., 2017, s. 117-118).

I den reformulerede resultatopgørelse blev indtægterne fra associerede virksomheder klassificeret som primær drift, hvorfor posten **Kapitalandele i associerede virksomheder** i balancen klassificeres som et driftsaktiv.

Pensionsforpligtelser oppebærer renter (Petersen m.fl., 2017, s. 120), hvorfor disse klassificeres som finansielle forpligtelser.

Leasingforpligtelserne indeholder, jf. note 2.3, bl.a. rettighederne til brug af kontorer, lagerbygninger og biler. Det vurderes, at disse bruges som en del af driften, hvorfor både de kortfristede og langfristede leasingforpligtelser kategorises som driftsforpligtelser. På baggrund af dette, bliver de tilhørende renter klassificeret som omkostninger vedrørende den primære drift (som en del af NOPAT), og ikke som finansielle omkostninger.

Hensættelserne indeholder, jf. note 2.7, både hensættelser til de ansattes jubilæer, rekonstruktioner, fratrædelsesgodtgørelser, garantier, retssager mv. Det vurderes, at jubilæer til de ansatte, rekonstruktioner og fratrædelsesgodtgørelser relaterer sig til driften, da rekonstruktion af forretningsmodeller ofte indebærer afskedigelse af ansatte, nedskrivelse på aktiver og revurdering af tabsgivende kontrakter med kunder (Sørensen, 2017, s. 224). Hensættelse til igangværende retssager vurderes at have finansiell karakter, da disse ikke direkte relaterer sig til driften. Jf. samme note er der en post vedrørende andre hensættelser. Denne klassificeres som finansiell, da der ikke yderligere er oplyst, hvad denne vedrører, hvorfor det antages, at den ikke er driftsrelateret.

Den reformulerede balance kan ses i bilag 13 samt som uddrag i figur 5.2.

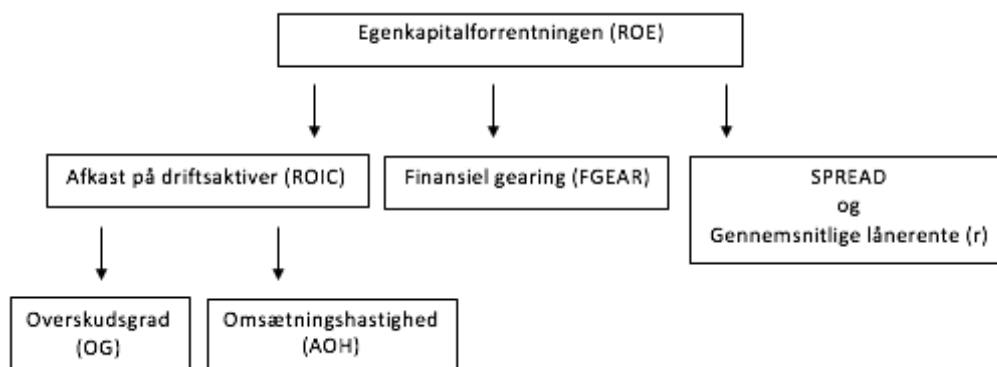
<i>EURm</i>	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsaktiver i alt	1.990	1.979	2.127	2.412	2.664
Driftsforpligtelser i alt	233	239	261	305	332
Netto driftsaktiver i alt (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332
Egenkapital	1.367	1.536	1.685	1.877	2.118
Finansielle forpligtelser i alt	405	224	219	249	244
Finansielle aktiver i alt	14	20	37	19	30
Samlet finansiering (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332

Figur 5.2: Uddrag af de reformulerede balancer. Kilde: Egen tilvirkning ud fra bilag 13

5.3 Nøgletalsanalyse

Efter reformuleringen af resultatopgørelserne og balancerne i afsnit 5.1 og 5.2, er det nu muligt at foretage en rentabilitetsanalyse af Rockwool ud fra disse og vurdere, hvordan de historisk har

performet. Analyse af udviklingen i en virksomheds historiske rentabilitet er en vigtig faktor, når man skal fastlægge de fremtidige forventninger til virksomheden til brug for budgettering (Petersen m.fl., 2017, s. 139). Derudover er det nødvendigt med en rentabilitetsanalyse, da årets resultat i sig selv ikke er et mål for, hvor godt/dårligt en virksomhed har klaret sig, da dette afhænger af forventninger og afkastkravene til virksomheden. Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i strukturen ”DuPont-Pyramiden” som kan ses i figur 5.3, hvor der sker en dekomponering af egenkapitalforrentningen (ROE) og dens underliggende finansielle værdidrivere. ROIC og dens underliggende værdidrivere måler virksomhedens driftsaktivitet, hvor FGEAR og SPREAD måler virksomhedens finansielle aktiviteter værdiskabelse (Sørensen, 2017, s. 280-281).



Figur 5.3: Oversigt over rentabilitetsanalysen. Kilde: Egen tilvirkning

Der er foretaget en tidsserieanalyse, hvor den historiske udvikling i nøgletallene bliver analyseret, som senere danner grundlag for budgetteringen i afsnit 7. Der er en række støjkluder i nøgletallene som man skal være opmærksom på ved en tidsserieanalyse, herunder såfremt virksomheden har lanceret nye produkter/markeder (Petersen, m.fl., 2017, s. 103-104). Jf. afsnit 2.2, lancerede Rockwool i 2018 to nye produkter, som kan øge den samlede rentabilitet og risiko hos Rockwool. Ydermere vil det også være muligt at sammenligne nøgletal med et afkastkrav, herunder afkastkravet på ROIC og ROE for til sidst at kunne vurdere om virksomheden skaber merafkast (Petersen, m.fl., 2017, s. 102).

I figur 5.3.2 ses der en oversigt over Rockwools nøgletal fra 2015-2019. I det følgende vil de brugte formler blevet vist, og kommentarer til nøgletallene blive gennemgået. Ved en nøgletalsanalyse er det vigtigt at tage stilling til niveauet og trenden i nøgletallene, hvilket der også vil ske i det følgende (Petersen m.fl., 2017, s. 142).

<i>EURm</i>	2015	2016	2017	2018	2019
FGEAR	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1
Gennemsnitlig lånerente	0,7%	2,6%	4,8%	2,4%	1,8%
ROIC efter skat	5,3%	9,6%	12,3%	13,6%	12,4%
OG	4,2%	7,7%	9,3%	10,1%	10,0%
AOH	1,26	1,26	1,32	1,34	1,24
SPREAD (ROIC-r)	4,6%	7,0%	7,5%	11,2%	10,6%
ROE	7%	11%	13%	15%	14%

Figur 5.3.1.1: Rockwools nøgletal fra 2015-2019. Kilde: Egen tilvirkning ud fra bilag 25

5.3.1 Egenkapitalforretningen (ROE)

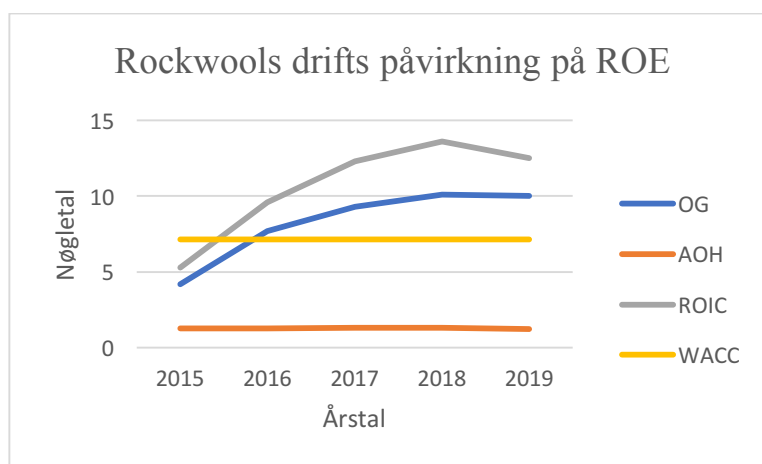
ROE måler ejernes afkast på deres investering i virksomheden. ROE kan udregnes på følgende måde:

$$ROE = \frac{\text{Årets resultat}}{\text{Gns. egenkapital}}^{36}$$

Som det kan ses i figur 5.3 er ROE udgangspunktet for rentabilitetsanalysen, hvor ændringer i de underliggende nøgletal påvirker ROE. ROE kan forklares ud fra afkastet på den investeret kapital (ROIC), den finansielle gearing (FGEAR), og den gennemsnitlige lånerente (r), hvorfor ROE også kan udregnes på følgende måde:

$$ROE = ROIC + [FGEAR * (ROIC - r)]^{37}$$

Jf. figur 5.3.1.1 er ROE stigende igennem analyseperioden. I år 2019 får ejerne deres indskyd i Rockwool forrentet med 14%. Årsagen hertil vil blive analyseret i afsnit 5.3.2 og 5.3.3.



Figur 5.3.1: Rockwools drifts påvirkning på ROE og WACC. Kilde: Figur 5.3.1.1 og afsnit 8.2

³⁶ Petersen m.fl., 2017, s. 168. "r" er de gennemsnitlige låneomkostninger

³⁷ Sørensen, 2017, s. 281

5.3.2 Driftens påvirkning på ROE

Afkast på den investeret kapital (ROIC)

$$ROIC = \frac{\text{Resultat af primær drift, efter skat (NOPAT)}}{\text{Gns. investeret kapital}}_{38}$$

ROIC måler den overordnede rentabilitet af driften, som viser hvorledes virksomhedens investeret kapital forrentes, (Petersen, m.fl., 2016, s. 150), og viser dermed, hvor stor en del af den investeret kapital, der forrentes til et reelt driftsoverskud. I figur 5.3.1 kan udviklingen i Rockwools ROIC ses. Her kan der ses en betydelig stigende trend fra 2015 til 2017 og topper i 2018. Fra 2017-2018 ses et nogenlunde stabilt niveau. Som tidligere nævnt, lancerede Rockwool i 2018 to nye produkter, hvilket kan skyldes en stigning i ROIC.

For at kunne vurdere, hvorvidt Rockwools ROIC er på et tilfredsstillende niveau, kan dette enten ske ved at sammenligne med konkurrenter eller ved at estimere afkastkravet, herunder WACC (de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger), som er afkastkravet, der modsvarer ROIC (afkastningsgraden). I de reformulerede balancer kan det ses jf. bilag 13, at den samlede finansiering (investeret kapital) består af nettorentebærende gæld og egenkapitalen, hvorfor det er relevant at kende fordelingen mellem disse samt lånerenten og ejernes afkastkrav (Petersen m.fl., 2016, s. 151). Disse er elementerne, som indgår i WACC jf. afsnit 8.2. I denne analyse vil niveauet i ROIC blive vurderet på baggrund af WACC. Såfremt ROIC overstiger WACC, skaber virksomheden et merafkast, hvilket ikke er tilfældet for Rockwool i 2015, men fra 2016-2019 ligger ROIC over WACC jf. figur 5.3.1. Dermed vurderes det, at Rockwools overordnede rentabilitet af driften er på et tilfredsstillende niveau, da det regnskabsmæssige overskud ift. den investeret kapital overstiger långivers og ejernes afkastkrav (WACC) i de fleste af analyseårene (Petersen m.fl., 2016, s. 152).

Overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Ud fra ROIC er det ikke muligt at forklare udviklingstendenserne i rentabiliteten, hvorfor ROIC dekomponeres til hhv. overskudsgraden (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) for den investeret kapital. Dette er muligt, da ROIC er et produkt af OG og AOH.

³⁸ Petersen m.fl., 2017, s. 142

OG og AOH defineres som følgende:

$$OG = \frac{NOPAT}{Nettoomsætning} * 100^{39}$$

$$AOH = \frac{Nettoomsætning}{Investeret kapital}^{40}$$

Rockwools OG og AOH for analyseperioden kan ses i figur 5.3.1.1 og 5.3.1.

OG udtrykker driftsresultatet per omsat krone. Dette betyder, at såfremt man ser i figur 5.3.1.1 er Rockwools OG for 2019 på 10%. Dette betyder, at Rockwool skaber et driftsoverskud på 10 øre per omsat krone. Det må alt andet lige antages, at jo højere en OG desto bedre. Som det ligeledes kan ses i figur 5.3.1 stiger Rockwools OG hen over analyseperioden, hvilket betyder, at Rockwool bliver bedre til at skabe et driftsoverskud per omsat krone i analyseperioden.

AOH måler virksomhedens evne til at udnytte den investeret kapital til at skabe en omsætning og indikerer, hvor god virksomheden er til at udnytte sine aktiver. Dette betyder, at såfremt man ser i figur 5.3.1.1 er Rockwools AOH i 2019 på 1,24, hvilket betyder, at for hver krone, som Rockwool investerer, skabes der 1,24 kr. i omsætning. Som det kan ses i figur 5.3.1 er Rockwools AOH i analyseperioden på et nogenlunde stabilt niveau. Dette betyder, at det er stigningen i OG, der skaber en bedre/stigende ROIC i analyseperioden.

5.3.3 De finansielle aktiviteters påvirkning på ROE

Finansiell gearing (FGEAR) og SPREAD

Den finansielle gearing viser, hvor høj grad aktiverne/investeringerne er finansieret af egenkapital, og udtrykker dermed forholdet mellem gæld (de finansielle forpligtelser) og egenkapital, og defineres som følgende:

$$FGEAR = \frac{Nettofinansielle forpligtelser}{Egenkapital}^{41}$$

Jf. afsnit 5.3.1 kan det ud fra formelen på ROE ses, at hvis den finansielle gearing skal have en positiv effekt på virksomhedens samlede rentabilitet, skal de projekter, der igangsættes ved hjælp af nettorentebærende gæld, give et afkast udtrykt ved ROIC, der er større end de gennemsnitlige låneomkostninger. Forskellen mellem ROIC og de gennemsnitlige låneomkostninger omtales

³⁹ Petersen m.fl., 2017, s. 155

⁴⁰ Petersen m.fl., 2017, s. 156

⁴¹ Petersen m.fl., 2017, s. 169

SPREAD, og kan ses i figur 5.3.1.1 som værende positiv i alle analyseårene. Dette betyder, at den finansielle gearing har en positiv effekt på Rockwools samlede rentabilitet. Ydermere betyder dette, at en øget FGEAR vil påvirke Rockwools ROE positivt. Omvendt såfremt ROIC var lavere end de gennemsnitlige låneomkostninger, ville en øget FGEAR have en negativ effekt på ROE (Petersen m.fl., 2016, s. 175). Såfremt FGEAR overstiger SPREAD vil dette ligeledes have en negativ effekt på ROE.

5.4 Delkonklusion på rentabilitetsanalysen

FGEAR har været stabil 4/5 af analyseårene, hvorfor det ikke er en stigning i finansieringen af investeringer ud fra egenkapitalen, som er årsag til en stigende ROE. Der er en positiv SPREAD gennem hele analyseperioden, hvilket betyder, at såfremt Rockwool finansierer flere af deres investeringer med egenkapital, vil dette have en positiv effekt på ROE, og dermed forrentningen af egenkapitalen. Rockwools ROIC er stigende igennem (næsten hele) analyseperioden, og dermed bliver de i bedre til at udnytte deres ressourcer. Den stigende ROIC skyldes i høj grad, at Rockwool er blevet bedre til at skabe et driftsoverskud per omsat krone. Derudover ligger ROIC højere end WACC fra 2016-2019, hvorfor det må antages at Rockwools præstation i analyseårene alt andet lige må anses for tilfredsstillende set ud fra et ejer synspunkt.

6.0 Analyse af en afnoteret virksomhed

Følgende afsnit har til formål at analysere en afnoteret virksomhed fra Nasdaq Copenhagen med henblik på at kunne vurdere, hvilken effekt afnoteringen har haft på deres økonomisk sundhedstilstand og indtjeningsevne set ud fra deres nøgletal (herunder rentabilitetsanalyse). Rentabilitetsanalysen vil blive beregnet på samme måde som Rockwools i afsnit 5.3. Til denne analyse vurderes det, at virksomheden som minimum skal have aflagt to års regnskaber efter deres afnotering før de kan bruges som case-virksomhed.

Der er fra 2013 til 2017 sket flere afnoteringer end børsnoteringer på nær i 2014 jf. figur 6.0. De mest almindelige årsager til afnotering på Nasdaq Copenhagen blev omtalt i afsnit 4.5. Investorkulturen i Danmark er præget af store institutionelle investorer, som ofte kun investerer i store virksomheder. Årsagen til, at der ikke investeres i små virksomheder er, at det kræver en del ressourcer at følge udviklingen hos dem. Dette bevirker, at det ikke er attraktivt for små virksomheder at blive noteret på Nasdaq Copenhagen, da der ikke er investorinteresse for dem jf. bilag 21. Dette medfører, at vi i Danmark ser få noteringer årligt sammenlignet med f.eks. Nasdaq i Stockholm, da der her er en anden investorkultur, hvor man gerne investerer i små virksomheder. De nye regler for afnotering, som blev omtalt i afsnit 4.5 kan bevirke, at vi i fremtiden vil se endnu færre noteringer. Det er blevet svære at blive afnoteret jf. bilag 21, da det nu kræver en generalforsamlingsbeslutning som omtalt i afsnit 4.5.2.

År	Antal nye børsnoteringer	Antal afnoteringer	Nettoudligning
2017	3	5	-2
2016	3	10	-7
2015	2	3	-1
2014	2	2	0
2013	2	9	-7

Figur 6.0: Oversigt over nye børsnoteringer og afnoteringer fra 2013-2017⁴²

Virksomhederne, der forlod børsen i perioden 2013 til 2017 er enten gået konkurs, blevet opkøbt eller har skiftet regnskabspraksis efter deres afnotering, hvor de nu aflægger regnskab efter ÅRL⁴³. For de virksomheder, som har skiftet til ÅRL er regnskabstallene ikke sammenlignelige med regnskaberne, som de aflagde efter IFRS, hvilket ikke kan forklares ud fra deres årsrapporter, hvorfor disse

⁴² FinansWatch, 2016

⁴³ Dette er analyseret ud fra datacvr.virk.dk. samt de afnoterede virksomheders årsrapporter

virksomheder ikke inddrages. Undtagelsesvis er der Molslinjen A/S (herefter Molslinjen), der blev afnoteret den 11. oktober 2016, som fortsat aflægger regnskab efter IFRS. På skæringsdatoen jf. afsnit 1.2 har de aflagt to årsregnskaber efter deres afnotering, hvorfor denne analyse vil tage udgangspunkt i dem.

6.1 Analyse af Molslinjen

Da Molslinjen blev afnoteret var der en del dækning af det i pressen, da man mente, det skabte en utålelig situation for minoritetsaktionærerne, som ejede 21% af aktierne og kapitalfonden Polaris resten⁴⁴. Molslinjen blev afnoteret efter de gamle afnoteringsregler, hvor det alene var Nasdaq Copenhagen, som skulle vurdere, hvorvidt anmodningen om afnoteringen af Molslinjen fra Polaris kunne godkendes. I vurderingen skulle der tages stilling til om afnoteringen ville være til skade for investorerne og markedets ordentlige funktion som omtalt i afsnit 4.5, og der var altså alene subjektive momenter i vurderingen. Selvom der var en del dækning af sagen, herunder også negativ omtale, vil analysen af Molslinjen ikke have fokus på dette, men udelukkende se på deres nøgletal. Den negative omtale var ikke som sådan direkte rettet mod Molslinjen som virksomhed, men snarere rettet mod Nasdaq Copenhagen, da man mente, det var en urimeligt beslutning at afnotere dem. Det vurderes, at den negative omtale ikke har haft den store betydning for Molslinjens nettoomsætning, da den siden deres afnotering har været stigende jf. figur 6.1. Det vurderes, at den stigende nettoomsætning i 2018 i høj grad skyldes, at Molslinjen gik fra at være et Kattegatbaseret rederi til et større dansk rederi, da Molslinjen i dette år udvidet deres sejlruiter til også at omfattet betjening af færgeruterne knyttet til Bornholm. Derudover købte Molslinjen i samme år selskabet Danske Færger A/S og dermed ekspanderede de med yderligere 4 færgeruter⁴⁵.

TDKK	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	611.862	670.777	721.336	761.443	1.060.925
FGEAR	1,1	0,9	0,2	0,07	1,2
Gennemsnitlig lånerente	1,5%	0,3%	5,0%	12,3%	2,0%
ROIC efter skat	30%	63%	49%	31%	16%
Overskudsgrad (OG)	5%	11%	17%	16%	16%
Omsætningshastighed (AOH)	6,5	5,6	2,9	1,9	1,0
SPREAD	28%	62%	44%	18%	14%
ROE	79%	117%	59%	32%	33%

Figur 6.1: Molslinjens nøgletal fra 2014-2018. Kilde: Egen tilvirkning ud fra bilag 23 + 24

⁴⁴ Dansk Aktionærforening: "Dansk Aktionærforening kritiserer afnotering af Mols-Linien"

⁴⁵ Molslinjens årsrapport for 2018

Jf. figur 6.1, kan der ses et betydeligt fald i ROIC efter deres afnotering. Faldet i ROIC i 2018 skyldes primært en stor stigning i den investeret kapital, herunder en stor stigning i materielle aktiver og gæld til kreditinstitutter. Derudover bliver AOH halveret fra 2017 til 2018, imens OG er stabil, hvilket betyder, at det er faldet i AOH (hvor det er den investeret kapital, der indgår i beregningen af denne), der bevirker et stort fald i ROIC. Dette betyder, at for hver en krone Molslinjen investerer, skabes der 1 krone i omsætning. I analyseperioden er Molslinjen altså blevet dårligere til at skabe en omsætning ud af deres investeret kapital, og dermed blevet dårligere til at udnytte deres aktiver.

Som det kan ses i figur 6.1, sker der et betydeligt fald i Molslinjens finansielle gearing efter deres afnotering, hvilket betyder, at Molslinjens aktiver/investeringer i lavere grad bliver finansieret ved egenkapital. Dog stiger denne i det efterfølgende år. Den finansielle gearing har en positiv effekt på ROE, da ROIC overstiger den gennemsnitlige lånerente, og dermed har Molslinjen en positiv SPREAD. Molslinjens gennemsnitlige lånerente stiger en del efter deres afnotering, hvilket kan skyldes, at ikke børsnoterede selskaber ofte har en lavere kreditvurdering hos långivere jf. bilag 20 og afsnit 4.1. Det vurderes, at Molslinjen efter deres afnotering fortsat er en god forretning, men dog er blevet dårligere til at forrente den investeret kapital, som bevirker et fald i ROE.

6.2 Delkonklusion på analyse af Molslinjen

Det kan konkluderes, at Molslinjen klarer sig væsentligt dårligere efter deres afnotering i 2016, men har dog fortsat en okay performance set ud fra deres nøgletal. Årsagen til en faldende ROIC skyldes et fald i AOH, som til sidst påvirker ROE negativt i analyseperioden. Ser man isoleret set på analysen af Molslinjen, vil konklusionen være, at det er dårligt for en virksomheds performance og indtjeningsevne at blive afnoteret. Hvorvidt en afnotering af Rockwool vil have den samme negative konsekvens for deres performance og indtjeningsevne, som det havde for Molslinjen, er svært at forudsige. Der er tale om to hvidt forskellige virksomheder, hvad angår bl.a. branche, geografiske markeder (Rockwool operer i 39 forskellige lande jf. afsnit 2.1, hvor Molslinjen kun i Danmark jf. afsnit 6.1), størrelsen på virksomhederne (ansatte, omsætning mv.) og deres brands (Rockwool er i top 10 over Danmarks stærkeste brands, hvor Molslinjen ikke fremgår af listen jf. Larsen, J., 2018 og bilag 5). Det vurderes dog, at man ud fra Molslinje-casen kan konkludere, at der er en chance for, at konsekvensen af en afnotering kan være, at virksomheden efterfølgende performer dårligere og deres indtjeningsevne forringes.

7.0 Budgettering af Rockwools fremtidige pengestrømme

Dette afsnit har til formål at udarbejde proforma-opgørelser over Rockwools fremtidige pengestrømme til brug for en senere værdiansættelse. Til budgetteringen vil der blive inddraget konklusioner fra den strategiske analyse, rentabilitetsanalysen og de kapitalmarkedsretlig forhold.

7.1 Budgetperiode

Værdiansættelse ud fra DCF (som vil blive brugt i afsnit 8.0) er teoretisk set baseret på, at der sker en budgettering af fremtidige pengestrømme i alt uendelighed, da man antager der vil foreligge going concern. I praksis er dette dog ikke muligt, hvorfor der skal findes en budgetperiode. På baggrund af den strategiske analyse, herunder især udviklingen i Rockwools produktsortiment samt den ubekendte faktor ift., hvilken indvirkning den øget efterspørgsel efter klimavenlige produkter jf. afsnit 2.5 vil have for Rockwools forretning, vil påvirke budgetperioden. Derudover kan de fremtidige tiltag lovgivere, både i EU og i Danmark, i fremtiden formentlig vil foretage også påvirke Rockwool jf. afsnit i 3.1.1. Derfor vurderes det, at en budgetperiode på 5 år vil være passende, da det herefter ikke er muligt at forudsige de finansielle værdidrivere. Herefter budgetteres der med en konstant vækstrate i terminalperioden. Ydermere oplyser Rockwools ledelse ikke om ekspansionsplaner til nye markeder, og det vurderes, at Rockwool som produkt er veletableret på markedet, hvorfor det må formodes, at de nuværende finansielle værdidrivere vil forblive på et nogenlunde konstant niveau, hvilket igen understøtter, at en budgetperiode på 5 år er passende.

7.2 Budgettering af udvalgte regnskabsposter

Jf. afgrænsningen i afsnit 1.2, vil der kun blive anvendt offentlig tilgængelig information, og det vurderes ud fra et eksternt analytisk synspunkt, at de historiske tal samt den opnået viden i den strategiske analyse og rentabilitetsanalysen kan lægges til grund for budgettering af Rockwools fremtidige pengestrømme. Ydermere oplyser Rockwool ikke om ekspansionsplaner til nye markeder, hvilket også indikerer, at de historiske tal kan lægges til grund for budgetteringen. Størstedelen af posterne vil blive budgetteret med en konstant procentsats i alle budgetårene. I praksis forholder det sig dog ikke sådan, men ud fra et eksternt analytisk synspunkt, vurderes det, at være det bedste bud på en budgettering. De budgetterede estimer vil være de samme i terminalperioden medmindre andet nævnes. Udarbejdelsen af Rockwools proforma-opgørelser følger fremgangsmåden jf. bilag 31.

7.2.1 Omsætning

Den store stigning i omsætningen i 2018 skyldes formentlig lanceringen af nye produkter jf. afsnit 2.2. Der er en vis usikkerhed ift., hvilken effekt den øget bevidsthed omkring klimaforandringer jf. 2.4, vil have på Rockwools fremtidige omsætning. Det faktum, at Rockwool f.eks. ikke betaler CO₂ kvoter, jf. afsnit 3.1.1, vurderes at bevirke, at Rockwools fremtidige omsætning kan være lavere end gennemsnittet i figur 7.2.1. Jf. afsnit 3.2.1 i den strategiske analyse, besidder Rockwool en mellemting mellem en midlertidig- og vedvarende konkurrencemæssig fordel, hvilket kan give foranledning til at forvente, at Rockwools omsætning i de kommende år vil stige markant. Jf. afsnit 3.3.3, forventer man en øget efterspørgsel på efterisolering, hvilket igen kan give foranledning til at forvente, at omsætningen vil stige markant. Rockwool forventer dog selv, jf. deres årsrapport fra 2019, at de samme usikkerheder fra 2019 vil fortsætte ind i 2020, herunder usikkerheder ift. markederne i Tyskland, Østeuropa og Asien, hvorfor Rockwool selv har en begrænset optimisme for 2020. Ydermere er der en usikkerhed ift., hvilken betydning Storbritanniens EU-exit kan have for resten af EU jf. afsnit 3.1.1. Derfor vurderes det, at væksten i omsætningen for 2020 bør ligge tæt på væksten i 2019, hvorfor den budgetteres med 3,2% i 2020. I resten af analyseperioden budgetteres den med 3% grundet de samme usikkerheder. Terminalperioden antages at følge Danmarks BNP, hvorved virksomheden vil opretholde sin størrelse relativt til den samlede økonomi (Sørensen, 2017, s. 322). Jf. bilag 32 var BNP for 2019 på 1,8%.

<i>EURm</i>	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Nettoomsætning	2.208	2.202	2.374	2.671	2.757	2.442
Udvikling i %		0,3%	7,8%	12,5%	3,2%	6,0%

Figur 7.2.1: Rockwools historiske omsætning. Kilde: Bilag 12

7.2.2 EBITDA- og EBIT-margin

EBITDA og EBIT bliver budgetteret med hver deres marginer, som begge bliver beregnet ud fra nettoomsætningen. Da Rockwools EBITDA-margin de seneste 3 år, jf. figur 7.2.2, har været på 19%, vurderes det, at det er realistisk, at Rockwools EBITDA-margin i budgetperioden ligeledes vil være på 19%. Hvad angår Rockwools EBIT-margin, har denne de sidste to år af analyseperioden ligget lige under 13%, og det vurderes derfor, at det vil være realistisk at budgettere med 13%.

EURm	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
EBITDA	324	387	445	507	532	439
EBITDA-margin	15%	18%	19%	19%	19%	18%
EBIT	137	227	286	341	356	269
EBIT-margin	6,2%	10,3%	12,0%	12,8%	12,9%	10,8%

Figur 7.2.2: Rockwools historiske EBITDA- og EBIT-margin. Kilde: Bilag 12

7.2.3 Skat

Der budgetteres med selskabsskatteprocenten på 22%, da det antages, at denne ikke vil ændre sig. Det kan dog diskuteres, hvorvidt man i stedet bør bruge den effektive skatteprocent, da denne er et udtryk for virksomhedens gennemsnitlige beskatning af al indkomst. Rockwools effektive skatteprocent kan ses i bilag 12. Over lang sigt kommer der midlertidig ikke til at være nogle forskelle i selskabsskatteprocenten og den effektive skatteprocent, da de skattemæssige- og regnskabsmæssige værdier vil stemme overens. Derfor budgetteres der med den nuværende selskabsskatteprocent.

7.2.4 Investeret kapital

Den investeret kapital vil blive budgetteret med en andel af nettoomsætningen jf. bilag 31. Som det fremgår af figur 7.2.4, var den investeret kapital 2019 85% af nettoomsætningen, og det vurderes at den investeret kapital vil stige i fremtiden, da det antages, at Rockwool vil geninvestere i sig selv. Det vurderes derfor, at denne vil udgøre 0,88 af nettoomsætningen i 2020, og stige med 0,1 hver af de efterfølgende år. Den budgetteret stigning i den investeret kapital fremgår af figur 7.4.

EURm	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Investeret kapital	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332	1.960
%del af omsætningen	80%	79%	79%	79%	85%	80%

Figur 7.2.4: Den historiske udvikling i Rockwools investeret kapital. Kilde: Bilag 12+13

7.2.5 Egenkapital, finansielle forpligtelser og -aktiver

Egenkapital, finansielle forpligtelser og -aktiver vil blive budgetteret som en procentdel af den investeret kapital jf. bilag 31. Jf. figur 7.2.5 har disse tre poster i største delen af analyseperioden været stabile jf. de gule markeringer i samme figur. For hhv. egenkapitalen og de finansielle forpligtelsers vedkommende vurderes det, at der skal budgetteres med hhv. 89% og 12%, og ikke gennemsnittet som vist i figur 7.2.5. Da det vurderes, at dette vil være mest realistisk set ud fra perioderne med den stabile udvikling. Det vurderes, at det vil være realistisk at budgettere med

gennemsnittet af de finansielle aktiver i analyseperioden på 1% jf. samme figur, da denne stort set ikke har ændret sig.

EURm	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Egenkapital	1.367	1.536	1.685	1.877	2.118	1.716
% af inv.kap.	78%	88%	90%	89%	91%	87%
Finansielle forpligtelser	405	224	219	249	244	268
% af inv.kap.	23%	13%	12%	12%	10%	14%
Finansielle aktiver	14	20	37	19	30	24
% af inv.kap.	1%	1%	2%	1%	1%	1%

Figur 7.2.5: Udviklingen i Rockwools historiske EK, FF og FA. Kilde: Bilag 13

7.2.6 Nettofinansielle omkostninger

De nettofinansielle omkostninger vil jf. bilag 31 blive budgetteret med lånerenten som produkt af de nettofinansielle forpligtelser. Jf. figur 7.2.6 er gennemsnittet af lånerenten i analyseperioden 2,5%. I 2020 og terminalperioden vil der blive budgetteret med 2% og resten af budgetperioden med 3%, da begge tal ligger på hver sin side af gennemsnittet.

EURm	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Lånerenten	0,8%	2,6%	4,8%	2,4%	1,8%	2,5%

Figur. 7.2.6: Rockwools historiske gennemsnitlige lånerente. Kilde: Figur 5.3.1.1

7.3 Rockwools share-buy-back program

Som nævnt i afsnit 4.2.4 har Rockwool indført et tilbagekøbsprogram af egne aktier. Rockwool har ikke meddelet, hvorledes dette finansieres. Aktierne købes til den aktuelle markedskurs, og finansieres enten ved overskydende likviditet eller forøgelse af gælden (Petersen m.fl., 2016, s. 203). Ved et aktietilbagekøb, sker der en ændring i kapitalstrukturen (fx stiger nettorentebærende gæld med præcis det samme som egenkapitalen bliver nedskrevet med, hvorved ejerne og långivere samlet set ikke bliver rigere), og den underliggende drift bliver ikke påvirket af aktietilbagekøbet. WACC vil forblive uændret, da der blot sker en ændring i kapitalstrukturen, hvilket taler for en uændret værdiansættelse af virksomheden (Petersen m.fl., 2016, s. 205), hvorfor det vurderes, at dette ikke vil have nogen betydning for budgetteringen og dermed værdiansættelsen af Rockwool. Såfremt der er skattefordele ved at finansiere tilbagekøbet med en stigning i gælden, vil dette dog være værdiskabende (Petersen m.fl., 2016, s. 206).

7.4 Budgetforudsætninger

På baggrund af ovenstående argumentation vil der ved budgettering af Rockwools fremtidige pengestrømme blive budgetteret med følgende forudsætninger jf. figur 7.4.

EURm	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Salgsvækst	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,8%
EBITDA-margin	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT-margin	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Lånerenten	2%	3%	3%	3%	3%	2%
Vækst i investeret kapital	0,88	0,90	0,91	0,92	0,94	0,90
Vækst i egenkapital	89%	89%	89%	89%	89%	89%
Vækst i finansielle forpligtelser	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Vækst i finansielle aktiver	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Figur 7.4: Budgetforudsætninger for Rockwool

Proforma-opgørelserne kan ses i bilag 33. Forudsætningerne er baseret på, at Rockwool fortsat er børsnoteret.

8.0 Værdiansættelse af Rockwool

Dette afsnit har til formål at analysere, hvorvidt markedets værdiansættelse af Rockwool er tilpas, over- eller undervurderet. Proforma-opgørelserne, der blev estimeret i afsnit 7.0 vil danne grundlag for værdiansættelsen.

8.1 Valg af værdiansættelsesmodel

Til værdiansættelse af en virksomhed findes der grundlæggende fire modeller jf. bilag 34. Undersøgelser viser, at de hyppigste anvendte modeller blandt fagfolk er nutidsværdi-modellerne og multiple-modellerne (Petersen m.fl., 2017, s. 298). Det vurderes, at DCF-modellen, som er en nutidsværdimodel, vil være den bedste model at anvende. Denne model fokuserer på virksomheden, som analyseres og ikke lignende virksomheder eller aktiemarkedet, som de multiple-modeller ofte fokuserer på. Fordelen ved DCF-modellen er, at selve værdiansættelsen ikke indeholder skøn, dog er der en række skøn ved udarbejdelsen af proforma-opgørelserne, som danner grundlag for værdiansættelsesmetoden. Ved DCF-metoden sker der en tilbagediskontering af samtlige af Rockwools fremtidige pengestrømme (Petersen, 2017, s. 304). Under antagelsen, at det er muligt at budgettere uendeligt, benyttes den to-periodiske DCF-model, hvor der er en budgetperiode og terminalperiode. Terminalperioden er et udtryk for et uendeligt frit cash flow, der vokser med en konstant vækstrate. Rockwools værdi kan beregnes ud fra følgende formel:

$$EV_0 = \underbrace{\sum \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^t}}_{\text{Budgetperiode}} + \underbrace{\frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}}_{\text{Terminalperiode}}^{46}$$

Følgende femgangsmåde vil blive brugt til at udregne Rockwools værdi:

1. Beregning af de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)
2. Beregning af FCFF
3. Beregningen af vækstraten i terminalperioden
4. Beregning af nutidsværdierne for FCFF og terminalperioden (=den samlede værdiansættelse)

⁴⁶ Petersen m.fl., 2017, s. 305. Forkortelsernes betydning kan ses i bilag 26

8.2 Gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger tager højde for både långivers og ejernes afkastkrav. Som nævnt i afsnit 5.3.2 er WACC afkastkravet, der modsvarer ROIC, og er dermed afkastkravet for at investere i virksomhedens driftsaktivitet (Sørensen, O., 2017, s. 41-42):

$$WACC = \frac{NIBL}{NIBL + MVE} * r_d * (1 - t) + \frac{MVE}{NIBL + MVE} * r_e^{47}$$

8.2.1 Kapitalstruktur

Beregningen af kapitalstrukturen skal baseres på markedsværdier. I FSR's værdiansættelsesnotat⁴⁸ nævnes to muligheder i forbindelse med fastlæggelsen af kapitalstrukturen til estimering af WACC. I den ene metode benyttes der en konstant kapitalstruktur, f.eks. gennemsnittet af tidligere års kapitalstrukturer. Selvom kapitalstrukturer ikke er konstante over tid, er det alligevel denne metode SKAT anbefaler⁴⁹. Rockwools kapitalstruktur i analyseperioden kan ses i figur 8.1.1. Fra 2015 til 2016 sker der et stort fald i de kortfristede banklån jf. reformuleringen af balancen i bilag 13, som bl.a. er årsagen til, at der sker et fald i gældsandelen i denne og efterfølgende perioder.

	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Gældsandel (NIBL/(NIBL+EK))	-41%	-16%	-13%	-15%	-12%	-19%
Egenkapitalandel (EK/(NIBL+EK))	141%	116%	113%	115%	112%	119%
<i>Tjek</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>

Figur 8.2.1: Rockwools kapitalstruktur fra 2015-2019. Kilde: Egen tilvirkning ud fra bilag 13

8.2.2 Lånerenten

En virksomheds gennemsnitlige lånerente (r), som blev udregnet i figur 5.3.1.1, modsvarer kun sjældent virksomhedens reelle lånerente. r påvirkes også af finansielle poster såsom kursreguleringer samt tab og gevinster på værdipapirer, som reelt set intet har at gøre med en virksomheds lånerente (Petersen m.fl., 2016, s. 175). Omkostningerne til fremmedkapital vil blive udregnet som følgende:

$$r_d = (r_f + r_s) * (1 - t)^{50}$$

⁴⁷ Petersen m.fl., 2017, s. 143. Forkortelsernes betydning kan ses i bilag 26

⁴⁸ SKAT, c: "4.1.2.8 Kapitalstruktur".

⁴⁹ SKAT, c: "4.1.2.8 Kapitalstruktur".

⁵⁰ Petersen m.fl., 2017, s. 363. Forkortelsernes betydning kan ses i bilag 26

Den **risikofrie rente** er jf. afsnit 8.2.3 -0,15%. Det **selskabsspecifikke risikotillæg** er baseret på en kreditvurdering. Det har ikke været muligt at finde en kreditvurdering på Rockwool, hvorfor der tages udgangspunkt i en af Rockwools konkurrenter jf. bilag 6, som er Saint-Gobain. Jf. bilag 30 var deres kreditvurdering i 2019 på BBB, hvilket giver et selskabsspecifikt risikotillæg på 1,44% (Petersen m.fl., 2016, s. 246). Dette giver dermed et afkastkrav på fremmedkapitalen på:

$$r_d = (-0,41\% + 1,44\%) * (1 - 22\%) = 1,01\%$$

8.2.3 Ejernes afkastkrav

Størstedelen af litteraturen anbefaler, at man estimerer ejernes afkastkrav ud fra Capital Asset Pricing Modellen. Modellen tager udgangspunkt i sammenhængen mellem virksomhedens aktieafkast og afkastet for hele markedsporteføljen (Petersen m.fl., 2016, s. 217), med antagelsen, at investorer kræver et merafkast som kompensation for risiko (Sørensen, 2017, s. 38). Ejernes afkastkrav defineres på følgende måde:

$$r_e = r_f + \beta_e * (r_m - r_f)^{51}$$

Den **risikofrie rente** er den samme som renten på en nulobligation. I praksis anbefales det at bruge renten på en 10-årige statsobligation som estimat herfor (Sørensen, 2017, s. 39). I december 2019 lå denne jf. bilag 27 imellem -0,21% og -0,15%, hvorfor der bruges en risikofri rente på -0,15%.

Beta på egenkapitalen (ejernes risikopræmie) udtrykker virksomhedens driftsmæssige og finansielle risiko. Såfremt en virksomhed har en driftsmæssig og finansiell risiko lig med aktiemarkedets, vil beta være på 1, og har dermed den samme systematiske risiko som markedet. Er beta under 1, vil investeringen i virksomheden medføre en mindre risiko end en investering i markedsporteføljen. Over 1 er det omvendt. Beta kan beregnes ud fra korrelationen mellem udsving i virksomhedens aktie og aktiemarkedet baseret på historiske data. Ulempen ved denne metode er, at der anvendes historiske data, som ikke nødvendigvis er anvendelige til brug for fremtidige forløb (Sørensen, 2017, s. 40). På trods af dette baserer de fleste analytikere deres beregning af beta på denne metode⁵².

Jf. bilag 28 er der fundet to beta-værdier på hhv. 1,18 og 1,23 for Rockwools B-aktie, som begge indikerer, at en investering i Rockwool medfører en højere risiko end en investering i

⁵¹ Petersen m.fl., 2017, s. 345. Forkortelsernes betydning kan ses i bilag 26

⁵² PwC: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet".

markedsporteføljen. Til beregningen af ejernes afkastkrav tages der udgangspunkt i en beta-værdi på 1,21 som ligger imellem de to fundet beta-værdier.

Markedets risikopræmie kan beregnes ud fra en ex-post og en ex-ante metode. Ex-post metoden undersøger forskellen mellem det historiske afkast på aktiemarkedet og det historiske afkast på risikofrie investeringer. Forudsætningen herfor er, at markedsporteføljens historiske risikopræmie er en rimelig indikator for markedsporteføljens fremtidige risikopræmie. Jf. bilag 35 ligger markedets risikopræmie imellem 5,15% og 5,20%. Det vurderes derfor, at en markeds risikopræmie på 5,18% vil være passende som ligger imellem dette interval.

På baggrund af ovenstående kan ejernes afkastkrav estimeres til følgende:

$$r_e = -0,15\% + 1,21 * 5,18\% = \mathbf{6,12\%}$$

8.2.3 Estimering af WACC

På baggrund af ovenstående beregninger kan WACC nu estimeres som følgende:

$$WACC = -19\% * 1,01\% * (1 - 22\%) + 119\% * 6,12\% = \mathbf{7,16\%}$$

Dermed har Rockwool gennemsnitlige kapitalomkostninger på 7,16%

8.3 Vækstraten (g) i terminalperioden

I terminalperioden forventer man, at salgsvæksten, overskudsgrader og omsætningshastigheder når deres konstante steady-state niveau (Sørensen, 2017, s. 321). SKAT anbefaler, at væksten i terminalperioden bør være lig den nominelle vækstrate i samfundet⁵³, som i afsnit 7.2.1 blev sat til 1,8%.

⁵³ SKAT, d: "4.1.12 Vækst i terminalperioden".

8.4 Rockwools værdi (delkonklusion)

I bilag 36 kan værdiansættelsen af Rockwool ud fra DCF ses. Her blev Rockwool per skæringsdatoen den 6. februar 2020 jf. afsnit 1.2 værdiansat til 2.156 kr. per aktie. Aktiekursen på Rockwool B-aktien var den 6. februar på 1.750 kr. pr. aktie jf. figur 2.4.1 og bilag 29, hvilket vil sige, at Rockwool aktien er undervurderet med 406 kr. pr. aktie. Såfremt man isoleret set kigger på værdiansættelsen af Rockwool vurderes det, at Rockwool kunne blive afnoteret, da markedet har undervurderet deres aktie, og dermed får Rockwool ikke den pris, som de set ud fra den foretaget værdiansættelse er værd. Jf. interviewet med Henrik Kurtmann er der dog en del andre aspekter man skal tage højde for ved vurderingen af, hvorvidt en virksomhed skal afnoteres (disse vil blive omtalt i afsnit 9.0), hvorfor man kun ud fra Rockwools værdi sammenholdt med markedets aktiekurs ikke endeligt kan konkludere, om de på baggrund af en for lav værdiansættelse af markedet, burde blive afnoteret eller ej. Der er dog indikationer på, at markedet har værdiansat Rockwool for lavt.

Det vil være unuanceret kun at bruge markedskursen som den eneste faktor i en værdiansættelse af en virksomhed (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 752). Markedskursen er et resultat af de informationer, markedet får, da informationer i langt de fleste tilfælde skal offentliggøres straks eller hurtigst muligt jf. afsnit 4.2. Børsmarkedet bliver ofte påvirket af usaglige forhold, og investorerne handler jævnligt uden inddragelse af alle relevante forhold. Ydermere kan investorer handle ud fra forskellige tankegange, som både kan være rationelle og irrationelle. Derfor kan det ligges til grund, at man ikke alene kan bruge markedskursen som værdiansættelse (Schaumburg-Müller m.fl., 2019, s. 755), og man bør inddrage andre værdiansættelsesmetoder eksempelvis DCF, som er blevet brugt i dette tilfælde. Dette kan tale for, at Rockwool som sådan ikke har brug for at kende deres markedskurs, da de selv kan foretage en værdiansættelse af deres virksomhed. Dog skal det holdes for øje, at der i den foretaget værdiansættelse er et subjektivt element især ift. budgetteringen som værdiansættelsen bygger på. Markedskursen kan dog være et præg i retningen af, hvilken værdi virksomheden har.

9.0 Diskussion af Rockwools børsnotering

Såfremt der skal ske en afnotering, skal det jf. afnoteringsreglerne i afsnit 4.5.2 ske ved en generalforsamlingsbeslutning eller et overtagelsestilbud, hvorigennem en aktionær opnår minimum 90% af stemmerne. Det vurderes jf. bilag 21, at en tilslutning om afnotering af Rockwool fra mindst 90% af generalforsamlingen på nuværende tidspunkt er usandsynligt. I skrivende stund er Rockwool Fonden den oplagte investor til at frembringe et overtagelsestilbud, da Rockwool Fonden jf. afsnit 2.1 ejer 23% af kapitalandelen samt 28% af stemmerne og dermed er majoritetsaktionær. Det vurderes dog, at det vil være omkostningstungt for dem at komme med et overtagelsestilbud til de andre aktionærer, da der er lang vej for Rockwool Fonden til at kunne besidde 90% af stemmerne, hvorfor en afnotering herigennem på nuværende tidspunkt vurderes også at være usandsynligt jf. bilag 21. Jf. både bilag 20 og 21, er der ingen virksomhedsspecifikke ulemper, udover de generelle omtalt i afsnit 4.1.1, for Rockwool ved at være børsnoteret, hvilket taler for, at de fortsat bør være noteret.

Jf. afsnit 4.1.2 vurderes det, at et af Rockwools motiver for en fortsat børsnotering kan være, at de ønsker at tiltrække den bedste arbejdskraft. Dette er udledt på baggrund af de to interviews med hhv. Sumit Sudan og Henrik Kurtmann, som begge har specialiseret sig indenfor børsnoterede virksomheder og børsnoteringer generelt, hvorfor det er indlysende, at de foretrækker at arbejde i noterede virksomheder. Det vurderes, at der på baggrund af disse to interviewes ikke kan ske en generalisering, hvor man kan konkludere, at medarbejdere generelt set foretrækker at arbejde i børsnoterede virksomheder. Derfor kan der umiddelbart ikke konkluderes, hvorvidt en afnotering vil føre til, at de ikke kan tiltrække den bedst kvalificeret arbejdskraft. Ud fra det indsamlede data er der dog noget, der tyder på, at det er lettere såfremt man er børsnoteret.

Som det kan ses i nøgletalsanalysen i afsnit 5.3, klarer Rockwool sig i analyseperioden overordnet set godt. Ud fra analysen er der ikke noget der indikerer, at deres position over for konkurrenterne, jf. bilag 20 og 21, og dermed deres fremtidige omsætning vil blive påvirket hverken negativt eller positivt ved en afnotering (Molslinjen havde dog en stigende omsætning efter deres afnotering, hvilket skyldes forhold, der ikke direkte relaterer sig til deres afnotering). Dette skal også ses i lyset af, at Rockwool jf. afsnit 3.2.1 besidder en mellemting mellem en midlertidig- og vedvarende konkurrencemæssig fordel, som styrker deres position på markedet. Derudover vurderes det jf. afsnit 4.6, at langt de fleste af Rockwools omkostninger, der relaterer sig til det at være børsnoteret ikke vil blive mindsket/fjernet ved en afnotering, og at størrelsen af de omkostninger, der vil blive fjernet alligevel ikke har den store betydning for Rockwool jf. bilag 20. Den fleksibilitet, der relaterer sig til

at være børsnoteret, vurderes at opveje disse omkostninger jf. også bilag 20. Dog vil der ved en afnotering formentlig ikke være en ligeså stor opmærksomhed fra offentlighedens side, hvilket kan være en ulempe jf. bilag 21. Det vurderes dog, at en virksomhed som Rockwool på nuværende tidspunkt har oparbejdet et solidt brand med en stor kendskabsgrad blandt forbrugerne, hvorfor en mindsket opmærksomhed fra offentligheden formentlig vil have den største betydning for Rockwool, når de lancerer nye produkter, men ikke vil have den store betydning for deres nuværende forretning. Som det kan ses i analysen af Molslinjen jf. afsnit 6.1, var de efter afnoteringen fortsat en god forretning, dog performede de dårligere. Det vurderes, at der er en chance for, at dette ligeledes kan ske for Rockwool ved en afnotering, men det er dog ikke er forventeligt, da Rockwool er en større virksomhed med en bredere kendskabsgrad til deres brand, samt som tidligere nævnt, at deres position overfor konkurrenterne ikke vil blive svækket. Der kan dog være noget ift. deres kreditvurdering jf. afsnit 4.1 og bilag 20, som kan ændres negativt ved en afnotering, hvilket også kunne ses i analyse af Molslinjen i afsnit 6.1, da deres gennemsnitlige lånerente steg.

Såfremt Rockwool ønsker at foretage opkøb i form af baglæns integration som omtalt i afsnit 3.1.2, vil en fortsat børsnotering kunne medvirke, at dette kan ske forholdsvis hurtigt og nemt ved hjælp af en aktieudvidelse, hvor der betales med ny udstedte aktier i Rockwool jf. bilag 21, hvilket taler for, at Rockwool fortsat bør være børsnoteret. Herved kan de udvide deres forretning og dermed blive stærkere på markedet. På trods af, at man i Danmark de seneste fem år har set flere afnoteringer end børsnoteringer, jf. afsnit 6.0, vurderes det ikke, at dette skyldes, at det ikke er attraktivt for virksomheder som Rockwool, der har den rette virksomhedsorganisation jf. bilag 21 til at kunne håndtere oplysningsforpligtelserne omtalt i afsnit 4.2, at være børsnoteret. Afnoteringerne skyldes ofte, at mindre virksomheder bl.a. ikke kunne leve op til oplysningsforpligtelserne eller blev opkøbt jf. bilag 21. Det faktum, at man som børsnoteret virksomhed både skal offentliggøre periodiske- og løbende information, vurderes ikke at være kritisk viden, som konkurrenterne ikke kan få andet steds fra jf. bilag 20, hvorfor denne information ikke har nogen betydning for om man er noteret eller ej.

Ser man isoleret set på værdiansættelsen af Rockwool i afsnit 8.0, taler dette for en afnotering, da markedet har undervurderet Rockwools aktie. I oktober 2018 var Rockwools kurs på B-aktien på 2.840 jf. bilag 37 og figur 2.4.1, som var den højeste kurs i analyseperioden forårsaget af, at Rockwool bl.a. i denne periode oplevede en stor efterspørgsel på deres brandsikre isoleringsprodukter jf. afsnit 2.4. Det vurderes derfor, at det er sandsynligt, at Rockwools aktiekurs (fastsat af markedet) i den nærmeste fremtid kan komme på niveau med den værdiansatte kurs (2.156 kr. jf. afsnit 8.5), hvilket

taler for, at den foretaget værdiansættelse ikke er forkert. Hvorvidt dette sker vurderes at afhænge af, hvordan forbrugerne, især dem, som efterspørger klimavenlige produkter, f.eks. vil reagere på, at Rockwool ikke betaler CO₂ kvoter jf. afsnit 3.1.1, selvom de ifølge deres årsrapport for 2019 foretager klimavenlige initiativer og jf. afsnit 2.3 har ambitioner om at reducere deres CO₂ udledning. Som tidligere nævnt i dette afsnit, vil de fleste af Rockwools omkostninger, der relaterer sig til at være børsnoteret formentlig ikke forsvinde efter en afnotering, hvorfor disse omkostninger ikke vil have betydning for Rockwools værdi efter en afnotering. Som tidligere argumenteret for, vil Rockwools omsætning efter en afnotering ikke blive påvirket. Det forventes derfor, at man fortsat vil budgettere med de samme forudsætninger som i afsnit 7.4 (som er forudsætningerne ved en fortsat børsnotering), der i den sidste ende vil give den samme værdi som i afsnit 8.5.

Iagttagelser	Kommentar	Taler for...
Tiltrække den bedste arbejdskraft	Der er noget, der tyder på, at det er lettere, når man er børsnoteret.	Fortsat noteret
Forbedre Rockwools rentabilitet	Rockwools børsforhold påvirker ikke deres rentabilitet. Molslinjen er et eksempel på, at rentabiliteten kan svækkes efter en afnotering.	Fortsat noteret (dog ikke overbevisende)
Oplysningsforpligtelserne	Disse oplysningerne, vurderes ikke at være kritisk viden, man ikke vil kunne få andet steds fra.	Intet der taler for eller imod
Omkostninger der relaterer sig til at være noteret	Størstedelen af disse omkostninger vil Rockwool formentlig fortsat afholde efter en afnotering. Størrelsen på dem vurderes ikke at have den store betydning for Rockwool.	Fortsat noteret (dog ikke overbevisende)
Opkøb af andre	Er lettest at foretage såfremt man er noteret.	Fortsat noteret
Trend med flest afnoteringer	Denne trend er forårsaget af små virksomheder.	Fortsat noteret
Behov for let adgang til kapital	Denne mulighed har Rockwool ikke benyttet de seneste 19 år. Kan være, at Rockwool vægter trygheden for let at kunne skaffe kapital højt.	Fortsat noteret (dog ikke overbevisende)
Forbedre Rockwools værdi	Det vurderes ikke, at der vil være en betydelig forskel i værdien, hvad enten de er noteret eller ej. Dette skyldes især, at deres indtjeningsmuligheder formentlig ikke ændres, hvad enten de er noteret eller ej samt at de bibeholder omkostningerne.	Intet der taler for eller imod
Optagelse af fremmedkapital	En virksomheds kreditvurdering kan svækkes såfremt man er afnoteret. Jf. analysen af Molslinjen kunne man se, at deres gennemsnitlige lånerente steg efter deres afnotering.	Fortsat noteret

Figur 9.0: Opsummering på diskussionen baseret på iagttagelser. Kilde: Egen tilvirkning

Iagttagelserne i figur 9.0 er fremsat på baggrund af den opnået viden igennem udarbejdelse af specialet. Som det kan ses i samme figur er der ud fra diskussionen overvejende forhold, der taler for en fortsat børsnotering, dog er der herunder et par forhold, hvor det ikke er overbevisende.

10.0 Konklusion

Formålet med specialet er at besvare følgende problemformulering:

”Hvilke forhold taler for og imod Rockwools fortsatte børsnotering på Nasdaq Copenhagen?”

Spørgsmålet er opstået på baggrund af tesen, at virksomheder, der har været børsnoteret i flere årtier, kan være bedre tjent med at blive afnoteret qua omkostningerne, der er forbundet ved at være børsnoteret. For at kunne vurdere, hvad årsagen er til, at virksomheder fortsat er børsnoteret på trods af ovenstående tese, har det været nødvendigt at opstille fire underspørgsmål, som vil blive besvaret i det følgende. De tilhørende svar danner tilsammen den endelige konklusion.

Strategisk analyse

På baggrund af den strategiske analyse, kan det konkluderes, at politisk samarbejde, valutakurser, stigende miljøbevidst tankegang blandt befolkningen, alle er faktorer, der kan påvirke Rockwools fremtidig indtjening positivt såvel som negativt. Det har vist sig, at Rockwools omsætning, og dermed indtjeningsmuligheder, ikke bliver påvirket af konjunkturforholdene i samfundet. Dog blev Rockwools aktiekurs påvirket af Finanskrisens start i 2008, men steg hurtigt igen. Byggematerialebranchen, som Rockwool befinder sig i, er stærkt korreleret med bygge- og anlægsbranchen, hvorfor Rockwools fremtidige indtjeningsmuligheder i høj grad også afhænger af, hvordan det går i denne branche. Det vurderes at disse forhold ikke vil ændre sig, hvad enten Rockwool er børsnoteret eller ej.

Forhold der kan ændres, hvad enten de er børsnoteret eller ej, er Rockwools kreditvurdering hos leverandørerne (og långivere). Denne kan ændres i en negativ retning, såfremt de bliver afnoteret, hvilket kan påvirke Rockwools working capital. Dette er dermed et forhold, der taler **for** en fortsat børsnotering. I tilfælde af, at der er en begrænset udvinding af råmaterialerne hos f.eks. mineselskaberne, vil en ringere kreditvurdering formentlig føre til, at mineselskaberne prioriterer at levere materialer til kunder, som er børsnoteret idet disse virksomheder har en bedre kreditvurdering. Dette kan føre til, at Rockwool ikke kan levere den stigende efterspørgsel på efterisolering, som kan påvirke deres fremtidige indtjeningsmuligheder. Dette taler igen **for** en fortsat børsnotering. Dette kan bevirke, at den enkelte leverandørs forhandlingsstyrke kan gå fra mellem til høj, hvilket igen taler **for** en børsnotering, da en styrkelse af leverandørens forhandlingsstyrke, kan stille Rockwool ringere ift. eksempelvis deres priser på isolering.

Det vurderes, at det kan være fordelagtigt for Rockwool at foretage baglæns integration, hvorved en leverandør opkøbes. På denne måde, har Rockwool bedre kontrol over de leverancer de i fremtiden vil modtage. Dette taler igen **for** en fortsat børsnotering, hvor opkøbet eventuelt betales i ny udstedte aktier. Rockwool besidder en mellemting mellem en midlertidig og vedvarende konkurrencemæssig fordel. Det er bl.a. medarbejderne, der er med til at styrke denne fordel. Såfremt Rockwool ikke kan skaffe den fornødne arbejdskraft, vil dette formentlig resultere i, at de ikke kan efterleve den øget efterspørgsel på efterisolering. Dermed vil de formentlig ikke kunne opretholde deres konkurrencemæssige fordel. Det vurderes, at det er lettest at tiltrække (den bedste) arbejdskraft, såfremt man er børsnoteret, hvilket taler **for** en fortsat børsnotering. Deres position overfor konkurrenterne vil formentlig ikke ændres ved en afnotering, hvilket hverken taler for eller imod en fortsat børsnotering.

Kapitalmarkedsretlige forhold og omkostningerne knyttet hertil

Den største ulempe ved at være børsnoteret er det øget niveau af oplysningsforpligtelser, som man skal offentliggøre. Dette taler **imod** en fortsat børsnotering. Dog vurderes informationen som der skal oplyse ikke at være kritisk viden, som konkurrenterne ikke kan få andet steds fra. Ydermere vurderes det ikke, at Rockwool i fremtiden vil have problemer med at overholde oplysningsforpligtelserne grundet deres virksomhedsorganisation. Dette bevirker, at oplysningsforpligtelserne **hverken taler for eller imod** en fortsat børsnotering i Rockwools tilfælde. Størstedelen af omkostningerne, der relaterer sig til at være børsnoteret, vil Rockwool formentlig fortsat afholde efter en afnotering grundet deres virksomhedsorganisation og størrelsen på deres virksomhed. Derudover har disse omkostninger formentlig ikke den store økonomiske byrde for Rockwool kontra, hvad de får ud af dem. Dette taler **for** en fortsat børsnotering. Det vurderes derfor, at omkostningerne knyttet til at være børsnoteret har størst betydning for mindre virksomheder, hvor det ofte er overholdelse af oplysningsforpligtelserne, der gør, at de lader sig afnotere eller bliver tvunget til det af Nasdaq.

Såfremt en virksomhed er børsnoteret har de en let og billig adgang til ny kapital, hvilket taler **for** en fortsat børsnotering. På trods af at Rockwool ikke har benyttet muligheden for aktieudvidelse de seneste 19 år, vurderes det, at trygheden i at have den lette adgang til kapital er værdifuld. Dette taler igen **for** en fortsat børsnotering. Den øget opmærksomhed fra offentligheden, som medfølger når man er børsnoteret, taler **for** en fortsat børsnotering. Børsens nye regler for afnotering kan bevirke, at det i fremtiden bliver sværere at blive afnoteret. Dette kan være årsag til, at vi i fremtiden kommer til at se færre børsnoteringer. Det stigende antal af afnoteringer de seneste par år, er ofte forårsaget af

opkøb eller, at virksomhederne ikke kunne leve op til oplysningsforpligtelserne. Der er altså intet i det øget antal af afnoteringer, som taler imod en fortsat børsnotering af Rockwool.

Rockwools performance, samt påvirkning på denne såfremt de afnoteres

Rockwools præstation i analyseperioden må alt andet lige anses for værende tilfredsstillende set ud fra deres WACC. Den tilfredsstillende præstation er bl.a. forårsaget af, at Rockwool er blevet bedre til at skabe et driftsoverskud per omsat krone. På baggrund af analysen af Molslinjens præstation før og efter deres afnotering, kan det konkluderes, at Rockwools gode præstation kan påvirkes negativt, såfremt de afnoteres. Dette taler **for** en fortsat børsnotering. Sandsynligheden for at dette sker, vurderes dog at være relativ lille, da der er tale om to forskellige virksomheder. Dog vurderes det, at sandsynligheden for at det sker, alligevel er til stede. Ved en afnotering, vil Rockwool formentlig få en dårligere kreditvurdering, herunder stiger lånerenten (som også skete for Molslinjen). Dette taler **for** en fortsat børsnotering.

Værdiansættelse af Rockwool

Ud fra værdiansættelsen, havde Rockwool en værdi på 2.156kr. op imod en aktiekurs på 1.750 kr. Dette betyder, at Rockwools B-aktie på skæringsdatoen er undervurderet. Ser man isoleret set på værdiansættelsen, taler dette **imod** en fortsat notering, da markedet har værdiansat Rockwool for lavt. Da Rockwools estimerede værdi ligger væsentligt over den aktuelle aktiekurs, vurderes det, at Rockwool kan være attraktivt for en investor, som kan komme med et overtagelsestilbud, og herefter evt. blive afnoteret. Dette taler **for** en fortsat børsnotering, såfremt det er fordelagtigt for Rockwool at blive opkøbt. Man bør ikke kun ligge markedskursen til grund ved en værdiansættelse, men også inddrage en værdiansættelsesmodel. Dette betyder, at Rockwool som sådan ikke har brug for at kende markedskursen på deres aktier, hvilket taler **imod** en fortsat børsnotering, da de i stedet kan foretage en værdiansættelse af deres virksomhed. Dog kan aktiekursen være et en hurtig måde at se, hvilken niveau virksomheden har her og nu, hvilket taler **for** en fortsat børsnotering.

Det synes overodnet set, at der er overvejende forhold, der taler for en fortsat børsnotering på Nasdaq Copenhagen kontra forhold, der taler imod. Det er de ”bløde” forhold, som er svære at opgøre i krone og øre, der bevirker, at virksomheder som Rockwool fortsat er børsnoteret. Det er især trygheden i let at kunne skaffe kapital og PR-værdien, der gør, at virksomheder, på trods af den nævnte tese, fortsat er børsnoteret. En eventuel fremtidig afnotering vurderes at komme på tale, såfremt der kommer et overtagelsestilbud fra en investor. Ydermere afvises tesen, som problemformuleringen tager udgangspunkt i, da omkostningerne knyttet til det at være børsnoteret, ikke har den store betydning for en virksomhed som Rockwool.

11.0 Perspektivering

Som der blev påpeget tidligere i specialet, har der de seneste år været flere afnoteringer end børsnoteringer på Nasdaq Copenhagen. I interviewet med Sumit Sudan jf. bilag 20 nævnes der, at det danske børsmarked er ”tørt”, og at investorkulturen på den danske børs er præget af store institutionelle investorer, som ofte kun har interesse i at investere i virksomheder med en høj markedsværdi. Christian Lindholm fra Danske Bank nævner, at det der er med til at gøre et børsmarked interessant for investorer er, at der ofte kommer nye børsintroduktioner, og dermed skabes der et dynamisk marked (Elstrup, M., 2020). Det ser umiddelbart ikke ud til, at der i det første halve år af 2020 kommer nye børsintroduktioner, og med Corona-krisens indtræden, er det slet ikke sikkert, at vi ser nye børsintroduktioner i 2020, hvorfor den kedelige trend på den danske børs formentlig vil fortsætte ind i 2021. Hvis der sjældent kommer nye børsintroduktioner i Danmark, kan dette betyde, at de store institutionelle investorer begynder at fokusere på andre lande end Danmark, som har et mere dynamisk børsmarked (Elstrup, M., 2020). Derfor kunne det være interessant at undersøge om det kan være fordelagtigt for Rockwool at blive afnoteret på Nasdaq Copenhagen for i stedet f.eks. at blive noteret på Nasdaq i Stockholm. Ifølge interviewet med Henrik Kurtmann jf. bilag 21 ser man i Sverige årligt mange nye børsintroduktioner, hvilket er med til at skabe en dynamisk børs. Investorkulturen i Sverige er præget af, at private i højere grad også investerer sammenlignet med Danmark. Årsagen til dette er bl.a., at man i Sverige har en bedre skattestruktur, der er med til at absorbere noget risiko for de private investorer jf. bilag 20 og 21.

Det er muligt jf. Børsens Udstederregler pkt. 2.9 at blive slettet fra handel på Nasdaq Copenhagen såfremt man ønsker at blive optaget på et tilsvarende marked. Det formodes, at Nasdaq Stockholm svarer til et tilsvarende marked, selvom det jf. samme punkt i udstederreglerne er op til Børsen at vurdere dette.

De nye afnoteringsregler vil formentlig føre til, at vi i fremtiden vil have den samme kedelige tendens i Danmark med få eller ingen nye børsnoteringer, da det er blevet sværere at blive afnoteret igen jf. bilag 21. Konklusionen på specialet var, at der er overvejende forhold, som taler for en fortsat børsnotering, hvorfor det kan være relevant at undersøge, om det kan være fordelagtigt for Rockwool at blive børsnoteret på en anden børs, såfremt det danske børsmarked fortsætter med at være ”tørt”.

12.0 Litteraturliste

12.1 Artikler

Berlingske. (2017, december 27): *"2017 blev endnu et år med flere afgangende end ankomster på fondsbørsen"*. Berlingske.

- URL: <https://www.berlingske.dk/aktier/2017-blev-endnu-et-aar-med-flere-afgange-end-ankomster-paa-fondsboersen> (Besøgt den 15/3 2020)

Berlingske. (2006, oktober 15): *"Rockwool-historien"*. Berlingske.

- URL: <https://www.berlingske.dk/business/rockwool-historien> (Besøgt den 21/1 2020)

Elstrup, M. (2020, marts 2): *"Danmark nærmer sig to års børstørke: 'Vi er sent i en cyklus, og investorerne er lidt mere kritiske end for to år siden' "*. Børsen.

- URL: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/danmark-naermer-sig-to-aars-borstorke> (Besøgt den 9/5 2020)

FinansWatch. (2016, december 30): *"Fondsbørsen sagde farvel til 10 selskaber i 2016"*.

FinansWatch.

- URL: <https://finanswatch.dk/Finansnyt/article9259444.ece> (Besøgt den 15/3 2020)

Fisher, K. (2017, august 17): *"Debat: Euro-skepsissen er på tilbagetog"*. Børsen.

- URL: <https://borsen-dk.esc-web.lib.cbs.dk:8443/nyheder/opinion/debat-euro-skepsissen-er-paa-tilbagetog-59i7j> (Besøgt den 27/1 2020)

Jensen, K. (2020, januar 14): *"Danske CO2-giganter øger udslip, men slipper for at betale klima-afgifter"*. DR Nyheder.

- URL: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/danske-co2-giganter-oeger-udslip-men-slipper-betale-klima-afgifter> (Besøgt den 27/1 2020)

Jyllands-Posten. (2019, december 6): *"Overblik: Her er hovedpunkterne i klimaloven"*. Jyllands-Posten.

- URL: <https://jyllands-posten.dk/politik/ECE11807970/overblik-her-er-hovedpunkterne-i-klimaloven/> (Besøgt den 27/2 2020)

Larsen, J. (2018, juni 13): *"Her er DK's mest værdifulde brands"*. Markedsforing.dk.

- URL: <https://markedsforing.dk/artikler/marketing/her-er-dks-mest-v-rdifulde-brands> (Besøgt den 6/1 2020)

Meyer, I. (2015, april 4): *"Flere danskere går op i miljøpolitik"*. Berlingske.

- URL: <https://www.berlingske.dk/samfund/flere-danskere-gaar-op-i-miljoepolitik> (Besøgt den 21/1 2020)

Ritzau Finans. (2018, november 23): *"Aktieåbning: Investorerne skynder sig ud af Rockwool-aktien"*. Børsen.

- URL: <https://penge.borsen.dk/nyheder/penge/aktieaabning-investorerne-skynder-sig-ud-af-rockwool-aktien-35y4c> (Besøgt den 22/1 2020)

Ritzau Finans. (2017, december 27): *"2016 blev endnu et år med flere afgangende end ankomster på fondsbørsen"*. Berlingske.

- URL: <https://www.berlingske.dk/aktier/2017-blev-endnu-et-aar-med-flere-afgange-end-ankomster-paa-fondsboersen> (Besøgt den 22/1 2020)

12.2 Bøger

Andersen, I. (2013): *"Den skinbarlige virkelighed"*. 5. udgave. Samfundslitteratur.

Brinkmann, S. m.fl. (2010): *"Kvalitative metoder. En grundbog"*. 1. udgave. Hans Reitzels Forlag.

Gianelli, K. m.fl. (2016): *"Køb og salg af virksomheder"*. 1. udgave. Karnov Group.

Ingemann, J. m.fl. (2018): *"Kvalitative undersøgelser i praksis"*. 1. udgave. Samfundslitteratur.

Justesen, L. m.fl. (2010): *"Kvalitative metoder i organisations- og ledelsesstudier"*. 1. udgave. Samfundslitteratur.

Moalem, D. m.fl. (2018): *"Kapitalmarkedsløven med kommentarer"*. 1. udgave. Gjellerup/Gads Forlag.

Nørbjeg, S. m.fl. (2009): *"Salgsmodning med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden"*. Foreningen af Statsautoriserede Revisorer.

Petersen, C. m.fl. (2016): *"Regnskabsanalyse for beslutningstagere"*. 1. udgave. Karnov Group.

Petersen, C. m.fl. (2017): *"Financial statement analysis – valuation – Credit analysis – Performance Evaluation"*. Fagbokforlaget.

Rendtoff, J. Dahl (2007): "*Case studier*" i Fuglsang, Hagedorn-Rasmussen, Bitch Olsen (red.): "*Teknikker i samfundsvidenskaberne*". Roskilde Universitet. S. 443-459.

Schaumburg-Müller, P. m.fl. (2019): "*Børs- og kapitalmarkedsret*". 6. udgave. Djøf Forlag.

Sørensen, O. (2017): "*Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*". 5. udgave. Gjellerup.

Tvarnø, C. m.fl. (2014): "*Retskilder & Retsteorier*". 4. udgave. Jurist- og Økonomforbundets Forlag.

12.3 Hjemmesider

BygTek: *"Flere ser potentialet i mere energieffektiv isolering"*.

- URL: <https://bygtek.dk/artikel/isolering/flere-ser-potentialet-i-mere-energieffektiv-isolering> (Besøgt den 28/1 2020)

Dagens Byggeri: *"Byggematerialebranchen afventer afmatning"*.

- URL: <http://www.dagensbyggeri.dk/artikel/107541-byggematerialebranchen-afventer-afmatning> (Besøgt den 27/1 2020)

Dansk Aktionærforening: *"Dansk Aktionærforening kritiserer afnotering af Mols-Linien"*

- URL: <https://www.shareholders.dk/pressemeddelelse/102142/dansk-aktionaerforening-kritiserer-afnotering-af-mols-linien> (Besøgt den 27/3 2020)

Danmarks Nationalbank: *"Hvordan har Danmark klaret sig siden Finanskrisen?"*.

- URL: <http://www.nationalbanken.dk/da/vidensbank/tema/Sider/Hvordan-har-Danmark-klaret-sig-siden-finanskrisen.aspx> (Besøgt den 27/1 2020)

Deloitte: *"Sumit Sudan"*.

- URL: <https://www2.deloitte.com/dk/da/profiles/ssudan.html> (Besøgt den 28/2 2020)

Den Europæiske Union: *"Handel"*.

- URL: https://europa.eu/european-union/topics/trade_da (Besøgt den 27/1 2020)

Euroinvestor: *"Rockwool: Går enegang – holder CEO-lønnen hemmelig"*.

- URL: <https://www.euroinvestor.dk/nyheder/rockwool-gaar-enegang-holder-ceo-loennen-hemmelig> (Besøgt den 28/2 2020)

FSR – danske revisorer: ”*Stor forskel på hvordan brancherne har klaret sig siden finanskrisen*”.

- URL: <https://m.fsr.dk/Nyheder%20og%20presse/Nyheder/2018-nyheder/Brancherne%2010%20aar%20efter%20finanskrise> (Besøgt den 21/1 2020)

JUC: ”*Henrik Kurtmann*”.

- URL: <https://juc.dk/undervisere/teachers-danmark/henrik-kurtmann.aspx> (Besøgt den 12/3 2020)

Nasdaq: ”*Rock A, Rockwool Int. A, (DK0010219070)*”.

- URL: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=CSE3454> (Besøgt den 19/3 2020)

Nasdaq: ”*Rock B, Rockwool Int. B, (DK0010219153)*”.

- URL: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=CSE3456> (Besøgt den 27/1 2020)

Nasdaq: ”*Shares*”.

- URL: <http://www.nasdaqomxnordic.com/learn/shares?languageId=5> (Besøgt den 21/1 2020)

Rockwool: ”*Ansvarlig produktion*”.

- URL: <https://www.rockwool.dk/vaerd-at-vide/baeredygtighed/miljofordele-ved-rockwool-isolering/ansvarlig-produktion/> (Besøgt den 28/1 2020)

Rockwool: ”*Om ROCKWOOL koncernen*”.

- URL: <https://www.rockwool.dk/om-os/> (Besøgt den 21/1 2020)

Rockwool: *"Om Synergi"*.

- URL: <https://www.rockwool.dk/om-os/synergi/> (Besøgt den 21/1 2020)

Rockwool, Fondsbørsmeddelelse: *"Indberetning af ledende medarbejders og disses nærtstående transaktioner med ROCKWOOL International A/S aktier"*. Meddelelse den 30. december 2019.

- URL: <https://www.rockwoolgroup.com/investors/fondsborsmeddelelser/> (Besøgt den 25/2 2020)

Rockwool, Fondsbørsmeddelelse: *"ROCKWOOL koncernen opjusterer forventningen til indtjeningen for 2018"*. Meddelelse den 30. april 2018.

- URL: <https://www.rockwoolgroup.com/investors/fondsborsmeddelelser/> (Besøgt den 22/1 2020)

Plesner: *"Nasdaq Copenhagen offentliggør nye regler for afnotering af aktier"*.

- URL: https://www.plesner.com/insights/artikler/2020/01/nasdaq-copenhagen-offentliggoer-nye-regler-for-afnotering-af-aktier?sc_lang=da-DK (Besøgt den 29/2 2020)

PwC: *"Henrik Kurtmann"*.

- URL: <https://www.pwc.dk/da/contacts/h/henrik-kurtmann.html> (Besøgt den 12/3 2020)

PwC: *"Prisfastsættelsen på aktiemarkedet"*.

- URL: <https://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf> (Besøgt den 15/3 2020)

PwC: *"Working capital management"*.

- URL: <https://www.pwc.dk/da/services/deals/working-capital-management.html> (Besøgt den 2/2 2020)

SKAT, a.: *"EU-lande"*.

- URL: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=130199> (Besøgt den 27/1 2020)

SKAT, b.: *"4.1.2.3. Markedsrisikopræmie"*.

- URL: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813219> (Besøgt den 15/3 2020)

SKAT, c.: *"4.1.2.8 Kapitalstruktur"*.

- URL: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813226&chk=216301> (Besøgt den 15/2 2020)

SKAT, d.: *"4.1.12 Vækst i terminalperioden"*.

- URL: <https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813213> (Besøgt den 19/3 2020)

Slots- og Kulturstyrelsen: *"Rockwool"*.

- URL: <https://slks.dk/omraader/kulturarv/bevaringsvaerdige-bygninger-og-miljoeer/bevaringstemaer/industrikultur/industrihistoriens-danmarkskort/rockwool/> (Besøgt den 21/1 2020)

Udenrigsministeriet: *"Brexit"*.

- URL: <https://um.dk/da/udenrigspolitik/brexit/> (Besøgt den 27/1 2020)

Videnscenter for Cirkulær Økonomi: *"Isolering – Hvordan kan isoleringsmaterialer være en del af den cirkulære økonomi?"*.

- URL: <http://vcø.dk/material/isolering/> (Besøgt den 28/1 2020)

12.4 Vejledninger

Erhvervsstyrelsen: "*Vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport*", gældende fra november 2019, version 1.0

12.5 Videnskabelige artikler

Barney, J. (1991): "*Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*". Journal of Management. Vol. 17, No. 1, p. 99-120.

Bechman, K. m.fl. (2016): "*Børsnoteret – hvad er egentlig fordele og ulemper?*". Finans/Invest, No. 5, 2016, p. 19-21.

13.0 Bilag

13.1 Bilagsoversigt

Bilag 1 – vækst realt i BNP, 2008-2018 for EU-28, Euroområdet, Kina (inkl. Hongkong), Japan og USA

Bilag 2 – Indeksering af udviklingen i Rockwools omsætning og BNP i DK

Bilag 3 – FSR's analyse af 10 år efter Finanskrisen – overskud vs. underskud fordelt på brancher

Bilag 4 – Rockwools passiver og egenkapital per 31/12 2018

Bilag 5 – Danmarks 10 stærkeste brands i 2018

Bilag 6 – de største producenter af isolering på det europæiske marked

Bilag 7 – Hvilken form for isolering producerer de største producenter i Europa

Bilag 8 – VRIO (VRIN) Framework

Bilag 9 – Rockwools kundetilfredshed på diverse internetsider

Bilag 10 – Storaktionærmeddelelse fra Fru Birte Svare Kähler

Bilag 11 – Storaktionærmeddelelse fra Hr. Tom Kähler

Bilag 12 – Reformulering af Rockwools resultatopgørelser

Bilag 13 – Reformulering af Rockwools balancer

Bilag 14 – Uddrag af Rockwools financial statements 2019

Bilag 15 - Uddrag af Rockwools financial statements 2018

Bilag 16 – Uddrag af Rockwools financial statements 2017

Bilag 17 – Uddrag af Rockwools financial statements 2016

Bilag 18 – Uddrag af Rockwools financial statements 2015

Bilag 19 – Interviewguide til interview med Sumit Sudan og Henrik Kurtmann

Bilag 20 – Interview med Sumit Sudan

Bilag 21 – Interview med Henrik Kurtmann

Bilag 22 – Uddrag af Molslinjens financial statements fra 2013-2018

Bilag 23 – Molslinjens reformulerede resultatopgørelser og balancer fra år 2013-2018

Bilag 24 – Molslinjens nøgletal

Bilag 25 – Rockwools nøgletal

Bilag 26 – Forkortelser

Bilag 27 – Risiko fri rente (Renten på en 10-årig statsobligation)

Bilag 28 – Rockwools på B-aktien beta på egenkapitalen

Bilag 29 – Rockwools kurs på B-aktien den 6. februar 2020 (skæringsdatoen)

Bilag 30 – Kreditvurdering af Saint Gobain

Bilag 31 – Fremgangsmåde til udarbejdelse af proforma-opgørelser

Bilag 32 – Danmarks BNP 2019

Bilag 33 – Rockwools proforma-opgørelser

Bilag 34 – Værdiansættelsesmodeller

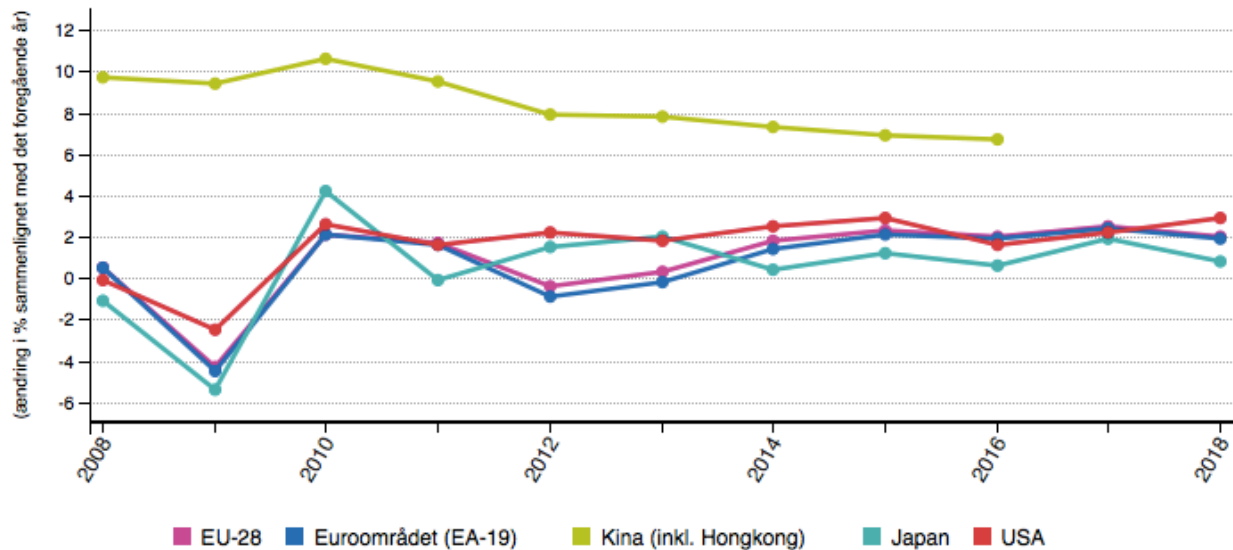
Bilag 35 – Markedets risikopræmie

Bilag 36 – Værdiansættelse af Rockwool ud fra DCF-modellen

Bilag 37 – Kursen på Rockwools B-aktie i analyseperioden

13.2 Anvendte bilag

Bilag 1 – vækst realt i BNP, 2008-2018 for EU-28, Euroområdet, Kina (inkl. Hongkong), Japan og USA



Kilde: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=National_accounts_and_GDP/da (Besøgt den 27/1 2020)

Bilag 2 – Indeksering af udviklingen i Rockwools omsætning og BNP i DK

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rockwool omsætning i mio. DKK	11.813	13.838	14.768	15.015	16.255	16.560	16.515	17.805	20.032	20.705
Realvækst i % for BNP i DK	1,9	1,3	0,2	0,9	1,6	2,3	3,2	2	2,4	3,2
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Indeksering af omsætningen	100	117	125	127	138	140	140	151	170	175
Indeksering af BNP	100	68	11	47	84	121	168	105	126	168

Kilde: Rockwools årsrapporter for 2014 og 2019 samt <https://www.statistikbanken.dk/nkn1> (Besøgt den 27/2 2020).

I Rockwools årsrapporter er tallene opgivet i mio. EUR, hvorfor disse er ganget med 7,5 for at få beløbet i danske kroner.

Følgende formel er brugt til at indeksere tallene:

$$Indekstal_{\text{år } x} = \frac{værdi_{\text{år } x}}{værdi_{\text{basisår}}}$$

Bilag 3 – FSR's analyse af 10 år efter Finanskrisen – overskud vs. underskud fordelt på brancher

Tabel 1

Udvikling i brancher: Andelen af selskaber med underskud (pct.) og rangering fra højeste til laveste andel af selskaber med underskud

	April 2010	Juli 2018	Rangering april 2010	Rangering juli 2018
Landbrug, jagt, skovbrug og fiskeri	57,3	37,4	1	5
Fremstillingsvirksomhed	42,2	32,5	10	9
Bygge- og anlægsvirksomhed	40,8	30,4	12	11
Engroshandel og detailhandel	45,3	35,3	6	6
Transport og godshåndtering	42,0	31,6	11	10
Overnatningsfaciliteter og restaurationsvirksomhed	55,2	45,3	2	1
Information og kommunikation	43,8	38,2	8	4
Fast ejendom	50,7	26,3	4	12
Liberale, videnskabelige og tekniske tjenesteydelser	43,5	32,6	9	8
Administrative tjenesteydelser og hjælpetjenester	45,0	33,9	7	7
Kultur, forlystelser og sport	54,0	41,9	3	2
Andre serviceydelser	48,6	39,3	5	3
Alle brancher	47,4	32,0		

Kilde: Experian & FSR – danske revisorer, juli 2018

Kilde: <https://m.fsr.dk/Nyheder%20og%20presse/Nyheder/2018-nyheder/Brancherne%2010%20aar%20efter%20finanskrisen> (Besøgt den 27/1 2020)

Bilag 4 – Rockwools passiver og egenkapital per 31/12 2018

Balance sheet – Equity and liabilities

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent company	
		2018	2017	2018	2017
Share capital	4.5, 4.6	29	29	29	29
Foreign currency translation		-157	-135	-2	2
Proposed dividend		88	71	88	71
Reserve for development costs		-	-	25	18
Retained earnings		1,912	1,711	1,522	1,114
Hedging		1	1	-	-
Equity attributable to shareholders in the parent company		1,873	1,677	1,662	1,234
Non-controlling interests		4	7	-	-
Total equity		1,877	1,684	1,662	1,234
Deferred tax liabilities	5.3	51	51	6	4
Pension obligations	2.6	53	53	-	-
Provisions for other liabilities and charges	2.7	15	17	2	4
Bank loans and other loans	4.2, 4.4	2	1	-	-
Non-current liabilities		121	122	8	8
Short-term portion of bank loans and other loans	4.2, 4.4	3	1	-	-
Bank debt	4.2, 4.3, 4.4	6	2	-	-
Trade payables	4.2, 4.4	209	171	19	10
Payables to subsidiaries and associated companies	4.2, 4.4, 5.6	-	-	430	372
Provisions for other liabilities and charges	2.7	7	9	-	-
Income tax payable	5.2	34	24	-	-
Other payables	4.2, 4.4	174	151	27	17
Current liabilities		433	358	476	399
Total liabilities		554	480	484	407
Total equity and liabilities		2,431	2,164	2,146	1,641

Bilag 5 – Danmarks 10 stærkeste brands i 2018

Her er Danmarks stærkeste brands

En anden tilgang er som nævnt at måle styrken af det enkelte brand, hvilket Brand Finance gør under sin BSI score.

Med denne tilgang ser man på, hvordan brandet præsterer uden eksterne forhold, såsom markedstrends m.m.

Med andre ord er der tale om et tal, der i høj grad påvirkes af marketing og brand management. I dette tal ligger målepunkter som marketing investment, brand equity og disses påvirkning af virksomhedens resultater.

Her ser top 10 listen noget anderledes ud:

1. LEGO
2. Pandora
3. Yousee
4. Rockwool
5. Danske Bank
6. Matas
7. TDC
8. Danfoss
9. CHR Hansen
10. Novo Nordisk

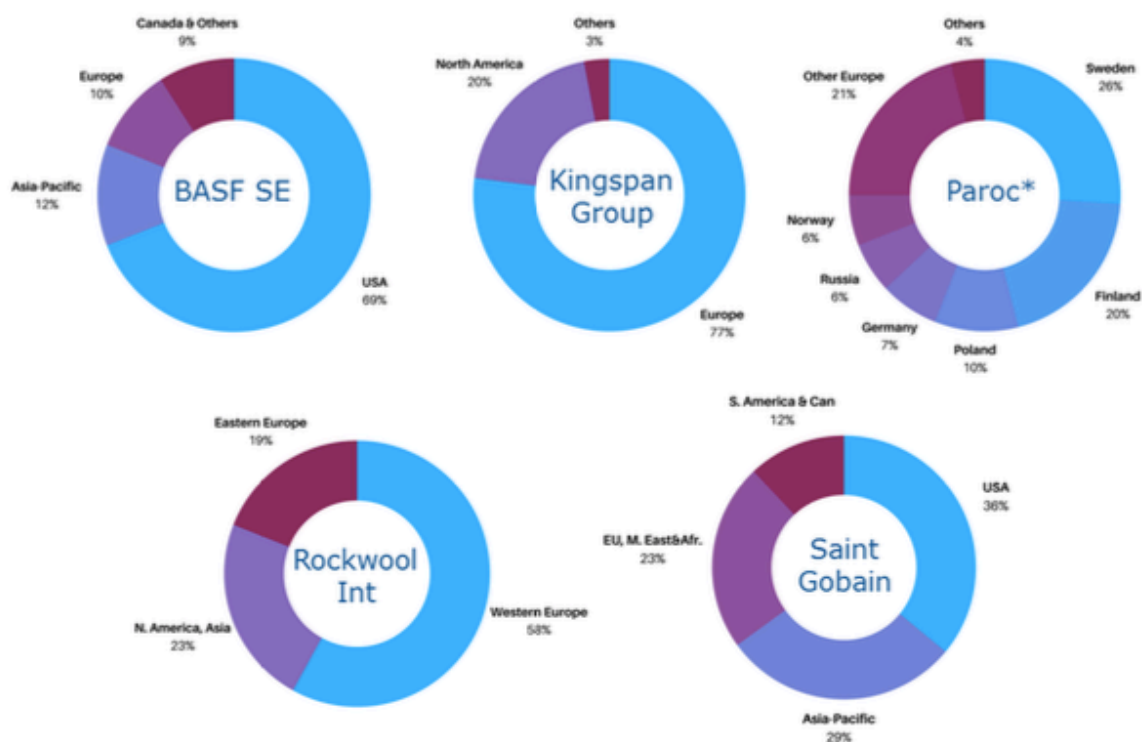
LEGO står stadig stærkt, men det danske superbrand er internationalt blevet overhalet af bl.a. Disney som verdens stærkeste brand. Klodskæmpen er globalt set gået fra en 1. plads til en 6. plads.

Kilde: <https://markedsforing.dk/artikler/marketing/her-er-dks-mest-v-rdifulde-brands> (Besøgt den 6/1 2020)

Bilag 6 – de største producenter af isolering på det europæiske marked

The major European companies producing insulation materials are well represented on the international market as shown from their revenue mix broken down by geographical region (Figure 11).

Figure 11. Regional revenue mix in 2015 of some European companies of thermal insulation materials



Source: JRC representation with data from Visiongain, 2017.

Kilde: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC108692/kj1a28816enn.pdf>

(Besøgt den 28/1 2020)

Bilag 7 – Hvilken form for isolering producerer de største producenter i Europa

Table 1. Major European manufacturers of building insulation materials

	Glass wool	Stone wool	EPS	XPS	PIR/PUR
BASF SE (DE)			✓	✓	✓
Kingspan Group (IE)			✓	✓	✓
Knauf Insulation (DE)	✓	✓	✓	✓	
Synthos S.A. (PL)			✓	✓	
Rockwool Int. (DK)		✓			
Saint Gobain (FR)	✓	✓	✓	✓	✓

Source: JRC compilation with information mainly from Visiongain, 2017.

The top 10 global companies producing thermal insulation products are: BASF SE (Germany), Beijing New Building Material (Group) Co. Ltd. (China), GAF (USA), Johns Manville (USA), Kingspan Group (Ireland), Knauf Insulation (Germany), Owens Corning Corporation (USA), Rockwool International (Denmark), Saint Gobain (France) and Synthos S.A. (Poland). **Six out of the 10 major manufacturers of building insulation materials are European companies.** These key EU companies provide together a complete range of insulation materials for buildings applications and are major producers of one or two of them (Table 1). For example, Rockwool group produces only mineral wool, but is the world leader of stone wool insulation products.

Kilde: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC108692/kj1a28816enn.pdf>

(Besøgt den 28/1 2020)

Bilag 8 – VRIO (VRIN) Framework

Der er ikke stor forskel på en VRIO og VRIN analyse, hvorfor der tages udgangspunkt i VRIO framework til vurdering af hvilken grad af vedvarende konkurrencemæssig fordel en ressource har.

V VALUABLE	R RARE	I INIMITABLE	O ORGANIZED	
NO				COMPETITIVE DISADVANTAGE
YES	NO			COMPETITIVE PARITY
YES	YES	NO		TEMPORARY COMPETITIVE ADVANTAGE
YES	YES	YES	NO	UNUSED COMPETITIVE ADVANTAGE
YES	YES	YES	YES	SUSTAINABLE COMPETITIVE ADVANTAGE

Kilde: <https://www.business-to-you.com/vrio-from-firm-resources-to-competitive-advantage/>

(Besøgt den 29/1 2020)

Bilag 9 – Rockwools kundetilfredshed på diverse internetsider

byggefirmitilbud.dk › rockwool ▼

Rockwool » Få gratis og uforpligtende tilbud

★★★★★ Bedømmelse: 4,8 - 5 anmeldelser

Leder du efter hjælp til isolering med **Rockwool** i Jylland? ... en række gavnlige muligheder for at få indtryk af **Rockwool** internet webshoppens **kundetilfredshed**.

Kilde: <https://byggefirmitilbud.dk/rockwool/> (Besøgt den 2/2 2020)

Bilag 10 – Storaktionærmeddelelse fra Fru Birte Svare Kähler

Major shareholder announcement from Ms. Birte Svare Kähler

Company announcement
for ROCKWOOL International A/S
Release no. 10 – 2019
to Nasdaq Copenhagen

2 October 2019

Major shareholder announcement from Ms. Birte Svare Kähler

Pursuant to section 38 of the Danish Capital Markets Act, ROCKWOOL International A/S has been informed that Ms. Birte Svare Kähler no longer holds more than 5% of the share capital or the voting rights in ROCKWOOL International A/S.

Further information:

Per Palludan
Group General Counsel
ROCKWOOL International A/S
+45 46 56 03 00

Attachment

- [SE-2019-10_EN](#)

Attachments

[se-2019-10-en.pdf](#)

<https://www.rockwoolgroup.com/investors/stock-exchange-announcements/> (Besøgt den 25/2
2020)

Bilag 11 – Storaktionærmeddelelse fra Hr. Tom Kähler

Major shareholder announcement from Mr. Tom Kähler

Company announcement
for ROCKWOOL International A/S
Release no. 8 – 2019
to Nasdaq Copenhagen

1 October 2019

Major shareholder announcement from Mr. Tom Kähler

Pursuant to section 38 of the Danish Capital Markets Act, ROCKWOOL International A/S has been informed that Mr. Tom Kähler, after gift transfer to his children, no longer holds more than 5% of the voting rights in ROCKWOOL International A/S.

Further information:

Per Palludan
Group General Counsel
ROCKWOOL International A/S
+45 46 56 03 00

Attachment

- [SE-2019-08_EN](#)

Attachments

[se-2019-08-en.pdf](#)

<https://www.rockwoolgroup.com/investors/stock-exchange-announcements/> (Besøgt den 25/2

2020)

Bilag 12 – Reformulering af Rockwools resultatopgørelser

REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSE					
Skattesats	23,50%	22%	22%	22%	22%
EURm	2015	2016	2017	2018	2019
Nettoomsætning	2.208	2.202	2.374	2.671	2.757
Produktionsomkostninger	-794	-737	-816	-909	-929
Bruttoresultat	1.414	1.465	1.558	1.762	1.828
Distributionsomkostninger	-308	-310	-330	-385	-381
Personaleomkostninger	-558	-553	-585	-649	-697
Royalities (indtægt)	12	9	9	10	0
Renter til leasing	0	0	0	0	-2
Indtægter fra ass. virksomheder	2	2	29	1	0
Andre eksterne omkostninger	-238	-225	-235	-232	-218
Resultat af primær drift før skat (EBITDA)	324	387	445	507	530
Af- og nedskrivninger	-187	-160	-160	-166	-176
Resultat af primær drift før skat (EBIT)	137	227	286	341	354
Selskabsskat (rappoteret)	43	58	62	70	82
Skat overført til andre driftsindtægter	0	-1	0	0	-4
Skattebesparelse på skat af finansielt resultat	1	1	2	2	1
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	93	169	222	270	275
Andre driftsindtægter	0	4	0	1	16
Skat på andre driftsindtægter	0	-1	0	0	-4
Resultat af andre driftsindtægter efter skat	0	3	0	1	12
Resultat før finansielle poster	94	172	222	270	287
Finansielle indtægter	21	4	4	5	5
Finansielle omkostninger	-24	-10	-15	-12	-8
Nettofinansielt resultat før skat	-4	-7	-11	-7	-3
Skattebesparelse på nettofinansielt resultat	1	1	2	2	1
Nettofinansielt resultat efter skat	-3	-5	-9	-5	-2
Årets resultat	91	166	214	265	285
Anden totalindkomst	9	24	-20	-20	44
Totalindkomst i alt	100	191	193	245	329
Effektiv skattesats	32%	25%	24%	21%	22%

Reformuleringerne er sket med udgangspunkt i Rockwools officielle årsrapporter fra 2015-2019.

Bilag 13 – Reformulering af Rockwools balancer

REFORMULERING AF BALANCE					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019
Driftsaktiver					
Immaterielle aktiver	140	149	183	189	192
Materielle aktiver	1.193	1.157	1.154	1.227	1.558
Varebeholdning	168	176	198	238	236
Tilgodehavender fra salg	226	238	257	274	275
Andre tilgodehavender	40	33	36	42	54
Tilgodehavender fra ass. virksomheder	2	1	0	0	0
Kontanter	88	120	245	386	275
Tilgodehavende skat	23	4	10	5	14
Kapitalandele i ass. virksomheder	50	50	5	5	6
Udskudt skatteaktiv	61	49	39	46	54
Driftsaktiver i alt	1.990	1.979	2.127	2.412	2.664
Driftsforpligtelser					
Skyldig skat	27	24	24	34	29
Udskudt skatteforpligtelse	48	45	51	51	43
Leasingforpligtelser, kortsigtet	0	0	0	0	18
Leasingforpligtelser, langsigtet	0	0	0	0	34
Hensættelse til medarbejdere	9	8	15	11	12
Leverandørgæld	149	163	171	209	196
Driftsforpligtelser i alt	233	239	261	305	332
Netto driftsaktiver i alt (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332
Egenkapital	1.367	1.536	1.685	1.877	2.118
Finansielle forpligtelser					
Pensionsforpligtelser	54	68	53	53	62
Hensættelse til retssag	5	4	6	4	4
Anden hensættelse	19	16	6	7	10
Banklån, kortfristet	176	3	3	9	7
Anden gæld	147	132	151	174	157
Banklån, langfristet	4	2	1	2	4
Finansielle forpligtelser i alt	405	224	219	249	244
Finansielle aktiver					
Langfristede depositum og tilgodehavender	4	3	2	1	15
Forudbetalinger	11	17	18	18	15
Værdipapirer	0	0	17	0	0
Finansielle aktiver i alt	14	20	37	19	30
Samlet finansiering (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332

Tjek					
Aktiver i alt	2.005	1.999	2.164	2.431	2.694
Passiver i alt	2.005	1.999	2.164	2.431	2.694
Afvigelse	0	0	0	0	0

Reformuleringerne er sket med udgangspunkt i Rockwools officielle årsrapporter fra 2015-2019.

Bilag 14 – Uddrag af Rockwools financial statements 2019

Income statement

1 January – 31 December

EURm	Note	2019	2018
Net sales	1.1	2,757	2,671
Other operating income	1.2	16	11
Operating income		2,773	2,682
Raw material costs and production material costs		929	909
Delivery costs and indirect costs		381	385
Other external costs		218	232
Personnel costs	1.3	697	649
Operating costs		2,225	2,175
EBITDA		548	507
Depreciation, amortisation and write-downs	2.4, 2.5	176	166
EBIT		372	341
Income from investments in associated companies		0	1
Financial income	4.1	5	5
Financial expenses	4.1	10	12
Profit before tax		367	335
Tax on profit for the year	5.1	82	70
Profit for the year		285	265
Attributable to:			
Non-controlling interests		0	0
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		285	265
		285	265
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3)	4.6	13.01	12.14
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3), diluted	4.6	12.98	12.09

Statement of comprehensive income

1 January – 31 December

EURm	Note	2019	2018
Profit for the year		285	265
Items that will not be reclassified to the income statement:			
Actuarial gains and losses of pension obligations	2.6	-10	1
Tax on other comprehensive income		3	1
Items that may be subsequently reclassified to the income statement:			
Exchange rate adjustments of foreign subsidiaries		53	-22
Hedging instruments, value adjustments		-3	0
Tax on other comprehensive income		1	-0
Total other comprehensive income		44	-20
Comprehensive income for the year		329	245
Attributable to:			
Non-controlling interests		0	0
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		329	245
		329	245

Balance sheet – Assets

As at 31 December

EURm	Note	2019	2018
Goodwill		97	95
Software		13	13
Customer relationships		43	49
Other intangible assets		21	19
Intangible assets under construction		18	13
Total intangible assets	2.1	192	189
Buildings and sites		643	608
Plant and machinery		444	444
Other operating equipment		20	15
Prepayments and tangible assets under construction		399	160
Total tangible assets	2.2	1,506	1,227
Right-of-use assets	2.3	52	-
Shares in associated companies		6	5
Long-term deposits and receivables		15	1
Deferred tax assets	5.3	54	46
Total financial assets		75	52
Non-current assets		1,825	1,468
Inventories	3.1	236	238
Trade receivables	3.2, 4.2	275	274
Other receivables	4.2	54	42
Prepayments		15	18
Income tax receivable	5.2	14	5
Cash	4.2, 4.3	275	386
Current assets		669	963
Total assets		2,494	2,431

Balance sheet – Equity and liabilities

As at 31 December

EURm	Note	2019	2018
Share capital	4.5	29	29
Foreign currency translation		-104	-157
Proposed dividend		94	88
Retained earnings		2,096	1,912
Hedging		-1	1
Equity attributable to shareholders of ROCKWOOL International A/S		2,114	1,873
Non-controlling interests		4	4
Total equity		2,118	1,877
Deferred tax liabilities	5.3	43	51
Pension obligations	2.6	62	53
Lease liabilities	2.3	34	-
Provisions	2.7	17	15
Bank loans and other loans	4.2	4	2
Non-current liabilities		160	121
Short-term portion of bank loans and other loans	4.2	1	3
Bank debt	4.2, 4.3	6	6
Trade payables	4.2	196	209
Lease liabilities	2.3	18	-
Provisions	2.7	9	7
Income tax payable	5.2	29	34
Other payables	4.2	157	174
Current liabilities		416	433
Total liabilities		576	554
Total equity and liabilities		2,694	2,431

Bilag 15 - Uddrag af Rockwools financial statements 2018

Income statement

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent company	
		2018	2017	2018	2017
Net sales	1.1, 5.7	2,671	2,374	85	44
Other operating income	1.2	11	9	184	154
Operating income		2,682	2,383	269	198
Raw material costs and production material costs		909	816	61	31
Delivery costs and indirect costs		385	330	13	9
Other external costs		232	235	86	72
Personnel costs	1.3	649	585	47	39
Operating costs		2,175	1,966	207	151
EBITDA		507	417	62	47
Depreciation, amortisation and write-downs	2.4, 2.5	166	159	13	12
EBIT		341	258	49	35
Income from investments in subsidiaries	2.3	-	-	445	99
Income from investments in associated companies	2.3, 5.6	1	28	-	3
Financial income	4.1	5	4	5	7
Financial expenses	4.1	12	15	11	19
Profit before tax		335	275	488	125
Tax on profit for the year	5.1	70	61	7	-0
Profit for the year		265	214	481	125
Attributable to:					
Non-controlling interests		0	0		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		265	214		
		265	214		
Proposed dividend per share of DKK 10				DKK 29.9	DKK 24.1
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3)	4.7	12.14	9.81		
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3), diluted	4.7	12.09	9.76		

Statement of comprehensive income

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent company	
		2018	2017	2018	2017
Profit for the year		265	214	481	125
Items that will not be reclassified to the income statement:					
Actuarial gains and losses of pension obligations	2.6	1	12	-	-
Tax on other comprehensive income		1	-0	-	-
Items that may be subsequently reclassified to the income statement:					
Exchange rate adjustments of foreign subsidiaries		-22	-32	-4	-2
Hedging instruments, value adjustments		0	-1	-	-
Tax on other comprehensive income		-0	1	0	2
Total other comprehensive income		-20	-20	-4	-0
Comprehensive income for the year		245	194	477	125
Attributable to:					
Non-controlling interests		0	0		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		245	194		
		245	194		

Balance sheet – Assets

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent company	
		2018	2017	2018	2017
Goodwill	2.1	95	88	-	-
Software	2.1	13	4	13	4
Customer relationships	2.1	49	50	-	-
Other intangible assets	2.1	19	24	20	19
Intangible assets under construction	2.1	13	17	12	17
Total intangible assets		189	183	45	40
Buildings and sites	2.2	608	605	14	15
Plant and machinery	2.2	444	471	-	-
Other operating equipment	2.2	15	23	4	5
Prepayments and tangible assets under construction	2.2	160	55	3	-
Total tangible assets		1,227	1,154	21	20
Shares in subsidiaries	2.3, 5.5	-	-	1,481	1,095
Shares in associated companies	2.3, 5.5	5	5	-	-
Loans to subsidiaries	2.3, 5.5, 5.6	-	-	37	20
Long term deposits and debtors		1	2	-	-
Deferred tax assets	5.3	46	39	-	-
Total financial assets		52	46	1,518	1,115
Non-current assets		1,468	1,383	1,584	1,175
Inventories	3.1	238	198	8	3
Contract assets		-	-	28	5
Trade receivables	3.2	274	257	-	-
Receivables from subsidiaries and associated companies	5.6	-	-	240	297
Other receivables		42	36	19	12
Prepayments		18	18	6	7
Income tax receivable	5.2	5	10	4	5
Listed equity securities	4.2	0	17	-	-
Cash	4.3	386	245	257	137
Current assets		963	781	562	466
Total assets		2,431	2,164	2,146	1,641

Balance sheet – Equity and liabilities

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent company	
		2018	2017	2018	2017
Share capital	4.5, 4.6	29	29	29	29
Foreign currency translation		-157	-135	-2	2
Proposed dividend		88	71	88	71
Reserve for development costs		-	-	25	18
Retained earnings		1,912	1,711	1,522	1,114
Hedging		1	1	-	-
Equity attributable to shareholders in the parent company		1,873	1,677	1,662	1,234
Non-controlling interests		4	7	-	-
Total equity		1,877	1,684	1,662	1,234
Deferred tax liabilities	5.3	51	51	6	4
Pension obligations	2.6	53	53	-	-
Provisions for other liabilities and charges	2.7	15	17	2	4
Bank loans and other loans	4.2, 4.4	2	1	-	-
Non-current liabilities		121	122	8	8
Short-term portion of bank loans and other loans	4.2, 4.4	3	1	-	-
Bank debt	4.2, 4.3, 4.4	6	2	-	-
Trade payables	4.2, 4.4	209	171	19	10
Payables to subsidiaries and associated companies	4.2, 4.4, 5.6	-	-	430	372
Provisions for other liabilities and charges	2.7	7	9	-	-
Income tax payable	5.2	34	24	-	-
Other payables	4.2, 4.4	174	151	27	17
Current liabilities		433	358	476	399
Total liabilities		554	480	484	407
Total equity and liabilities		2,431	2,164	2,146	1,641

Bilag 16 – Uddrag af Rockwools financial statements 2017

Income statement

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2017	2016	2017	2016
Net sales	1.1	2,373.9	2,201.8	44.2	76.0
Other operating income	1.2	8.9	12.7	154.2	123.5
Operating income		2,382.8	2,214.5	198.4	199.5
Raw material costs and production material costs		816.0	736.8	30.9	56.9
Delivery costs and indirect costs		330.0	310.1	9.3	9.5
Other external costs		235.0	225.1	72.2	60.3
Personnel costs	1.3	584.8	553.3	39.1	38.8
Operating costs		1,965.8	1,825.3	151.5	165.5
EBITDA		417.0	389.2	46.9	34.0
Depreciation, amortisation and write-downs	2.4, 2.5	159.5	159.8	11.5	13.7
EBIT		257.5	229.4	35.4	20.3
Income from investments in subsidiaries	2.3	-	-	99.4	78.8
Income from investments in associated companies	2.3, 5.7	28.6	2.0	2.6	3.0
Financial income	4.1	4.0	3.6	6.7	17.2
Financial expenses	4.1	15.1	10.4	19.5	5.2
Profit before tax		275.0	224.6	124.6	114.1
Tax on profit for the year	5.2	61.5	58.2	-0.4	4.9
Profit for the year		213.5	166.4	125.0	109.2
Attributable to:					
Non-controlling interests		0.2	0.2		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		213.3	166.2		
		213.5	166.4		
Dividend per share of DKK 10				DKK 24.1	DKK 18.8
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3)	4.8	9.81	7.68		
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3), diluted	4.8	9.76	7.64		

Statement of comprehensive income

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2017	2016	2017	2016
Profit for the year		213.5	166.4	125.0	109.2
Items that will not be reclassified to the income statement:					
Actuarial gains and losses of pension obligations	2.6	11.7	-15.3	-	-
Tax on other comprehensive income		-0.4	1.1	-	-
Items that may be subsequently reclassified to the income statement:					
Exchange rate adjustments of foreign subsidiaries		-32.1	35.2	-1.9	4.1
Hedging instruments, value adjustments		-0.9	1.1		-
Tax on other comprehensive income		1.6	2.0	1.6	1.5
Total other comprehensive income		-20.1	24.1	-0.3	5.6
Comprehensive income for the year		193.4	190.5	124.7	114.8
Attributable to:					
Non-controlling interests		0.2	0.2		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		193.2	190.3		
		193.4	190.5		

Balance sheet – Assets

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2017	2016	2017	2016
Goodwill	2.1, 5.8	87.9	88.1	-	-
Software	2.1	21.1	14.4	21.0	13.9
Customer relationships	2.1	50.5	19.2	-	-
Other intangible assets	2.1	23.8	27.7	19.4	23.3
Total intangible assets		183.3	149.4	40.4	37.2
Buildings and sites	2.2	604.8	581.9	14.8	15.5
Plant and machinery	2.2	471.3	521.7	-	-
Other operating equipment	2.2	22.9	20.1	5.3	2.6
Prepayments and tangible assets under construction	2.2	55.2	32.9	-	-
Total tangible assets		1,154.2	1,156.6	20.1	18.1
Shares in subsidiaries	2.3, 5.6	-	-	1,094.9	853.7
Shares in associated companies	2.3, 5.6	5.2	50.4	-	5.1
Loans to subsidiaries	2.3, 5.6, 5.7	-	-	20.1	340.7
Long term deposits and debtors		1.6	3.0	-	-
Deferred tax assets	5.4, 5.8	39.0	49.2	-	-
Total financial assets		45.8	102.6	1,115.0	1,199.5
Non-current assets		1,383.3	1,408.6	1,175.5	1,254.8
Inventories	3.1	197.7	176.0	3.3	2.4
Work in progress		-	-	5.0	4.0
Trade receivables	3.2	257.2	238.1	-	-
Receivables from subsidiaries and associated companies	5.6, 5.7	-	1.4	297.4	122.9
Other receivables		36.4	33.3	11.7	20.2
Prepayments		17.9	17.3	7.1	6.6
Income tax receivable	5.3	9.7	4.3	4.4	1.5
Listed equity securities	4.2, 4.4	17.4	-	-	-
Cash	4.3	244.5	120.3	136.7	55.3
Current assets		780.8	590.7	465.6	212.9
Total assets		2,164.1	1,999.3	1,641.1	1,467.7

Balance sheet – Equity and liabilities

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2017	2016	2017	2016
Share capital	4.6, 4.7	29.5	29.5	29.5	29.5
Foreign currency translation		-135.6	-103.5	1.7	3.6
Proposed dividend		71.1	55.6	71.1	55.6
Reserve for development costs		-	-	18.0	3.6
Retained earnings		1,710.8	1,549.8	1,113.9	1,065.8
Hedging		1.4	0.7	-	-
Equity attributable to shareholders in the parent company		1,677.2	1,532.1	1,234.2	1,158.1
Non-controlling interests		7.3	3.8	-	-
Total equity		1,684.5	1,535.9	1,234.2	1,158.1
Deferred tax liabilities	5.4	50.7	44.5	3.5	12.9
Pension obligations	2.6	53.2	67.5	-	-
Provisions for other liabilities and charges	2.7	17.2	14.2	4.5	0.3
Bank loans and other loans	4.2, 4.5	0.5	1.6	-	-
Non-current liabilities		121.6	127.8	8.0	13.2
Short-term portion of bank loans and other loans	4.2, 4.5	1.1	1.5	-	-
Bank debt	4.2, 4.3	1.6	1.2	-	-
Trade payables	4.2, 4.5	171.2	162.8	10.4	10.5
Payables to subsidiaries and associated companies	4.2, 5.7	-	-	372.0	262.3
Provisions for other liabilities and charges	2.7	9.2	14.0	-	-
Income tax payable	5.3	24.3	23.7	-	-
Other payables	4.2, 4.5	150.6	132.4	16.5	23.6
Current liabilities		358.0	335.6	398.9	296.4
Total liabilities		479.6	463.4	406.9	309.6
Total equity and liabilities		2,164.1	1,999.3	1,641.1	1,467.7

Bilag 17 – Uddrag af Rockwools financial statements 2016

Income statement

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2016	2015	2016	2015
Net sales	1	2,201.8	2,207.9	76.0	74.4
Other operating income	2	12.7	12.7	123.5	114.4
Operating income		2,214.5	2,220.6	199.5	188.8
Raw material costs and production material costs		736.8	793.9	56.9	47.1
Delivery costs and indirect costs		310.1	308.4	9.5	9.3
Other external costs		225.1	238.3	60.3	57.2
Personnel costs	3	553.3	558.3	38.8	38.6
Hereof redundancy costs from Business Transformation Programme	4	8.0	15.4	0.7	2.4
Operating costs		1,825.3	1,898.9	165.5	152.2
EBITDA		389.2	321.7	34.0	36.6
EBITDA ex. redundancy costs from Business Transformation Programme		397.2	337.1	34.7	39.0
Depreciation, amortisation and write-downs	5	159.8	186.8	13.7	14.5
Hereof write-down of assets in Asia	4	-	21.4	-	-
EBIT		229.4	134.9	20.3	22.1
EBIT ex. redundancy costs and write-downs from Business Transformation Programme		237.4	171.7	21.0	24.5
Income from investments in subsidiaries	6	-	-	78.8	-5.6
Income from investments in associated companies	29	2.0	2.3	3.0	1.9
Financial income	7	3.6	20.6	17.2	35.8
Financial expenses	8	10.4	24.4	5.2	20.0
Profit before tax		224.6	133.4	114.1	34.2
Tax on profit for the year	9	58.2	42.7	4.9	17.4
Profit for the year		166.4	90.7	109.2	16.8
Attributable to:					
Non-controlling interests		0.2	-0.5		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		166.2	91.2		
		166.4	90.7		
Dividend per share of DKK 10				DKK 18.8	DKK 11.5
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3)	10	7.68	4.22		
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3), diluted	10	7.64	4.20		

Statement of comprehensive income

1 January – 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2016	2015	2016	2015
Profit for the year		166.4	90.7	109.2	16.8
Items that will not be reclassified to the income statement:					
Actuarial gains and losses of pension obligations	19	-15.3	-1.0	-	-
Tax on other comprehensive income		1.1	-0.2	-	-
Items that may be subsequently reclassified to the income statement:					
Exchange rate adjustments of foreign subsidiaries		35.2	12.2	4.1	-2.5
Hedging instruments, value adjustments		1.1	0.7	-	-
Tax on other comprehensive income		2.0	-2.4	1.5	-
Total other comprehensive income		24.1	9.3	5.6	-2.5
Comprehensive income for the year		190.5	100.0	114.8	14.3
Attributable to:					
Non-controlling interests		0.2	-1.1		
Shareholders of ROCKWOOL International A/S		190.3	101.1		
		190.5	100.0		

Balance sheet – Assets

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2016	2015	2016	2015
Goodwill	11, 30	88.1	85.9	-	-
Software	11	14.4	18.8	13.9	18.3
Customer relationships	11	19.2	22.3	-	-
Other intangible assets	11	27.7	31.2	23.3	27.8
Total intangible assets		149.4	158.2	37.2	46.1
Buildings and sites	12	581.9	564.9	15.5	14.2
Plant and machinery	12	521.7	538.1	-	-
Other operating equipment	12	20.1	20.2	2.6	4.2
Prepayments and tangible assets under construction	12	32.9	69.4	-	-
Total tangible assets		1,156.6	1,192.6	18.1	18.4
Shares in subsidiaries	13, 28	-	-	853.7	842.3
Shares in associated companies	13, 28	50.4	49.8	5.1	4.2
Loans to subsidiaries	13, 28, 29	-	-	340.7	436.4
Long term deposits and debtors		3.0	3.5	-	-
Deferred tax assets	18, 30	49.2	42.2	-	-
Total financial assets		102.6	95.5	1,199.5	1,282.9
Non-current assets		1,408.6	1,446.3	1,254.8	1,347.4
Inventories	15	176.0	168.4	2.4	3.5
Work in progress		-	-	4.0	0.8
Trade receivables	16	238.1	226.3	-	-
Receivables from subsidiaries and associated companies	28, 29	1.4	2.0	122.9	211.4
Other receivables		33.3	39.9	20.2	15.1
Prepayments		17.3	10.9	6.6	2.5
Income tax receivable	22	4.3	23.5	1.5	-
Cash	25	120.3	87.5	55.3	-
Current assets		590.7	558.5	212.9	233.3
Total assets		1,999.3	2,004.8	1,467.7	1,580.7

Balance sheet – Equity and liabilities

As at 31 December

EURm	Note	Group		Parent Company	
		2016	2015	2016	2015
Share capital	14, 17	29.5	29.5	29.5	29.5
Foreign currency translation		-103.5	-138.7	3.6	-0.5
Proposed dividend		55.6	33.9	55.6	33.9
Reserve for development costs		-	-	3.6	-
Retained earnings		1,549.8	1,442.1	1,065.8	1,003.9
Hedging		0.7	-2.4	-	-
Equity attributable to shareholders in the parent company		1,532.1	1,364.4	1,158.1	1,066.8
Non-controlling interests		3.8	2.6	-	-
Total equity		1,535.9	1,367.0	1,158.1	1,066.8
Deferred tax liabilities	18	44.5	47.7	12.9	17.7
Pension obligations	19	67.5	54.3	-	-
Provisions for other liabilities and charges	20	14.2	12.6	0.3	0.4
Bank loans and other loans	21	1.6	4.4	-	-
Non-current liabilities		127.8	119.0	13.2	18.1
Short-term portion of long-term debt	21	1.5	0.1	-	-
Bank debt	21, 25	1.2	175.7	-	155.1
Trade payables	21	162.8	149.0	10.5	14.3
Payables to subsidiaries and associated companies	21, 29	-	-	262.3	296.8
Provisions for other liabilities and charges	20	14.0	20.0	-	1.6
Income tax payable	22	23.7	27.2	-	8.3
Other payables	21	132.4	146.8	23.6	19.7
Current liabilities		335.6	518.8	296.4	495.8
Total liabilities		463.4	637.8	309.6	513.9
Total equity and liabilities		1,999.3	2,004.8	1,467.7	1,580.7

Bilag 18 – Uddrag af Rockwools financial statements 2015

Income statement & statement of comprehensive income

1 January - 31 December

EUR million	Note	Group		Parent Company	
		2015	2014	2015	2014
Income statement					
Net sales	2	2,207.9	2,180.4	74.4	110.0
Other operating income	3	12.7	6.7	114.4	136.3
Operating income		2,220.6	2,187.1	188.8	246.3
Raw material costs and production material costs		793.9	810.6	47.1	82.6
Delivery costs and indirect costs		308.4	297.6	9.3	15.2
Other external costs		238.3	235.0	57.2	67.1
Personnel costs	4	558.3	532.2	38.6	40.1
Hereof redundancy costs from Business Transformation Programme	5	15.4	0	2.4	0
Operating costs		1,898.9	1,875.4	152.2	205.0
EBITDA		321.7	311.7	36.6	41.3
EBITDA ex. redundancy costs from Business Transformation Programme		337.1	311.7	39.0	41.3
Depreciation, amortisation and write-downs	6	186.8	150.3	14.5	12.3
Hereof write-down of assets in Asia	5	21.4	0	0	0
EBIT		134.9	161.4	22.1	29.0
EBIT ex. redundancy costs and write-downs from Business Transformation Programme		171.7	161.4	24.5	29.0
Income from investments in subsidiaries	7	0	0	-5.6	106.5
Income from investments in associated companies	30	2.3	1.5	1.9	1.3
Financial income	8	20.6	27.2	35.8	35.2
Financial expenses	9	24.4	32.8	20.0	22.0
Profit before tax		133.4	157.3	34.2	150.0
Tax on profit for the year	10	42.7	44.7	17.4	11.6
Profit for the year		90.7	112.6	16.8	138.4

EUR million	Note	Group		Parent Company	
		2015	2014	2015	2014
Attributable to:					
Non-controlling interests		-0.5	0.2		
Shareholders in the parent company		91.2	112.4		
		90.7	112.6		
Dividend per share of DKK 10				DKK 11.5	DKK 11.3
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3)	11	4.22	5.20		
Earnings per share of DKK 10 (EUR 1.3), diluted	11	4.20	5.18		
Statement of comprehensive income					
Profit for the year		90.7	112.6	16.8	138.4
Items that will not be reclassified to the income statement:					
Actuarial gains and losses of pension obligations		-1.0	-8.8	0	0
Tax on other comprehensive income		-0.2	0.2	0	0
Items that may be subsequently reclassified to the income statement:					
Exchange rate adjustments of foreign subsidiaries		12.2	-63.1	-2.5	1.6
Hedging instruments, value adjustments		0.7	-2.3	0	0
Tax on other comprehensive income		-2.4	0.6	0	0
Total other comprehensive income		9.3	-73.4	-2.5	1.6
Comprehensive income for the year		100.0	39.2	14.3	140.0
Attributable to:					
Non-controlling interests		-1.1	0.5		
Shareholders in the parent company		101.1	38.7		
		100.0	39.2		

Balance sheet – Assets As at 31 December

EUR million	Note	Group		Parent Company	
		2015	2014	2015	2014
Goodwill	12	67.2	65.6	0	0
Software	12	18.8	22.4	18.3	23.8
Customer relationships	12	22.3	35.7	0	0
Other intangible assets	12	31.2	27.0	27.8	22.0
Total intangible assets		139.5	150.7	46.1	45.8
Buildings and sites	13	564.9	540.3	14.2	14.3
Plant and machinery	13	538.1	541.2	0	0
Other operating equipment	13	20.2	19.7	4.2	1.7
Prepayments and tangible assets under construction	13	69.4	84.7	0	0
Total tangible assets		1,192.6	1,185.9	18.4	16.0
Shares in subsidiaries	14	0	0	842.3	911.3
Shares in associated companies	14	49.8	44.7	4.2	4.6
Loans to subsidiaries	14, 29, 30	0	0	436.4	480.7
Long term deposits and debtors		3.5	5.8	0	0
Deferred tax assets	19	60.9	44.1	0	0
Total financial assets		114.2	94.6	1,282.9	1,396.6
Non-current assets		1,446.3	1,431.2	1,347.4	1,458.4
Inventories	16	168.4	176.7	3.5	3.2
Work in progress		0	0	0.8	3.2
Trade receivables	17	226.3	220.7	0	0
Receivables from subsidiaries and associated companies	29, 30	2.0	1.9	211.4	131.6
Other receivables		39.9	31.7	15.1	14.0
Prepayments		10.9	17.7	2.5	3.0
Income tax receivable	23	23.5	32.4	0	3.2
Cash	26	87.5	78.4	0	0
Current assets		558.5	559.5	233.3	158.2
Total assets		2,004.8	1,990.7	1,580.7	1,616.6

Balance sheet – Equity and liabilities As at 31 December

EUR million	Note	Group		Parent Company	
		2015	2014	2015	2014
Share capital	18	29.5	29.5	29.5	29.5
Foreign currency translation		-138.7	-149.2	-0.5	2.0
Proposed dividend		33.9	33.4	33.9	33.4
Retained earnings		1,442.1	1,388.7	1,003.9	1,024.5
Hedging		-2.4	-3.0	0	0
Equity attributable to shareholders in the parent company		1,364.4	1,299.4	1,066.8	1,089.4
Non-controlling interests		2.6	3.7	0	0
Total equity		1,367.0	1,303.1	1,066.8	1,089.4
Deferred tax liabilities	19	47.7	44.6	17.7	21.0
Pension obligations	20	54.3	40.4	0	0
Provisions for other liabilities and charges	21	12.6	30.4	0.4	0.4
Loans from subsidiaries	22, 30	0	0	0	0
Bank loans and other loans	22	4.4	5.9	0	0
Non-current liabilities		119.0	121.3	18.1	21.4
Short-term portion of long-term debt	22	0.1	29.1	0	29.0
Bank debt	22, 26	175.7	218.1	155.1	213.7
Trade payables	22	149.0	162.4	14.3	15.4
Payables to subsidiaries and associated companies	22, 30	0	0	296.8	234.5
Provisions for other liabilities and charges	21	20.0	8.9	1.6	0
Income tax payable	23	27.2	20.8	8.3	0
Other payables	22	146.8	127.0	19.7	13.2
Current liabilities		518.8	566.3	495.8	505.8
Total liabilities		637.8	687.6	513.9	527.2
Total equity and liabilities		2,004.8	1,990.7	1,580.7	1,616.6

Bilag 19 – Interviewguide til interview med Sumit Sudan og Henrik Kurtmann

Spørgsmål til telefoninterview

Deltagere i interview 1: Mille Bartholdy Weygaard og Sumit Sudan

Deltagere i interview 2: Mille Bartholdy Weygaard og Henrik Kurtmann

Kort briefing

Kort briefing af introduktion til interviewet, herunder formålet med interviewet. Ydermere gives der en kort introduktion til, hvad specialet handler om, hvori interviewet skal bruges.

Der skal oplyses til interviewpersonen, at såfremt han kommer i tanke om andre emner, han mener, der kan være relevant for interviewet, er han velkommen til at bringe dem på banen.

Spørgsmål

Nummer	Undringsspørgsmål	Interviewspørgsmål
(1)	Ud fra en faglig viden om børsnoterede selskaber, er der så her noget der taler for eller imod, at Rockwool på længere sigt skulle blive afnoteret?	Tror du, at Rockwool fortsat er børsnoteret om 10 år?
(2)	Er der nogle virksomhedsspecifikke ulemper for Rockwool ved at være børsnoteret?	Vurderer du, at der er nogle ulemper for Rockwool ved at være børsnoteret?
(3)	Er der nogle virksomhedsspecifikke fordele for Rockwool ved at være børsnoteret?	Vurderer du, at der er nogle fordele for Rockwool ved at være børsnoteret?
(4)	Kan Rockwools motiv for fortsat at være børsnoteret bunde i, at de er ”bange” for at forringe deres position overfor deres konkurrenter?	Tror du, det vil have betydning for Rockwool ift. deres position overfor deres konkurrenter, hvis Rockwool ikke længere er børsnoteret?
(5)	Analyse og vurdering af børsnoterede virksomheders fortsatte virke på aktiemarkedet.	Hvilket aspekter mener du, man bør inddrage, når man skal vurdere og analysere om en virksomhed fortsat bør være børsnoteret?
(6)	Kan Rockwools motiv for fortsat at være børsnoteret bunde i, at de ønsker at tiltrække den bedst mulige arbejdskraft?	Hvis du skulle skifte job, og ikke længere arbejde hos PwC/Deloitte, ville dit valg af arbejdsplads være påvirket af, hvorvidt

		din kommende arbejdsplads er børsnoteret eller ej?
(7)	I Danmark ser man få børsnoteringer årligt, og ofte overstiger antallet af afnoteringer antallet af nye børsintroduktioner. Dette kan virke som om, det ikke er attraktivt at være børsnoteret.	Hvad tror du årsagen er til, at vi i Danmark ikke ser flere børsnoteringer end vi gør?
(8)	Rockwools storaktionær er en fond. Kan dette besværliggøre en afnotering?	Er der noget særligt man skal tage højde for, hvis man ønsker at afnotere en virksomhed, der primært ejes af en fond?
(9)	Rockwool har haft en stigende omsætning og resultat hen over en lang årrække. Hvorfor er man så stadig være børsnoteret?	<i>Med udgangspunkt i, at virksomheder bliver børsnoteret fordi de mangler kapital:</i> Hvorfor tror du, at virksomheder, der har været børsnoteret i flere årtier og som år efter år laver et stort overskud, fortsat er børsnoteret?
(10)	Kan de generelle årsager til at blive børsnoteret kobles på Rockwool?	Hvilke generelle årsager er der til, at virksomheder bliver afnoteret?

Kort de-briefing

Her skal der spørges der ind til, om interviewpersonen har andet at tilføje, samt at intervieweren skal lave en ultra kort opsummering på det sagte i interviewet for at sikre, at det essentielle er blevet fanget.

Bilag 20 – Interview med Sumit Sudan

(1) Tror du, at Rockwool fortsat er børsnoteret om 10 år?

- *”Det er svært at afgøre, da det afhænger af Rockwools strategier og hvor de skal hen på markedet, samt hvilken kapital de har behov for, og hvordan den bedste ejer struktur er for dem. Hvis det giver mening for Rockwool, at de bliver konsolideret med en anden spiller, som vil tage dem af børsen, så kan det være de ikke længere er noteret om 10 år. Der er andre børsfondsejet selskaber, hvor man godt kan se dem gå af børsen, fordi de er i et marked, hvor konsolidering er vigtigt, og derfor vil en konsolidering være nemmere, hvis man ikke er børsnoteret.”*

(2) Vurderer du, at der er nogle ulemper for Rockwool ved at være børsnoteret?

- *”Ikke udover de generelle ulemper ved at være børsnoteret. Der er denne ekstra cost ved at være børsnoteret, og der er en ekstra accountability og visibility, men dette er samtidig også fordelene ved at være børsnoteret. Ift. Rockwool specifikt, vil jeg ikke sige, der er nogle ulemper udover de generelle, der er ved at være børsnoteret. De helt generelle ulemper ved at være børsnoteret er også, at man tenderer til at være meget kortsigtet fokuseret, fordi man har et børsmarked som man skal rapportere til. Det er lidt en ulempe ved at være børsnoteret vs. at være privatejet.”*

(3) Vurderer du, at der er nogle fordele for Rockwool ved at være børsnoteret?

- *”Som udgangspunkt er det kun fordelagtigt for Rockwool at være børsnoteret såfremt det er den rette ejerstruktur, forstået på den måde, at det er en virksomhed der er i vækst og som har behov for kapital og gerne risikovillig kapital, så er der mulighed for at få dette via aktiemarkedet. Så er det en virksomhed, der udvikler sig og har behov for at købe andre virksomheder op, så er det en god strategi at være børsnoteret, fordi den vej igennem kan man hurtigere og nemmere hente ny kapital. Derudover er der også fordele ift. branding.”*

(4) Tror du, det vil have betydning for Rockwool ift. deres position overfor deres konkurrenter, hvis Rockwool ikke længere er børsnoteret?

- *”Nej, det tror jeg ikke det ville. Nu er jeg f.eks. revisor for Nilfisk, og deres to største konkurrenter er børsnoteret og den tredje er ikke, så det ændrer ikke så meget på deres position. Hvis man ikke er børsnoteret, så har konkurrenterne en manglende indsigt ift. deres*

finansielle performance mv., til at agere efter, men jeg vil ikke sige, at det er så kritisk viden, som du ikke kan opsamle andre steder fra.”

(5) Hvilket aspekter mener du, man bør inddrage, når man skal vurdere og analysere om en virksomhed fortsat bør være børsnoteret?

- *”Nu er jeg tilhænger af at være børsnoteret, men kun hvis det er den rette ejerstruktur. Man bør se på, hvilken form for ejerstruktur virksomheden har behov for. Er virksomheden ikke i vækst, taler dette for at de ikke har behov for ny kapital og ikke har behov for at være børsnoteret.”*

(6) Hvis du skulle skifte job, og ikke længere arbejde hos Deloitte, ville dit valg af arbejdsplads være påvirket af, hvorvidt din kommende arbejdsplads er børsnoteret eller ej?

- *”Helt sikkert for mig. Der er klart nogle fordele ved at være børsnoteret i form af branding. Jeg vil næsten ikke kunne se mig arbejde i en ikke-børsnoteret virksomhed, fordi jeg godt kan lide den bevågenhed der er omkring et børsnoteret selskab. Den kendskabsgrad man har til børsnoterede selskaber vs. ikke-børsnoterede selskaber qua de er noteret er langt større. Det kan ses når mine kunder rapporterer, at de har nemmere ved at få de bedste til deres virksomhed, såfremt det selvfølgelig er gode børsnoterede selskaber, fordi der er bevågenhed og der er mere kompleksitet i regnskabsrapporteringen, og generelt er der mere kompleksitet og udfordringer ved at arbejde i et børsnoteret selskab, som gør det mere spændende.”*

(7) Hvad tror du årsagen er til, at vi i Danmark ikke ser flere børsnoteringer end vi gør?

- *”Der er en række faktorer vil jeg sige, men helt overordnet set bliver Danmark meget kritiseret for, dels investor-community, at det er generelt er store institutionelle investorer vi har i Danmark, og at de typisk kun er interesseret i at gå ind i virksomheder, der har en relativ høj market cap [markedsværdi], og det gør så, at når man er i et land, hvor man ikke har giga virksomheder på stribe, så er der ikke tilstrækkelig interessante cases. Man kan godt notere mindre virksomheder, men så har man bare ikke investorerne i Danmark til det som man f.eks. har i Sverige, hvor de små investorer de er ikke bange for at smide deres penge i mindre cases, samt fordi de også har en bedre skat-struktur til at absorbere noget risiko, som investorerne tager. Man kan sige, at vi desværre har et lidt tørt børsmarked i Danmark.”*

(8) Er der noget særligt man skal tage højde for, hvis man ønsker at afnotere en virksomhed, der primært ejes af en fond?

- *"Umiddelbart ikke. Det er en afnoteringsproces ligesom alle andre. Det der gør det lettere er, at man har en investor, som sidder på rigtig meget, så det må gøre det lettere at afnotere og blive enige."*

(9) Med udgangspunkt i, at virksomheder bliver børsnoteret fordi de mangler kapital:

Hvorfor tror du, at virksomheder, der har været børsnoteret i flere årtier og som år efter år laver et stort overskud, fortsat er børsnoteret?

- *"Det er et godt spørgsmål, når man i dette tilfælde må antage, at de ikke har behov for udefrakommende kapital. Lad os sige det koster 5-10 mio. at være børsnoteret. De omkostninger er ikke noget der vælter et fornuftigt størrelse selskab ift. den fleksibilitet de har ved at kunne rejse kapital, når man har brug for det. Når man er børsnoteret og er en god virksomhed, så er der nogle fordele ved at være børsnoteret i form af medarbejdere, kapital, og alle de andre afledte konsekvenser qua man er børsnoteret. Man er også en højere kreditværdighed hos långivere og analytikere, så jeg vil tro at fordele-ratioen er større end omkostnings-ratioen. Men grunden til at virksomheder så bliver afnoteret er det her med den kortsigtede tankegang der ofte er, og at man kun kigger et kvartal frem. Så at man nogle gange ikke kan kigge langt sigt, fordi man bliver straffet på aktiemarkedet. Hvis man f.eks. 2 kvartaler i træk laver et kæmpe hul i jorden, fordi man investerer. Men dette vil jeg sige er et spørgsmål om kommunikation, så hvis man er dygtig nok til at kommunikere og fortælle sin strategi godt nok, så tror jeg ikke, det er et så stort et problem. Men desværre har visse analytikere et lidt for kortsigtet fokus."*

(10) Hvilke generelle årsager er der til, at virksomheder bliver afnoteret?

- *"Det er stort set mit svar som jeg også kom med i foregående spørgsmål, men jeg vil også sige, at det er omkostningerne, som man kan spare der er årsagerne til det. og at de mangler den agilitet, som man kan operere i ved ikke at være børsnoteret. Så hvis man har brug for agilitet, så kan det godt være, hvis man er et small cap virksomhed, at det så ikke kan betale sig at være børsnoteret og underlagt presset, omkostningerne, og man ikke bare kan træffe en beslutning og løbe den vej. Men de større virksomheder er underlagt en governance struktur der alligevel tager noget tid, så om man er noteret eller ej, tror jeg ikke gør den store forskel."*

Bilag 21 – Interview med Henrik Kurtmann

(1) Tror du, at Rockwool fortsat er børsnoteret om 10 år?

- *”Det ved jeg som sådan ikke noget om. Der er ikke noget, der skulle sige, at de ikke er, så jeg kan ikke se, hvorfor de ikke skulle være det om 10 år. Det eneste, jeg har tænkt er, at det der er lidt interessant i kølevandet på hele Corona-krisen det er, at med alle kursfaldende så kunne der komme en bølge af opkøb og overtagelsestilbud, men jeg har ingen idé om, om der gør det. Hvis ikke der bliver ændret i ejerforholdene, så tror jeg ikke der er nogle tvivl om, at de fortsat er børsnoteret om 10 år. Så det eneste, der skulle tale for, at de ikke er, er såfremt der kommer et overtagelsestilbud, fordi at overtagelsestilbud tit er for at få en høj ejerandel, og tit har vi set at selskaberne så er blevet afnoteret efterfølgende”*

(2) Vurderer du, at der er nogle ulemper for Rockwool ved at være børsnoteret?

- *”Nej ikke udover de omkostninger, der er ved at være børsnoteret. Der er ingen tvivl om, at det er omkostningstungt at leve op til de regler der nu engang er, og kræver noget af organisationen at leve op til reglerne. Og så den ulempe der i det hele taget er i at skulle informere markedet om alt hvad man foretager sig, og sørge for at man på kvartalsvis-basis har nogle fine tal at vise markedet. Vi har set nogle knække nakken på, at de ikke kunne finde ud af at informere markedet kvartalsvis, fordi virksomheden slet ikke var gearet til det. Her ift. Rockwool taler vi om en virksomhedsorganisation, som kan det, fordi de gør det i forvejen, så her er der ikke så store ulemper ved at være børsnoteret, herunder de løbende oplysningsforpligtelser der nu er til markedet, når der sker noget, herunder intern viden, og de periodiske oplysningsforpligtelser ift. regnskabsmeddelelser mv. Der er ikke krav om, at man skal gøre det på kvartalsvis-basis, men der er mange af investorerne, som kræver det. Der er ikke krav om kvartalsvis meddelelser, men det bliver anbefalet i Corporate Governance regler, hvor anbefalingen siger, at man laver det som en kvartalsrapport. Jeg ved også, at de store investorer, de store institutionelle investorer, de kræver eller ser at der kommer kvartalsvis rapportering, hvilket er en omkostning for virksomheden at skulle levere på kvartalsbasis i stedet for halvårligt”*

(3) Vurderer du, at der er nogle fordele for Rockwool ved at være børsnoteret?

- *"Der er de fordele der nu engang er ved at være børsnoteret ift. man har adgang til kapital, hvilket Rockwool dog ikke rigtig har benyttet sig af udvidelse af aktiekapital de seneste 19 år, men muligheden er der. Det at de kan udstede nye aktier og bruge det til finansiering af opkøb af andre virksomheder, og købe op, så kan man betale med børsnoteret aktier, hvilket er en kæmpe fordel. Derudover kan man også betale medarbejdere og ledelse i aktieoptioner, så jeg tror også, det er en stor fordel at være børsnoteret, hvis man gerne vil tiltrække den bedste arbejdskraft. Det giver også en god opmærksomhed for forretningen, og at de institutionelle investorer ser en fordel i at investere i børsnoterede papir, så derfor tiltrækker det nogle andre investorer sammenlignet med, hvis de ikke var børsnoteret. Så adgangen til kapital er det, som jeg ser som den store fordel for Rockwool"*

(4) Tror du, det vil have betydning for Rockwool ift. deres position overfor deres konkurrenter, hvis Rockwool ikke længere er børsnoteret?

- *"Opmærksomheden omkring virksomheden er nemmere at holde ved lige når man er børsnoteret, men det kommer lidt an på, hvordan deres konkurrenter er. Er deres konkurrenter ikke børsnoterede virksomheder, så kunne man ved en afnotering godt holde fast i sin markedslederposition. Men der er ingen tvivl om, at det kan svække kendskabet til en virksomhed ude i verdenen hvis man bliver afnoteret, og om det kan svække deres position er svært at vurdere, når nu Rockwool både har noteret og ikke-noteret konkurrenter"*

(5) Hvilke aspekter mener du, man bør inddrage, når man skal vurdere og analysere om en virksomhed fortsat bør være børsnoteret?

- *"Omkostningerne ved at være børsnoteret ift. de omkostninger der er ved at skulle følge oplysningsforpligtelserne og levere information løbende til markedet. Man kan også se på, om virksomheden har behov for kapital, og hvor stor er behovet for at have muligheden for at kunne hente kapital, og have den lette adgang til at hente kapital. Jeg tænker, det er det, man skal gøre op med sig selv om der er det behov eller om man føler det er trygt at have muligheden"*

(6) Hvis du skulle skifte job, og ikke længere arbejde hos PwC, ville dit valg af arbejdsplads være påvirket af, hvorvidt din kommende arbejdsplads er børsnoteret eller ej?

- *"Nu er jeg i den position som jeg er, hvor jeg rådgiver børsnoterede virksomheder, og ved meget om kapitalmarkedet, så det ville nok ikke give så meget mening for mig at arbejde i en virksomhed, der ikke er børsnoteret, såfremt jeg ikke skulle side i den type stilling som jeg gør i dag, så er det oplagt, at det er en børsnoteret virksomhed, og det er kun fordi jeg sidder med det område som jeg gør, men jeg er ikke sikker på, det nødvendigvis spiller ind på andre, men for mig ville det gøre det, fordi det er et spørgsmål om de arbejdsopgaver, jeg ville komme til at sidde med"*

(7) Hvad tror du årsagen er til, at vi i Danmark ikke ser flere børsnoteringer end vi gør?

- *"Da jeg var i Finanstilsynet havde vi meget fokus på, hvordan kan vi gøre så der kommer flere, hvor vi bl.a. så over på Sverige. I Sverige er der mange noteringer. Nasdaq København har i mange år sagt, at børsmarkedet i København også er gigantisk, men de har bare de store virksomheder og mange transaktioner, så det har rigtig meget likviditet bare i de store papirer, så handlen på Nasdaq København er faktisk lige så stor som i Stockholm, der er bare mange flere små selskaber i Stockholm, og det tænker jeg handler om, at der i Danmark bare ikke er en kultur for at de små bliver noteret i Danmark. Jeg tror det er et spørgsmål om, at investorerne i Danmark er store institutionelle investorer, som helst vil investere i store selskaber, så derfor er det ikke så attraktivt for små virksomheder at blive noteret fordi der ikke er et marked for det i Danmark. I Danmark er der ikke den store investorkultur blandt private. I Sverige har man en aktiesparekonto som er enorm fordelagtig ift. private investorer, og den har man prøvet at lave en udgave af i Danmark, men det blev en meget light-version, så den tiltrækker ikke de private. De private, der investerer selv herhjemme, investerer ikke selv men igennem deres pensionsopsparing, så det er de institutionelle investorer, som investerer for de private, og hvis de skal kaste ressource efter at investere i papirer, så gør de det i de store, fordi det er for dyrt at følge med i de små, hvor hvis de skal bruge samme mængde penge i mindre virksomheder, så vil de få en alt for stor en del af aktierne, så det vil de ikke, så de investerer i de store virksomheder. Der mangler også rådgivere til de små, for de rådgivere vi har i Danmark er de store advokathuse, der fokuserer på de store noteringer så hvis man som lille selskab skal noteres, så vil de store advokathuse ikke have noget med en at gøre, fordi der ikke er nok penge i det, så det tror jeg også spiller ind"*

(8) Er der noget særligt man skal tage højde for, hvis man ønsker at afnotere en virksomhed, der primært ejes af en fond (storaktionæren i Rockwool er en fond)?

- *"Noget af det man skal være opmærksom på er, når man skal afnoteres, så skal man komme med et overtagelsestilbud til de eksisterende aktionærer. Umiddelbart kan jeg ikke se, hvem der skulle komme med et overtagelsestilbud, da det ikke er virksomheden selv, der kan gøre det. Rockwool Fonden sidder på under 30% af stemmerne og aktierne, så hvis de skal komme med et overtagelsestilbud til de eksisterende aktionærer, så bliver det dyrt. Efter de nye afnoteringsregler, skal man komme med en fair pris som ikke nærmere er defineret, men her kan man måske tage udgangspunkt i markedsprisen, hvor man typisk nok vil sige, at det dur ikke, at den er under markedskursen. Derudover skal man give et overtagelsestilbud til de resterende aktionærer, og det er ikke givet hvem der skal give tilbuddet, men det kan ikke være selskabet selv, så det vil typisk være dem, der sidder på majoriteten af aktierne, eller dem der gerne vil afnotere, og hvis man ikke sidder på mere end 25%, som Rockwool fonden ca. gør, så er det dyrt at komme med et overtagelsestilbud ift. at skulle give et tilbud der er fordelagtigt til de øvrige aktionærer, så det er den store ting man skal have for øje, at det vil være virkelig dyrt at købe de resterende aktionærer ud, ellers skal det være fordi man kan få resten af aktionærerne med på, at de skal afnoteres, men det har jeg svært ved at se en fordel for de andre mindre aktionærer i at gøre. Hvis man taler generelt, så de fonde der kommer ind og nærmest ejer hele selskabet, der kan jeg kun se en fordel i at afnotere selskabet"*

(9) Med udgangspunkt i, at virksomheder bliver børsnoteret fordi de mangler kapital:

Hvorfor tror du, at virksomheder, der har været børsnoteret i flere årtier og som år efter år laver et stort overskud, fortsat er børsnoteret?

- *"Her tænker jeg det er spørgsmål om at have den lette adgang til kapital ved at udvide aktiekapitalen, hvis man f.eks. skal opkøbe andre, så er det stadig en stor fordel i at kunne betale med aktier, så man kan lave kapitaludvidelser. DVS har f.eks. gjort det, hvor de købte Panalpina, hvor de lavede en kapitaludvidelse og brugte den til at betale for Panalpina, så det er den helt store fordel. Så er det igen den øget opmærksomhed, som vi har været inde på, og betaling af ledelsen, og tiltrække de bedste folk, for jeg tror på, at de bedste folk sidder i de børsnoterede selskaber"*

(10) Hvilke generelle årsager er der til, at virksomheder bliver afnoteret på Nasdaq Copenhagen?

- *"Koncentreret ejerskab. Fondene som køber selskaber op, så når først de ejer de 80%-90% af selskabet, så er der ingen grund til at de skal leve op til en helt masse regler, fordi de ikke har behov for likviditet, og har ikke behov for her og nu at kunne sælge deres aktier på markedet. Så er der de helt oplagte som fusioner, som jeg tror der er en del af, og så er der frasalg af aktiviteter. Vi har også set selskaber, der har solgt ud af aktiviteterne, og så er der bare en skal tilbage"*

Opfølgende spørgsmål:

(11) Nasdaq Copenhagen har lige ændret deres regler for afnotering, hvor det nu er en generalforsamlingsbeslutning, som kan vedtage, at en virksomhed skal afnoteres. Hvilken betydning mener du, dette har, både for virksomheder der ønsker at blive afnoteret og for aktionærerne heri?

- *"De har ikke ændret en helt masse. Der er kommet tydeligere regler. Førhen hed det bare at man skulle imødekomme en afnoteringsanmodning med mindre det var til væsentlig skade for investorerne og markedet. Før var der ikke en fast grænse, men Nasdaq kiggede stadig på, hvor stor opbakning fra generalforsamlingen der var. Molslinjen er et af de eksempler på, at der var ikke et fast krav. Jeg synes det er ærgerligt at reglen er på 90% i de nye afnoteringsregler. Jeg synes godt den kunne havde været længere nede. Jeg synes 90% er en stor opbakning, der skal være. Jeg tænker lidt, at det kan begrænse lysten til at blive noteret, fordi det er så svært at komme af igen. Jeg tænker, jo lettere det er at komme af igen, jo mere interesse er der i at komme på. En anden pudsighed der er med det er, at man kan stemme en helt del ting igennem på generalforsamlingen med 2/3 flertal, og så er der selvfølgelig nogle regler for om det kan blive annulleret igen, fordi det har været til skade for virksomheden, men i bund og grund kan man med 2/3 flertal stemme igennem at man laver frasalg af aktiviteter i virksomheden, eller fusionerer, så man kan i virkeligheden træffe nogle mere vidtgående beslutninger på 2/3 flertal, men man kan ikke beslutte at man skal afnoteres."*

(12) Vurderer du, det kan være attraktivt/fordelagtigt for Rockwool at være noteret på udenlandske børser og så blive afnoteret på Nasdaq Copenhagen?

- *”Nu er de noteret i København, og bliver også handlet på Chi X, og det tænker jeg er en fin løsning. Jeg kan ikke se, hvorfor de ikke skulle være på Nasdaq i København. Jeg synes, det alt andet lige er en fordel at blive handlet på andre markedspladser, f.eks. Chi X, som Rockwool også gør, fordi det alt andet lige skaber noget likviditet, og der er høj sandsynlig nogle investorer, som synes det er lettere at handle på markedspladser i deres hjemland, så jeg tænker Rockwools model er fin, hvor man er optaget til handel på andre markedspladser”*

Bilag 22 – Uddrag af Molslinjens financial statements fra 2013-2018

Resultatopgørelse for 2018

	<u>Note</u>	<u>2018 TDKK</u>	<u>2017 TDKK</u>
Omsætning	3	<u>1.060.925</u>	<u>761.443</u>
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	4	282.981	221.828
Andre eksterne omkostninger	5	196.773	123.027
Personaleomkostninger	6	228.170	152.260
Afskrivninger	7	105.582	72.019
Gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver	11	<u>-25</u>	<u>-95</u>
Omkostninger i alt		<u>813.481</u>	<u>569.039</u>
Driftsresultat (EBIT)		<u>247.444</u>	<u>192.404</u>
Finansielle indtægter	8	201	161
Finansielle udgifter	8	<u>-94.739</u>	<u>-71.518</u>
Resultat før skat		<u>152.906</u>	<u>121.047</u>
Skat af årets resultat	9	<u>3.121</u>	<u>-654</u>
Årets resultat		<u>156.027</u>	<u>120.393</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i MØLSLINJEN A/S		<u>156.027</u>	<u>120.393</u>

Totalindkomstopgørelse for 2018

	<u>Note</u>	<u>2018 TDKK</u>	<u>2017 TDKK</u>
Årets resultat		<u>156.027</u>	<u>120.393</u>
Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:			
Værdireguleringer af sikringsinstrumenter:			
Årets værdiregulering		-32.278	-13.432
Værdireguleringer reklassificeret til skibenes eksterne drifts- omkostninger (olieforbrug)		-34.776	9.368
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>-67.054</u>	<u>-4.084</u>
Totalindkomst i alt		<u>88.973</u>	<u>116.329</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i MOLSLINJEN A/S		<u>88.973</u>	<u>116.329</u>

Balance pr. 31. december 2018

AKTIVER

	<u>Note</u>	<u>2018 TDKK</u>	<u>2017 TDKK</u>
Langfristede aktiver			
Goodwill		26.854	0
Immaterielle aktiver	10	<u>26.854</u>	<u>0</u>
Skibe		2.291.359	1.408.555
Terminaler og havneanlæg		114.728	16.181
Driftsmidler og inventar		44.600	19.996
Aktiver under opførelse		364.897	203.771
Materielle aktiver	11	<u>2.815.584</u>	<u>1.648.503</u>
Andre tilgodehavender		49.664	0
Kapitalandele i dattervirksomhed		130	130
Finansielle aktiver	12	<u>49.794</u>	<u>130</u>
Langfristede aktiver i alt		<u>2.892.232</u>	<u>1.648.833</u>
Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	13	54.566	30.609
Tilgodehavender fra salg	14	26.773	11.262
Andre tilgodehavender mv.	15	110.184	56.814
Likvide beholdninger	16	<u>99.064</u>	<u>30.852</u>
Kortfristede aktiver i alt		<u>290.587</u>	<u>129.537</u>
AKTIVER I ALT		<u>3.182.819</u>	<u>1.778.170</u>

Balance pr. 31. december 2018

PASSIVER

	<u>Note</u>	<u>2018 TDKK</u>	<u>2017 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	17,18	283.333	283.333
Andre reserver	19	-34.282	28.504
Overført resultat		272.822	123.300
Egenkapital i alt		<u>521.873</u>	<u>435.137</u>
Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	1.173.692	1.165.521
Kreditinstitutter		961.497	0
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratiale	21	1.644	1.913
Udsudte skatteforpligtelser	9	0	3.902
Langfristede forpligtelser i alt		<u>2.136.833</u>	<u>1.171.336</u>
Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	81.941	64.137
Kreditinstitutter		140.295	0
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratiale	21	379	433
Selskabsskat		393	84
Forudbetalte billetter og flørturskort	22	38.115	11.778
Leverandørgæld		83.750	51.225
Anden gæld		179.240	44.040
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>524.113</u>	<u>171.697</u>
Forpligtelser i alt		<u>2.660.946</u>	<u>1.343.033</u>
PASSIVER I ALT		<u>3.182.819</u>	<u>1.778.170</u>
Operationelle leje- og leasingforpligtelser	23		
Pantsætninger	24		
Kautions- og eventualforpligtelser samt eventualaktiver	25		

Der henvises i øvrigt til noteoversigt side 34.

Resultatopgørelse for 2017

	<u>Note</u>	<u>2017 TDKK</u>	<u>2016 TDKK</u>
Omsætning		<u>761.443</u>	<u>721.336</u>
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	3	221.828	230.986
Andre eksterne omkostninger	4	123.027	120.647
Personaleomkostninger	5	<u>152.260</u>	<u>148.641</u>
Omkostninger i alt		<u>497.115</u>	<u>500.274</u>
Driftsresultat før afskrivninger (EBITDA)		264.328	221.062
Afskrivninger	6	72.019	52.852
Gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver	9	<u>-95</u>	<u>-63</u>
Driftsresultat (EBIT)		192.404	168.273
Finansielle indtægter	7	161	151
Finansielle udgifter	7	<u>-71.518</u>	<u>-47.510</u>
Resultat før skat		121.047	120.914
Skat af årets resultat	8	<u>-654</u>	<u>-2.043</u>
Årets resultat		<u>120.393</u>	<u>118.871</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i MØLSLINJEN A/S		<u>120.393</u>	<u>118.871</u>

Totalindkomstopgørelse for 2017

	<u>Note</u>	<u>2017 TDKK</u>	<u>2016 TDKK</u>
Årets resultat		<u>120.393</u>	<u>118.871</u>
Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:			
Værdireguleringer af sikringsinstrumenter:			
Årets værdiregulering		-13.432	58.716
Værdireguleringer reklassificeret til skibenes eksterne drifts- omkostninger (olieforbrug)		9.368	42.621
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>-4.064</u>	<u>101.337</u>
Totalindkomst i alt		<u>116.329</u>	<u>220.208</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i MOLSLINJEN A/S		<u>116.329</u>	<u>220.208</u>

Balance pr. 31. december 2017

AKTIVER

	<u>Note</u>	<u>2017 TDKK</u>	<u>2016 TDKK</u>
Langfristede aktiver			
Skibe		1.408.555	841.781
Terminaler og havneanlæg		16.181	16.477
Driftsmidler og inventar		19.996	16.499
Aktiver under opførelse		<u>203.771</u>	<u>77.449</u>
Materielle aktiver	9	<u>1.648.503</u>	<u>952.206</u>
 Depositum		0	14.946
Kapitalandele i dattervirksomhed	10	<u>130</u>	<u>130</u>
Finansielle aktiver		<u>130</u>	<u>15.076</u>
 Langfristede aktiver i alt		<u>1.648.633</u>	<u>967.282</u>
 Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	11	30.609	31.926
Tilgodehavender fra salg	12	11.262	10.257
Andre tilgodehavender mv.	13	56.814	34.757
Likvide beholdninger	14	<u>30.852</u>	<u>99.040</u>
 Kortfristede aktiver i alt		<u>129.537</u>	<u>175.980</u>
 AKTIVER I ALT		<u>1.778.170</u>	<u>1.143.262</u>

Balance pr. 31. december 2017

PASSIVER

	<u>Note</u>	<u>2017 TDKK</u>	<u>2016 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	15,16	283.333	283.333
Andre reserver	17	28.504	32.568
Overført resultat		123.300	2.907
Egenkapital i alt		<u>435.137</u>	<u>318.808</u>
Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	18	1.165.521	688.923
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratiale	19	1.913	1.912
Udskudte skatteforpligtelser	8	3.902	3.227
Langfristede forpligtelser i alt		<u>1.171.336</u>	<u>694.062</u>
Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	18	64.137	39.143
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratiale	19	433	226
Selskabsskat		84	77
Forudbetalte billetter og flerturskort		11.778	11.987
Leverandørgæld		51.225	29.985
Anden gæld		44.040	48.974
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>171.697</u>	<u>130.392</u>
Forpligtelser i alt		<u>1.343.033</u>	<u>824.454</u>
PASSIVER I ALT		<u>1.778.170</u>	<u>1.143.262</u>

Resultatopgørelse for 2016

	<u>Note</u>	<u>2016</u> <u>TDKK</u>	<u>2015</u> <u>TDKK</u>
Omsætning		<u>721.336</u>	<u>670.777</u>
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	3	230.986	249.900
Andre eksterne omkostninger	4	120.647	113.212
Personaleomkostninger	5	<u>148.641</u>	<u>130.270</u>
Omkostninger i alt		<u>500.274</u>	<u>493.382</u>
Driftsresultat før afskrivninger (EBITDA)		221.062	177.395
Af- og nedskrivninger	6	52.852	50.881
Gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver	9	<u>-63</u>	<u>238</u>
Driftsresultat (EBIT)		168.273	126.276
Finansielle indtægter	7	151	3.105
Finansielle udgifter	7	<u>-47.510</u>	<u>-54.148</u>
Resultat før skat		120.914	75.233
Skat af årets resultat	8	<u>-2.043</u>	<u>-910</u>
Årets resultat		<u>118.871</u>	<u>74.323</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		<u>118.871</u>	<u>74.323</u>

Totalindkomstopgørelse for 2016

	<u>Note</u>	<u>2016</u> <u>TDKK</u>	<u>2015</u> <u>TDKK</u>
Årets resultat		<u>118.871</u>	<u>74.323</u>
Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:			
Værdireguleringer af sikringsinstrumenter:			
Årets værdiregulering		58.716	-72.150
Værdireguleringer reklassificeret til skibenes eksterne drifts-			
omkostninger (olieforbrug)		42.621	47.652
Værdireguleringer reklassificeret til finansielle indtægter		0	-2.847
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>101.337</u>	<u>-27.345</u>
Totalindkomst i alt		<u>220.208</u>	<u>46.978</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		<u>220.208</u>	<u>46.978</u>

Balance pr. 31. december 2016

AKTIVER

	Note	2016 TDKK	2015 TDKK
Langfristede aktiver			
Skibe		841.781	810.377
Terminaler og havneanlæg		16.477	13.030
Driftsmidler og inventar		16.499	5.593
Aktiver under opførelse		77.449	0
Materielle aktiver	9	<u>952.206</u>	<u>829.000</u>
 Depositem		14.946	14.946
Kapitalandele i dattervirksomhed	10	130	130
Finansielle aktiver		<u>15.076</u>	<u>15.076</u>
 Langfristede aktiver i alt		<u>967.282</u>	<u>844.076</u>
 Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	11	31.926	24.712
Tilgodehavender fra salg	12	10.257	11.009
Andre tilgodehavender mv.	13	34.757	28.374
Likvide beholdninger	14	99.040	80.361
 Kortfristede aktiver i alt		<u>175.980</u>	<u>144.456</u>
 AKTIVER I ALT		<u>1.143.262</u>	<u>988.532</u>

Balance pr. 31. december 2016**PASSIVER**

	<u>Note</u>	<u>2016 TDKK</u>	<u>2015 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	15,16	283.333	283.333
Andre reserver	17	32.568	-68.769
Overført resultat		2.907	-127.416
Egenkapital i alt		<u>318.808</u>	<u>87.148</u>
Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	18	688.923	730.810
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	19	1.912	2.105
Udskudte skatteforpligtelser	8	3.227	849
Langfristede forpligtelser i alt		<u>694.062</u>	<u>733.764</u>
Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	18	39.143	30.516
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	19	226	32
Selskabsskat		77	92
Periodisering af flerturskort mv.		11.987	10.215
Leverandørgæld		29.985	22.943
Anden gæld		48.974	103.822
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>130.392</u>	<u>167.620</u>
Forpligtelser i alt		<u>824.454</u>	<u>901.384</u>
PASSIVER I ALT		<u>1.143.262</u>	<u>988.532</u>

Resultatopgørelse for 2015

	<u>Note</u>	<u>2015 TDKK</u>	<u>2014 TDKK</u>
Omsætning		670.777	611.862
Andre driftsindtægter		0	9.826
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	4	249.900	249.976
Andre eksterne omkostninger	5	113.212	102.504
Personaleomkostninger	6	130.270	128.446
Omkostninger i alt		493.382	480.926
Driftsresultat før afskrivninger (EBITDA)		177.395	140.762
Af- og nedskrivninger	7	50.881	54.458
Tab/gevinst ved salg af anlægsaktiver	11	238	88
Driftsresultat (EBIT)		126.276	86.216
Finansielle indtægter	8	3.105	3.430
Finansielle udgifter	8	-54.148	-55.123
Resultat før skat		75.233	34.523
Skat af årets resultat	9	-910	-32
Årets resultat		74.323	34.491
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		74.323	34.491
Resultat pr. aktie (EPS)	10	5,3	2,5
Resultat pr. aktie, udvandet	10	5,3	2,5

Totalindkomstopgørelse for 2015

	<u>Note</u>	<u>2015 TDKK</u>	<u>2014 TDKK</u>
Årets resultat		<u>74.323</u>	<u>34.491</u>
Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:			
Dagsværdiregulering af finansielle instrumenter (oliepriskontrakter) indgået til sikring af fremtidige pengestrømme		-27.345	-42.266
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>-27.345</u>	<u>-42.266</u>
Totalindkomst i alt		<u>46.978</u>	<u>-7.775</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		<u>46.978</u>	<u>-7.775</u>

Balance pr. 31. december 2015

AKTIVER

	<u>Note</u>	<u>2015 TDKK</u>	<u>2014 TDKK</u>
Langfristede aktiver			
Skibe		810.377	849.861
Terminaler og havneanlæg		13.030	17.421
Driftsmidler og inventar		5.593	5.281
Materielle aktiver	11	<u>829.000</u>	<u>872.563</u>
 Depositem		14.946	0
Kapitalandele i dattervirksomhed	12	<u>130</u>	<u>130</u>
Finansielle aktiver		<u>15.076</u>	<u>130</u>
 Langfristede aktiver i alt		<u>844.076</u>	<u>872.693</u>
 Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	13	24.712	26.593
Tilgodehavender fra salg	14	11.009	10.058
Andre tilgodehavender mv.	15	28.374	28.023
Likvide beholdninger	16	<u>80.361</u>	<u>4.236</u>
 Kortfristede aktiver i alt		<u>144.456</u>	<u>68.910</u>
 AKTIVER I ALT		<u>988.532</u>	<u>941.603</u>

Balance pr. 31. december 2015

PASSIVER

	<u>Note</u>	<u>2015 TDKK</u>	<u>2014 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	17,18	283.333	283.333
Andre reserver	19	-68.769	-41.424
Overført resultat		-127.416	-201.739
Egenkapital i alt		<u>87.148</u>	<u>40.170</u>
 Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	730.810	759.404
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	21	2.105	2.300
Udsudte skatteforpligtelser	9	849	0
Langfristede forpligtelser i alt		<u>733.764</u>	<u>761.704</u>
 Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	30.516	21.819
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	21	32	149
Selskabsskat		92	106
Periodisering af flerturskort mv.		10.215	7.755
Leverandørgæld		22.943	31.086
Anden gæld		103.822	78.814
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>167.620</u>	<u>139.729</u>
 Forpligtelser i alt		<u>901.384</u>	<u>901.433</u>
 PASSIVER I ALT		<u>988.532</u>	<u>941.603</u>

Resultatopgørelse for 2014

	Note	2014 TDKK	2013 TDKK
Omsætning		611.862	535.524
Andre driftsindtægter		9.826	0
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	4	249.976	260.622
Andre eksterne omkostninger	5	102.504	99.292
Personaleomkostninger	6	128.446	126.688
Af- og nedskrivninger	7	54.458	51.286
Tab/gevinst ved salg af anlægsaktiver	11	88	-9.775
Omkostninger i alt		535.472	528.113
Driftsresultat (EBIT)		86.216	7.411
Finansielle indtægter	8	3.430	4.450
Finansielle udgifter	8	-55.123	-46.882
Resultat før skat		34.523	-35.021
Skat af årets resultat	9	-32	-94
Årets resultat		34.491	-35.115
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		34.491	-35.115
Resultat pr. aktie (EPS)	10	2,5	-2,5
Resultat pr. aktie, udvandet	10	2,5	-2,5

Totalindkomstopgørelse for 2014

	<u>Note</u>	<u>2014 TDKK</u>	<u>2013 TDKK</u>
Årets resultat		<u>34.491</u>	<u>-35.115</u>
Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:			
Dagsværdiregulering af finansielle instrumenter (oliepriskontrakter) indgået til sikring af fremtidige pengestrømme		-42.266	736
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>-42.266</u>	<u>736</u>
Totalindkomst i alt		<u>-7.775</u>	<u>-34.379</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		<u>-7.775</u>	<u>-34.379</u>

Balance pr. 31. december 2014

AKTIVER

	<u>Note</u>	<u>2014 TDKK</u>	<u>2013 TDKK</u>
Langfristede aktiver			
Skibe		849.861	898.287
Terminaler og havneanlæg		17.421	18.112
Driftsmidler og inventar		5.281	7.457
Materielle aktiver	11	<u>872.563</u>	<u>923.856</u>
 Kapitalandele i dattervirksomhed	12	<u>130</u>	<u>130</u>
Finansielle aktiver		<u>130</u>	<u>130</u>
 Langfristede aktiver i alt		<u>872.693</u>	<u>923.986</u>
 Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	13	26.593	24.015
Tilgodehavender fra salg	14	10.058	10.300
Andre tilgodehavender mv.	15	28.023	5.548
Likvide beholdninger	16	<u>4.236</u>	<u>1.179</u>
 Kortfristede aktiver i alt		<u>68.910</u>	<u>41.042</u>
 AKTIVER I ALT		<u>941.603</u>	<u>965.028</u>

Balance pr. 31. december 2014

PASSIVER

	<u>Note</u>	<u>2014 TDKK</u>	<u>2013 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	17,18	283.333	283.333
Andre reserver	19	-41.424	842
Overført resultat		-201.739	-236.230
Egenkapital i alt		<u>40.170</u>	<u>47.945</u>
 Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	759.404	782.970
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	21	2.300	2.152
Langfristede forpligtelser i alt		<u>761.704</u>	<u>785.122</u>
 Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	20	21.819	14.620
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæumsgratualer	21	149	218
Kreditinstitutter		0	16.521
Selskabsskat		106	144
Periodisering af flerturskort m.v.		7.755	8.253
Leverandørgæld		31.086	51.833
Anden gæld		78.814	37.572
		<u>139.729</u>	<u>129.161</u>
Forpligtelser vedrørende ophørte aktiviteter		0	2.800
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>139.729</u>	<u>131.961</u>
 Forpligtelser i alt		<u>901.433</u>	<u>917.083</u>
 PASSIVER I ALT		<u>941.603</u>	<u>965.028</u>

Resultatopgørelse for 2013

	Note	2013 TDKK	2012 TDKK
Omsætning		535.524	464.747
Omkostninger:			
Skibenes eksterne driftsomkostninger	4	260.622	247.481
Andre eksterne omkostninger	5	99.292	83.214
Personaleomkostninger	6	126.688	112.813
Af- og nedskrivninger	7	51.286	91.549
Gevinst/tab ved salg af anlægsaktiver	12	-9.775	-9.727
Omkostninger i alt		528.113	525.330
Driftsresultat (EBIT)		7.411	-60.583
Finansielle indtægter	8	4.450	117
Finansielle udgifter	8	-46.882	-24.362
Resultat af fortsættende aktiviteter før skat		-35.021	-84.828
Skat af årets resultat af fortsættende aktiviteter	9	-94	-42
Årets resultat af fortsættende aktiviteter		-35.115	-84.870
Årets resultat af ophørte aktiviteter	10	0	-3.613
Årets resultat		-35.115	-88.483
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		-35.115	-88.483
Resultat pr. aktie (EPS)	11	-2,5	-6,3
Resultat pr. aktie, udvandet	11	-2,5	-6,3
Resultat pr. aktie, fortsættende aktiviteter	11	-2,5	-6,1
Resultat pr. aktie, fortsættende aktiviteter, udvandet	11	-2,5	-6,1

Totalindkomstopgørelse for 2013

	Note	2013 TDKK	2012 TDKK
Årets resultat		<u>-35.115</u>	<u>-88.483</u>
<i>Poster, der kan blive reklassificeret til resultatopgørelsen:</i>			
Dagsværdiregulering af finansielle instrumenter indgået til sikring af fremtidige pengestrømme		736	-263
Skatteeffekt heraf		<u>0</u>	<u>0</u>
Anden totalindkomst efter skat		<u>736</u>	<u>-263</u>
Totalindkomst i alt		<u>-34.379</u>	<u>-88.746</u>
Fordeles således:			
Aktionærerne i Mols-Linien A/S		<u>-34.379</u>	<u>-88.746</u>

Balance pr. 31. december 2013**AKTIVER**

	<u>Note</u>	<u>2013 TDKK</u>	<u>2012 TDKK</u>
Langfristede aktiver			
Skibe		898.287	469.860
Terminaler og havneanlæg		18.112	18.493
Driftsmidler og inventar		7.457	9.047
Materielle aktiver	12	<u>923.856</u>	<u>497.400</u>
 Kapitalandele i dattervirksomheder	13	130	130
Tilgodehavender hos dattervirksomheder		0	107
Finansielle aktiver		<u>130</u>	<u>237</u>
 Langfristede aktiver i alt		<u>923.986</u>	<u>497.637</u>
 Kortfristede aktiver			
Varebeholdninger	14	24.015	25.815
Tilgodehavender fra salg	15	10.300	13.721
Andre tilgodehavender mv.	16	5.548	6.972
Likvide beholdninger	17	<u>1.179</u>	<u>4.984</u>
 Kortfristede aktiver i alt		<u>41.042</u>	<u>51.492</u>
 AKTIVER I ALT		<u>965.028</u>	<u>549.129</u>

Balance pr. 31. december 2013

PASSIVER

	<u>Note</u>	<u>2013 TDKK</u>	<u>2012 TDKK</u>
Egenkapital			
Aktiekapital	18,19	283.333	283.333
Andre reserver	20	842	106
Overført resultat		-236.230	-201.115
Egenkapital i alt		<u>47.945</u>	<u>82.324</u>
Forpligtelser			
Langfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	21	782.970	358.873
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæum	22	2.152	2.415
Langfristede forpligtelser i alt		<u>785.122</u>	<u>361.288</u>
Kortfristede forpligtelser			
Finansielle leasingforpligtelser	21	14.620	4.978
Hensat forpligtelse til fratrædelser og jubilæum	22	218	8
Kreditinstitutter		16.521	0
Selskabsskat		144	125
Periodisering af flerturskort m.v.		8.253	16.508
Leverandørgæld		51.833	36.438
Anden gæld		37.572	44.365
		129.161	102.422
Forpligtelser vedrørende ophørte aktiviteter	10	2.800	3.095
Kortfristede forpligtelser i alt		<u>131.961</u>	<u>105.517</u>
Forpligtelser i alt		<u>917.083</u>	<u>466.805</u>
PASSIVER I ALT		<u>965.028</u>	<u>549.129</u>

Bilag 23 – Molslinjens reformulerede resultatopgørelser og balancer fra år 2013-2018

Reformuleringerne er sket på baggrund af Molslinjens årsrapporter fra 2013-2018, som kan ses som uddrag i bilag 22.

REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSE (Molslinjen)						
Skattesats	23,50%	23,50%	23,50%	22%	22%	22%
TDKK	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	535.524	611.862	670.777	721.336	761.443	1.060.925
Skibenes driftsomkostninger	-260.622	-249.976	-249.900	-230.986	-221.828	-282.981
Bruttoresultat	274.902	361.886	420.877	490.350	539.615	777.944
Andre eksterne omkostninger	-99.292	-102.504	-113.212	-120.647	-123.027	-196.773
Udgifter til leasing (renter mv.)	-41.576	-48.129	-50.810	-44.400	-67.375	-79.845
Udgifter til olieprissikring	0	-2.605	0	0	0	0
Personaleomkostninger	-126.688	-128.446	-130.270	-148.641	-152.260	-228.170
Resultat af primær drift før skat (EBITDA)	7.346	80.202	126.585	176.662	196.953	273.156
Af- og nedskrivninger	-51.286	-54.458	-50.881	-52.852	-72.019	-105.582
Resultat af primær drift før skat (EBIT)	-43.940	25.744	75.704	123.810	124.934	167.574
Selskabsskat (rapporteret)	94	32	910	2.043	654	-3.121
Skat overført til andre driftsindtægter	-2.297	-2.288	56	-14	-21	-6
Skattebesparelse på finansielt resultat	201	225	55	651	876	3.232
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	-41.938	27.775	74.683	121.130	123.425	167.468
Andre driftsindtægter		9.826	0	0	0	0
Tab/gevinst ved salg af anlægsaktiver	9.775	-88	-238	63	95	25
Skat på andre driftsindtægter	-2.297	-2.288	56	-14	-21	-6
Resultat af andre driftsindtægter efter skat	7.478	7.450	-182	49	74	20
Resultat før finansielle poster	-34.460	35.225	74.501	121.179	123.499	167.488
Finansielle indtægter	4.450	3.430	3.105	151	161	201
Finansielle omkostninger	-5.306	-4.389	-3.338	-3.110	-4.143	-14.894
Nettofinansielt resultat før skat	-856	-959	-233	-2.959	-3.982	-14.693
Skattebesparelse på nettofinansielt resultat	201	225	55	651	876	3.232
Nettofinansielt resultat efter skat	-655	-734	-178	-2.308	-3.106	-11.461
Årets resultat	-35.115	34.491	74.323	118.871	120.393	156.027
Anden totalindkomst	736	-42.266	-27.345	101.337	-4.064	-67.054
Totalindkomst i alt	-34.379	-7.775	46.978	220.208	116.329	88.973

REFORMULERING AF BALANCE (Molslinjen)						
TDKK	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Driftsaktiver						
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	26.854
Materielle aktiver	923.856	872.563	829.000	952.206	1.648.503	2.815.584
Oliesikringsakter	0	0	0	32.623	31.224	1.541
Kapitalandele i ass. virksomheder	130	130	130	130	130	130
Varebeholdning	24.015	26.593	24.712	31.926	30.609	54.566
Tilgodehavender fra salg	10.300	10.058	11.009	10.257	11.262	26.773
Likvide beholdninger	1.179	4.236	80.361	99.040	30.852	99.064
Driftsaktiver i alt	959.480	913.580	945.212	1.126.182	1.752.580	3.024.512
Driftsforpligtelser						
Leasingforpligtelser	797.590	781.223	761.326	728.066	1.229.658	1.255.633
Hensættelse til fratrædelser mv.	2.370	2.449	2.137	2.138	2.346	2.023
Udskudt skatteforpligtelse	0	0	849	3.227	3.902	0
Selskabsskat	144	106	92	77	84	393
Forudbetaling for flerturskort/billetter	8.253	7.755	10.215	11.987	11.778	38.115
Forpligtelser vedr. ophørte aktiviteter	2.800					
Leverandørgæld	51.833	31.086	22.943	29.985	51.225	83.750
Driftsforpligtelser i alt	862.990	822.619	797.562	775.480	1.298.993	1.379.914
Netto driftsaktiver i alt (investeret kapital)	96.490	90.961	147.650	350.702	453.587	1.644.598
Egenkapital	47.945	40.170	87.148	318.808	435.137	521.873
Finansielle forpligtelser						
Kreditinstitutter	16.521	0	0	0	0	1.101.792
Anden gæld	37.572	78.814	103.822	48.974	44.040	179.240
Finansielle forpligtelser i alt	54.093	78.814	103.822	48.974	44.040	1.281.032
Finansielle aktiver						
Depositum		0	14.946	14.946	0	0
Andre tilgodehavender	5.548	28.023	28.374	2.134	25.590	158.307
Finansielle aktiver i alt	5.548	28.023	43.320	17.080	25.590	158.307
Samlet finansiering i alt (investeret kapital)	96.490	90.961	147.650	350.702	453.587	1.644.598

Tjek						
Aktiver i alt	965.028	941.603	988.532	1.143.262	1.778.170	3.182.819
Passiver i alt	965.028	941.603	988.532	1.143.262	1.778.170	3.182.819
Afvigelse		0	0	0	0	0

Bilag 24 – Molslinjens nøgletal

Nøgletallene er udregnet på baggrund af reformuleringerne i bilag 23.

UDREGNING AF NØGLETAL						
TDKK	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Reformuleret resultatopgørelse						
Nettoomæstning	535.524	611.862	670.777	721.336	761.443	1.060.925
NOPAT	-41.938	27.775	74.683	121.130	123.425	167.468
Finansielle omkostninger	-5.306	-4.389	-3.338	-3.110	-4.143	-14.894
Netto finansielle omkostninger før skat	-856	-959	-233	-2.959	-3.982	-14.693
Netto finansielle omkostninger efter skat	-655	-734	-178	-2.308	-3.106	-11.461
Årets resultat	-35.115	34.491	74.323	118.871	120.393	156.027
Reformuleret balance						
Egenkapital (primo)		47.945	40.170	87.148	318.308	435.137
Egenkapital ultimo	47.945	40.170	87.148	318.308	435.137	521.873
Gennemsnitlig egenkapital		44.058	63.659	202.728	376.723	478.505
Finansielle aktiver (primo)		5.548	28.023	43.320	17.080	25.590
Finansielle aktiver (ultimo)	5.548	28.023	43.320	17.080	25.590	158.307
Gennemsnitlige finansielle aktiver		16.786	35.672	30.200	21.335	91.949
Finansielle forpligtelser (primo)		-54.093	-78.814	-103.822	-48.974	-44.040
Finansielle forpligtelser (ultimo)	-54.093	-78.814	-103.822	-48.974	-44.040	-1.281.032
Gennemsnitlige finansielle forpligtelser		-66.454	-91.318	-76.398	-46.507	-662.536
Netto finansielle forpligtelser		-49.668	-55.647	-46.198	-25.172	-570.588
Netto driftsaktiver (Investeret kapital) (primo)		96.490	90.961	147.650	350.702	453.587
Netto driftsaktiver (Investeret kapital) (ultimo)	96.490	90.961	147.650	350.702	453.587	1.644.598
Gennemsnitlig netto driftsaktiver (Inve.kap)		93.726	119.306	249.176	402.145	1.049.093
Nøgletal						
FGEAR (D/E)		1,1	0,9	0,2	0,07	1,2
Kapitaliseringsgrad (NDA/E)		2,1	1,9	1,2	1,07	2,2
Tjek ((NDA/E)-(D/E)=1)		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
r		1,5%	0,3%	5,0%	12,3%	2,0%
ROIC efter skat		29,6%	62,6%	48,6%	30,7%	16,0%
Overskudsgrad (OG)		4,5%	11,1%	16,8%	16,2%	15,8%
Omsætningshastighed (AOH)		6,5	5,6	2,9	1,9	1,0
Tjek på ROIC efter skat=0		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SPREAD (ROIC-r)		28,2%	62,3%	43,6%	18,4%	14,0%
ROE (ROIC+(FGEAR*SPREAD))		79%	117%	59%	32%	33%
ROE (årets resultat/egenkapital)		79%	117%	59%	32%	33%
Tjek på ROE=0		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Bilag 25 – Rockwools nøgletal

Nøgletallene er udregnet på baggrund af reformuleringerne i bilag 12 og 13 samt afsnit 5.

UDREGNING AF NØGLETAL					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019
Reformuleret resultatopgørelse					
Nettoomsætning	2.208	2.202	2.374	2.671	2.757
NOPAT	93	169	222	270	275
Finansielle omkostninger	-24	-10	-15	-12	-10
Netto finansielle omkostninger før skat	-4	-7	-11	-7	-5
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-3	-5	-9	-5	-4
Årets resultat	91	166	214	265	285
Reformuleret balance					
Egenkapital primo	1.303	1.367	1.536	1.685	1.877
Egenkapital ultimo	1.367	1.536	1.685	1.877	2.118
Gennemsnitlig egenkapital	1.335	1.452	1.611	1.781	1.998
Finansielle aktiver	14	20	37	19	30
Finansielle forpligtelser	-405	-224	-219	-249	-244
Netto finansielle forpligtelser	-391	-204	-182	-230	-214
Netto driftsaktiver (investeret kapital) (primo)		1.758	1.740	1.866	2.107
Netto driftsaktiver (investeret kapital) (ultimo)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332
Gennemsnitlig netto driftsaktiver (inve.kap)	1.749	1.749	1.803	1.987	2.220
Nøgletal					
FGEAR (D/E)	0,29	0,14	0,11	0,13	0,11
Kapitaliseringsgrad (NDA/E)	1,31	1,20	1,12	1,12	1,11
Tjek ((NDA/E)-(D/E)=1)	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0
Gennemsnitlige lånerente	0,7%	2,6%	4,8%	2,4%	1,8%
ROIC efter skat	5,3%	9,6%	12,3%	13,6%	12,4%
Overskudsgrad (OG)	4,2%	7,7%	9,3%	10,1%	10,0%
Omsætningshastighed (AOH)	1,26	1,26	1,32	1,34	1,24
Tjek på ROIC efter skat=0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
SPREAD (ROIC-gennemsnitlig lånerente)	4,6%	7,0%	7,5%	11,2%	10,6%
ROE (ROIC+(FGEAR*SPREAD)	7%	11%	13%	15%	14%
ROE (net profit after tax/equity)	7%	11%	13%	15%	14%
Tjek på ROE=0	0%	0%	0%	0%	0%

Bilag 26 – Forkortelser

$$WACC = \frac{NIBL}{NIBL+MVE} * r_d * (1 - t) + \frac{MVE}{NIBL+MVE} * r_e$$

NIBL = Markedsværdi af nettorentebærende gæld

MVE = Markedsværdi af egenkapital

r_d = lånerenten på den rentebærende gæld

r_e = ejernes afkastkrav

t = selskabets marginal skattesats

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

r_f = risikofri rente

β_e = egenkapitalens systematiske risiko

r_m = afkast på markedsporteføljen

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopræmie

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

r_d = omkostninger til fremmedkapital

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg (baseret på kreditvurdering)

t = selskabsskat

$$EV_0 = \sum \frac{FCFF_n}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC-g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

FCFF = frit cash flow til virksomheden

g = vækstrate i terminalperioden

Bilag 27 – Risiko fri rente (Renten på en 10-årig statsobligation)

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid

	2019M12
10 årig statsobligation	-0,21

Enhed : pct. pro anno

Kontakt : Jesper Søgaard Dreesen [✉ jsd@dst.dk](mailto:jsd@dst.dk) [☎ +45 39 17 30 54](tel:+4539173054)

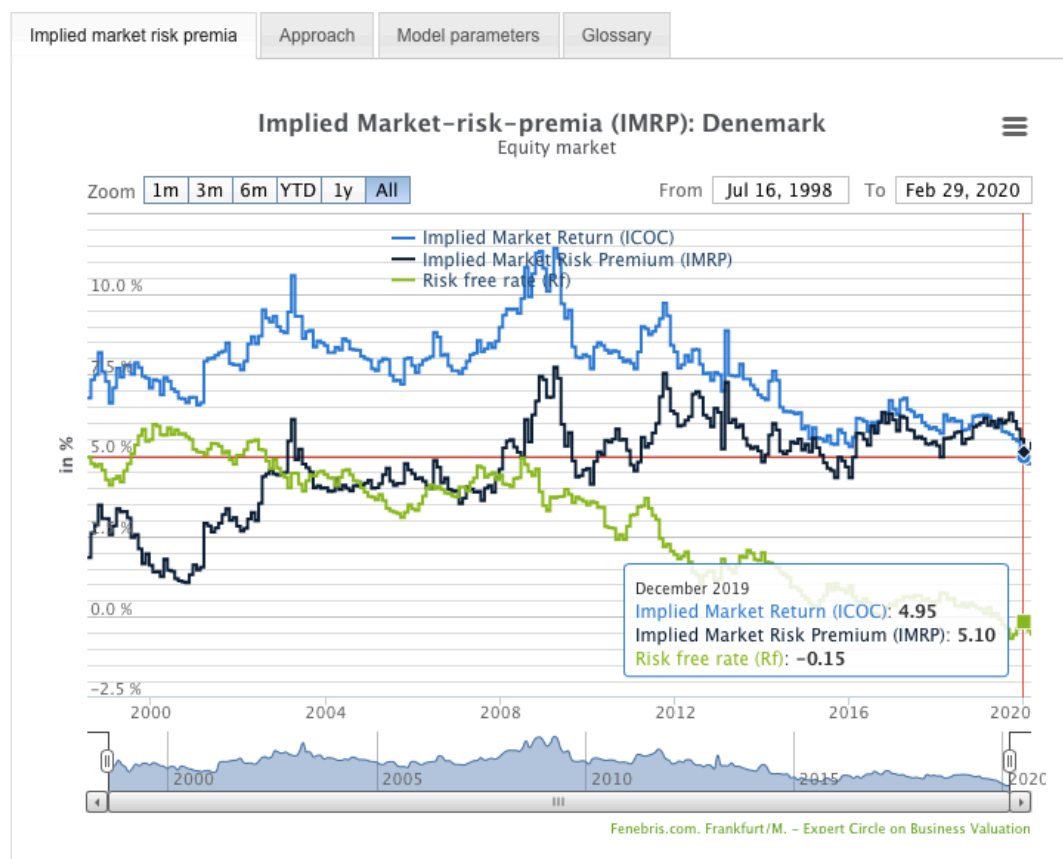
Information : [📖 Vis statistikdokumentation](#) [💬 Begreber](#)

Du kan gemme udtræk til senere brug, samt automatisk få besked når din tabel er opdateret.

[Tilmeld dig her](#)

Kilde: <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp> (Besøgt den 23/3 2020)

Risikofri rente = -0,21%



Kilde: <http://www.market-risk-premia.com/dk.html> (Besøgt den 23/3 2020)

Risikofri rente = -0,15%

Bilag 28 – Rockwools på B-aktien beta på egenkapitalen

Levered/Unlevered Beta of Rockwool International A/S (ROCK.B I DNK)

Beta is a statistical measure that compares the volatility of a stock against the volatility of the broader market, which is typically measured by a reference market index. Since benchmark, the market's beta is always 1. When a stock has a beta greater than 1, it means the stock is expected to increase by more than the market in up markets and decrease more than the market in down markets. Conversely, a stock with a beta lower than 1 is expected to rise less than the market when the market is moving up, but fall less than the market when the market is moving down. Despite being rare, a stock may have a negative beta, which means the stock moves opposite the general market trend.

Rockwool International A/S shows a Beta of 1.11.

This is slightly higher than 1. The volatility of Rockwool International A/S according to this measure is slightly higher than the market volatility.

Beta (Ref: OMXC20)

	Levered beta	Unlevered beta
1-Year	1.11	1.18
2-Year	0.99	1.05
3-Year	0.97	1.03

International Peers - Rockwool International A/S

Company Name	Ctry	Market Cap. last (mUSD)	Beta 1-Year	Year-To-Date Price Change (in local currency)
Rockwool International ...	DNK	3 212	1.11	-33.2%
International Peers Median			1.35	-28.7%

Kilde: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/30064SD/Rockwool-International-A-S/Beta> (Besøgt den 23/3 2020)

Beta = 1,11

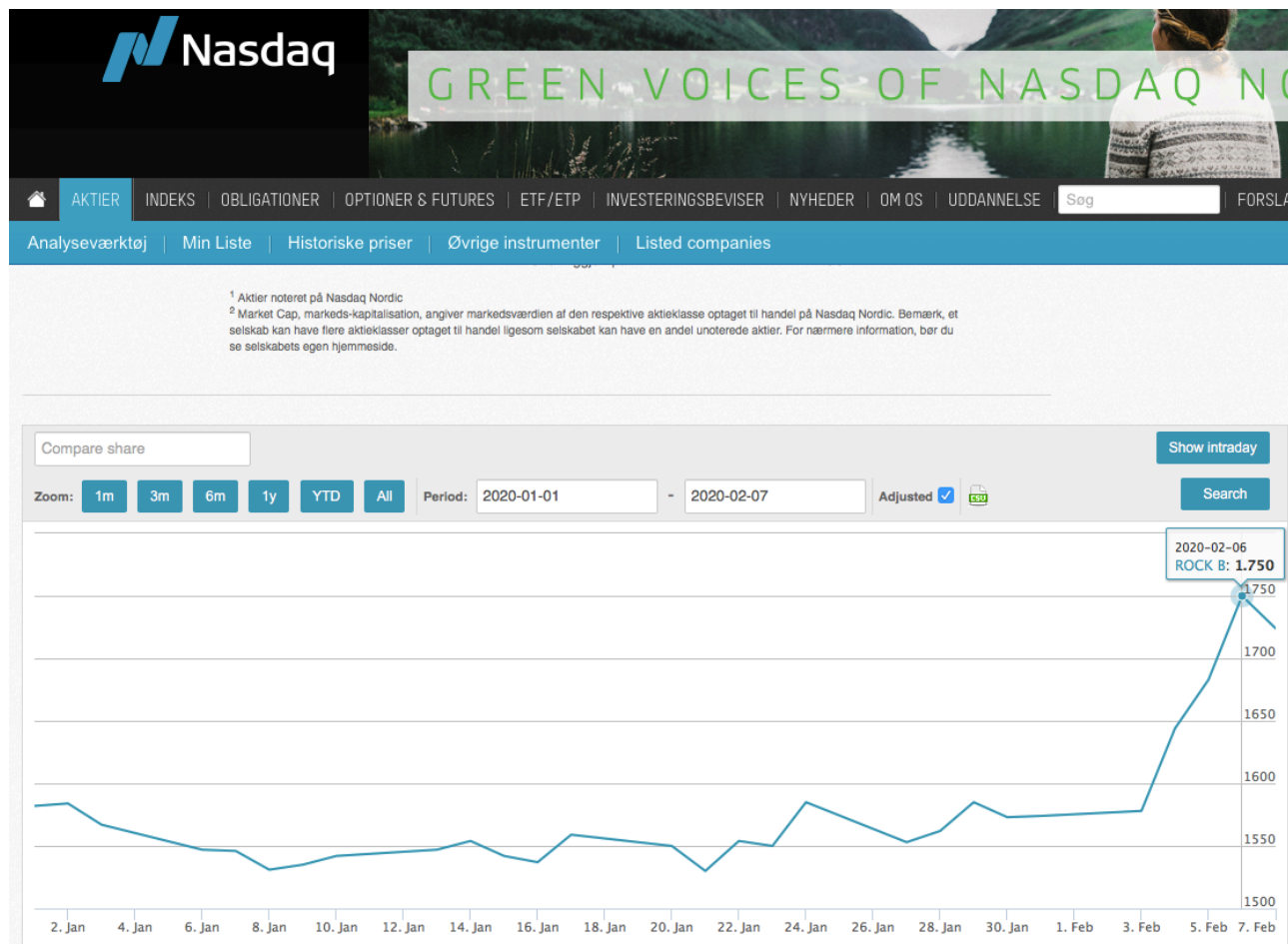
Industry Name	Number of firms	Beta
Advertising	47	1.44
Aerospace/Defense	77	1.23
Air Transport	18	1.44
Apparel	51	1.06
Auto & Truck	13	1.10
Auto Parts	46	1.21
Bank (Money Center)	7	1.00
Banks (Regional)	611	0.57
Beverage (Alcoholic)	21	1.13
Beverage (Soft)	34	1.22
Broadcasting	27	1.21
Brokerage & Investment Banking	39	1.46
Building Materials	42	1.23

Kilde: Damodaran's hjemmeside:

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (Besøgt den 23/3 2020)

Beta = 1,23

Bilag 29 – Rockwools kurs på B-aktien den 6. februar 2020 (skæringsdatoen)



Kilde: <http://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?Instrument=CSE3456> (Besøgt den 14/4 2020)

Bilag 30 – Kreditvurdering af Saint Gobain

Jf. bilag 6 Saint-Gobain en af Rockwools konkurrenter på det europæiske marked for isolation, hvorfor der ved estimeringen af Rockwools selskabsspecifikke risikotillæg tages udgangspunkt i Saint-Gobains kreditvurdering.

Compagnie de Saint-Gobain

Issuer Credit Rating						
Rating Type	Rating	Rating Date	Last Review Date	Regulatory Identifiers	CreditWatch/ Outlook	CreditWatch/ Outlook Date
Local Currency LT	BBB Regulatory Disclosures	24-Jul-2009	20-Jun-2019	EU	Stable	30-Apr-2014
Local Currency ST	A-2 Regulatory Disclosures	30-Apr-2004	20-Jun-2019	EU		
Foreign Currency LT	BBB Regulatory Disclosures	24-Jul-2009	20-Jun-2019	EU	Stable	30-Apr-2014
Foreign Currency ST	A-2 Regulatory Disclosures	30-Apr-2004	20-Jun-2019	EU		
View Ratings Definitions Debt Types						

Kilde: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/entity/-/org-details/sectorCode/CORP/entityId/112469 (Besøgt den 17/3 2020)

Bilag 31 – Fremgangsmåde til udarbejdelse af proforma-opgørelser

Step	Income statement		Value drivers
1	Revenue	I	Revenue growth
2	Operating expenses (excl. depreciation)		(1 – 3)
3	= Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation (EBITDA)	II	EBITDA-margin: $\left(\frac{\text{EBITDA}}{\text{Revenue}} \right)$
4	Depreciation and amortisation	III	Depreciation as a percentage of intangible and tangible assets (11)
5	= Operating profit before tax (EBIT)		(3 – 4)
6	Tax on EBIT	IV	Tax rate
7	= Net operating profit after tax (NOPAT)		(5 – 6)
8	Net financial expenses before tax	V	Net borrowing rate × NIBL (18)
9	Tax shield		(IV) × (8)
10	= Net earnings (E)		(7 – 8 + 9)
Balance sheet			
	Assets		
11	Intangible and tangible assets	VI	Intangible and tangible assets as a percentage of revenue
12	Net working capital + Inventory + Receivables – Accounts payable – Other operating liabilities	VII	Net working capital as a percentage of revenue
13	Invested capital (net operating assets)		(11 + 12)
	Equity and liabilities		
14	Equity, beginning of period		
15	+ Net earnings		(10)
16	– Dividends		(28)
17	Equity, end of period		(14 + 15 – 16)
18	Net interest-bearing liabilities (NIBL)	VIII	Net interest-bearing liabilities as a percentage of invested capital (13)
19	Invested capital (Equity + NIBL)		(17 + 18)
Cash flow statement			
20	NOPAT		(7)
21	+ Depreciation and amortisation		(4)
22	– Δ Net working capital		(Δ 12)
23	– Net investments (non-current assets)		(Δ 11 + 4)
24	= Free cash flow to the firm (FCFF)		
25	+ Δ Net interest-bearing liabilities		(Δ 18)
26	Net financial expenses after tax		(8 – 9)
27	= Free cash flow to equity holders (FCFE)		(24 + /– 25 – 26)
28	– Dividends		All FCFE is paid as dividends (– 27)
29	= Cash surplus		(27 – 28) = 0

Kilde: Petersen, C. m.fl. (2017), s. 255.

Bilag 32 – Danmarks BNP 2019

Centrale økonomiske størrelser							
Realvækst i forhold til året før, pct.	2018	2019	2020	2021	2018	2019	
					4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP (real), pct.	1,5	1,8	1,5	1,5	0,8	0,2	0,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.971	3.011	3.036	3.058	2.986	3.000	3.008
Ledighed, brutto, 1.000 personer	108	104	100	95	105	104	104
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,7	7,0	6,6	6,2	7,1	5,6	9,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,6	2,2	-0,3	-0,5	0,0	2,3	2,7
Huspriser ¹ , pct. år-år	3,8	2,4	3,5	3,0	3,3	2,3	2,2
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,7	0,8	1,0	1,5	0,7	1,2	0,7
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,4	2,4	2,8	3,1	2,4	2,3	2,2

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.
² Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne skøn.

Kilde:

https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/09/ANALYSE_nr%202020_Udsigter%20for%20dansk%20%20%20%20%20september%202019.pdf (Besøgt den 23/3 2020)

BNP i realvækst for 2019 = 1,8%

Bilag 33 – Rockwools proforma-opgørelser

FORUDSÆTNINGER											
	Historisk					Budgetperiode					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Salgsvækst		0,3%	7,8%	12,5%	3,2%	3,2%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	1,8%
EBITDA-margin	15%	18%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT-margin	6,2%	10,3%	12,0%	12,8%	12,9%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Skattesats	23,50%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Renten på finansielle forpligtelser (lånerenten)	0,7%	2,6%	4,8%	2,4%	1,8%	2%	3%	3%	3%	3%	2%
Vækst i investeret kapital	0,80	0,79	0,79	0,79	0,85	0,88	0,90	0,91	0,92	0,94	0,90
Vækst i egenkapital	78%	78%	88%	90%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
Vækst i finansielle forpligtelser	23%	13%	12%	12%	10%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Vækst i finansielle aktiver	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

RESULTATOPGØRELSE											
	Historisk					Budgetperiode					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Nettoomsætning	2.208	2.202	2.374	2.671	2.757	2.845	2.931	3.018	3.109	3.202	3.260
Driftsomkostninger	-1.899	-1.825	-1.966	-2.115	-2.225	-2.305	-2.374	-2.445	-2.518	-2.594	-2.641
EBITDA	324	387	445	507	532	541	557	574	591	608	619
Afskrivninger	-187	-160	-160	-166	-176	-171	-176	-181	-187	-192	-196
EBIT	137	227	286	341	356	370	381	392	404	416	424
Skat på EBIT	44	59	64	71	80	81	84	86	89	92	93
NOPAT	93	169	222	270	275	289	297	306	315	325	331
Nettofinansielle omkostninger, før skat	-4	-7	-11	-7	-3	-5,5	-8,7	-9,1	-9,4	-9,9	-6,5
Skatteeffekt	1	1	2	2	1	1,2	1,9	2,0	2,1	2,2	1,4
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-3	-5	-9	-5	-2	-4,3	-6,8	-7,1	-7,4	-7,7	-5,0
Årets resultat	91	166	214	265	285	284	290	299	308	317	326

BALANCE											
	Historisk					Budgetperiode					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332	2.504	2.638	2.747	2.860	3.010	2.934
Egenkapital	1.367	1.536	1.685	1.877	2.118	2.228	2.347	2.445	2.546	2.679	2.611
Finansielle forpligtelser	405	224	219	249	244	300	317	330	343	361	352
Finansielle aktiver	14	20	37	19	30	25	26	27	29	30	29
Nettofinansielle forpligtelser	391	204	182	230	214	275	290	302	315	331	323
Samlet finansiering (investeret kapital)	1.758	1.740	1.866	2.107	2.332	2.504	2.638	2.747	2.860	3.010	2.934

FCFF + FCFE											
	Historisk					Budgetperiode					
EURm	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Terminalår
NOPAT	93	169	222	270	275	289	297	306	315	325	331
Afskrivninger	187	160	160	166	176	171	176	181	187	192	196
Ændring i investeret kapital	-	18	-127	-241	-225	-172	-134	-109	-113	-150	76
Free cash flow to the form (FCFF)	280	347	255	195	226	287	339	378	388	367	602
Ændring i nettofinansielle forpligtelser	-187	-22	48	-16	61	15	-12	-12	-16	8	4
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-2,9	-5,3	-8,7	-5,5	-1,9	-4,3	-6,8	-7,1	-7,4	-7,7	-5,0
Free cash flow to equity holders (FCFE)	90	319	294	174	285	298	320	358	364	368	601
Dividende	-90	-319	-294	-174	-285	-298	-320	-358	-364	-368	-601
= cash surplus = 0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 34 – Værdiansættelsesmodeller



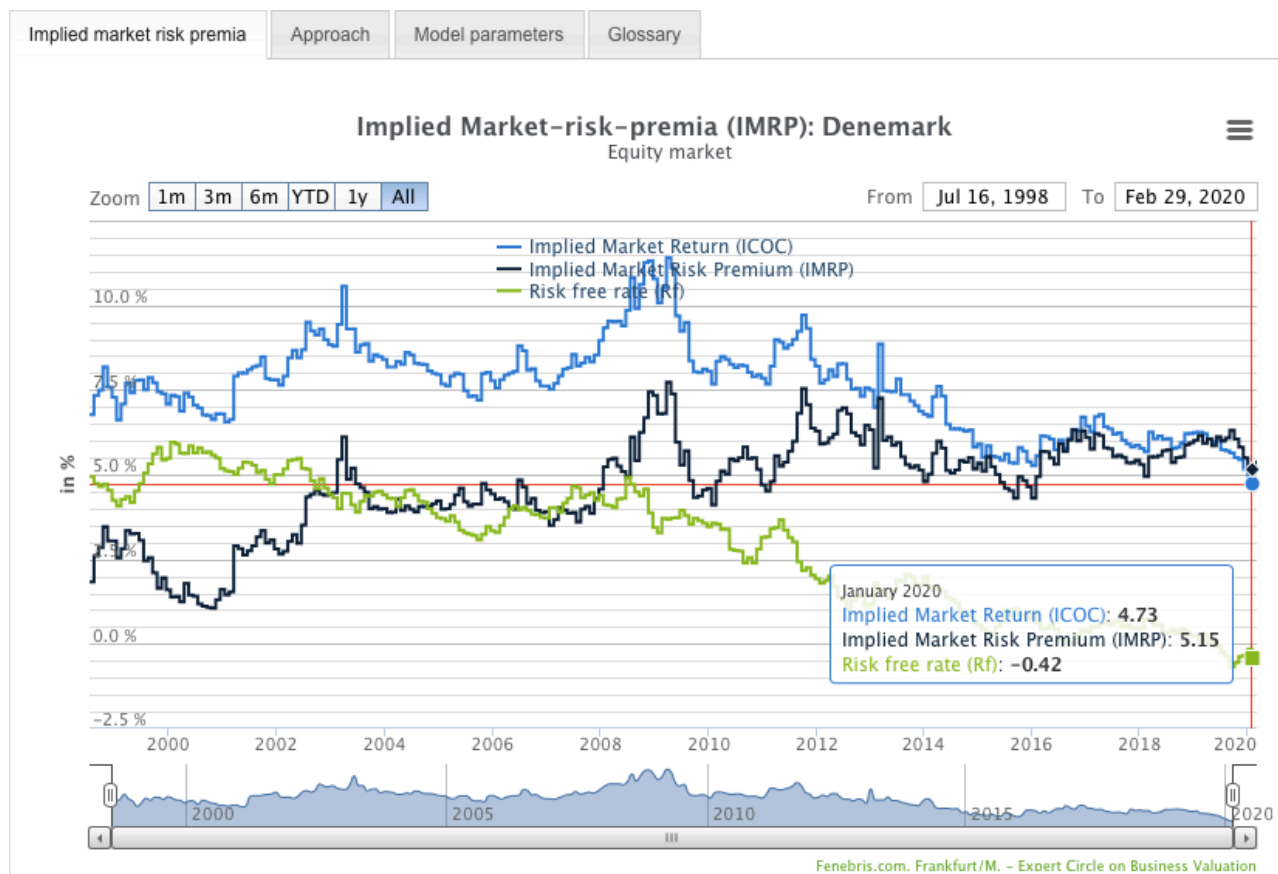
Kilde: Petersen, m.fl., 2017, s. 298.

Bilag 35 – Markedets risikopræmie

Country	Africa	Moody's rating	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Total Equity Risk Premium
Denmark	Western Europe	Aaa	5,20%	0,00%	5,20%

Kilde: Damodarans hjemmeside: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Besøgt den 23/3 3030)

Markedets risikopræmie = 5,2%



Kilde: <http://www.market-risk-premia.com/dk.html> (Besøgt den 23/3 2020)

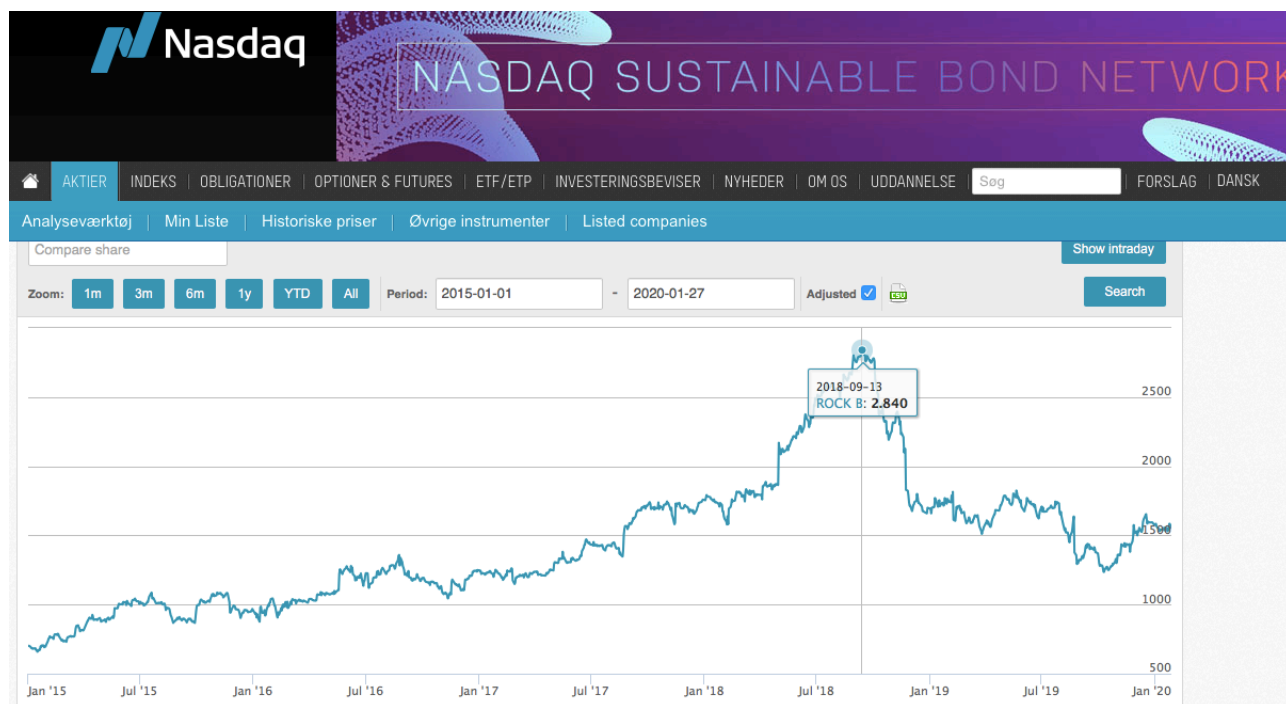
Markedets risikopræmie = 5,15%

Bilag 36 – Værdiansættelse af Rockwool ud fra DCF-modellen

β	1,80%
WACC	7,16%

DKKm	1	2	3	4	5	
	2020	2021	2022	2023	2024	Terminal
FCFF	2.127	2.511	2.796	2.873	2.716	
Diskonteringsfaktor	0,93	1,15	1,23	1,32	1,41	
NV af FCFF	2.279	2.186	2.272	2.179	1.922	
Summen af NV FCFF	10.839					
Terminalværdi						51.622
NV af terminalværdi						36.532,01
Virksomhedsværdi (EV)	47.371					
Netto finansielle forpligtelser	-1.584					
Værdi af egenkapital	45.787					
Antal aktier:						
A-aktier	11.231.627					
B-aktier	10.743.296					
Total	21.974.923	21,9749 mio.				
Pris pr. aktie	2.156					
Markedsværdi af B-aktien den 6/2 2020	1.750					
Forskel	406					

Bilag 37 – Kursen på Rockwools B-aktie i analyseperioden



Kilde:

<http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3456&name=Rockwool%20Int.%20B&ISIN=DK0010219153> (Besøgt den 27/3 2020)