

HD- afhandling

HD (F) 8. semester forår 2007

Institut for regnskab og finansiering og logistik

Opgaveskriver:

Torben Wulff, eks. nr. 276799

Stig Sommer, eks. nr. 276851

Vejleder:

Palle Nierhoff

Værdiansættelse af Rockwool A/S

- Strategisk analyse og værdiansættelse af Rockwool

Handelshøjskolen i Århus

2007

Executive English Summary

The purpose of this assignment is to find a fair value of the company Rockwool International A/S on the date 15.03.2007. Furthermore we want to involve equity funds, to find out, whether an equity fund will set the same fair value of the company as the traditional investor will.

The assignment is structured around a strategic analysis where Rockwools internal and external conditions are determined. Afterwards we compose an analysis of Rockwools historical economic performance. The results of both analysis are used in the budget process where we estimate the future performance of the company. We calculate the firm's free cash flow and discount it with the calculated weighted-average cost of capital. Subsequently we find the fair value of the company and compare it with the value on the financial market.

Rockwool is one of the worlds leading producers of stone wool. Stone wool is an insulation material that at the same time insulate and secures building in the case of a fire. Rockwool was founded in 1909 and today the company has more than 8.000 employees and 22 production facilities all over the world. In 2006 the company had a turnover of dkk 11.5 billion.

The strategic analysis showed us three main conditions that we in particularly had to take into consideration in the budget phase. First the capacity situation for Rockwool and in the business in general is very problematic. For a long period the capacity has been under pressure because of heavy demand. Rockwool and most of it's competitors are investing heavily in new capacity to cover the demand. We predict a situation where the capacity is getting to large in the long run. The situation with an overcapacity means falling prices and turnover as a result of this. The second factor is the increased attention on energy solutions and in general large environmentally questions. New EU-legislation for minimum requirements to insulation in buildings, and the effects from the global Kyoto-agreement are most likely to have a large positive effect on the future Rockwool turnover. The third and last condition is the activity level in the construction business. The construction business is affected from a number of factors among these is the interest rate level, the economic situation in especially in the EU and at last new substitutable products. The construction business is a cyclic business and the business has the latest years been characterized of high growth. It's difficult to see this development continue in the long run, but in the short run we se now signs of a slow down.

The largest competitors where located as Saint Gobain in France, Knauf in Germany and finally URSA in Spain. Rockwool has in the latest years been more successful than its competitors when we look at the historical economic performance.

We carried out an analysis of the historical economic performance in the period 2002-2006 based on the reformulated accounts. Rockwool's economic situation has improved significantly in the period. The company turnover has improved from dkk 7.9 billion to dkk 11.5 billion in 2006 as mentioned above. Return on equity has improved from 1.3% in 2002 to 17.4% in 2006 and the operating profit margin improved from 1.2% in 2002 to 8.4% in 2006.

The company beta is calculated to 0.48 but is estimated higher and determined to 0.8. The risk free rate is 3.88% and the demanded return on the stock market is 9.38%. CAPM is used to calculate the expected return on equity and is calculated to 8.28%. The future debt ratio is estimated to 20% and the expected return on debt is fixed to 5%. Rockwool's WACC is calculated to 7.34%.

We used three scenarios to calculate Rockwool's fair value. The steady state scenario counted 60% in the weighted valuation. The up side and down side scenario both counted 20%. We used the DCF-model and the residual income model and we used a ten-year budget period. The fair value was found to dkk 1.222. The market closing price on the pricing day was dkk 1.044 for the a-stock and dkk 1.060 for the b-stock. The conclusion is that Rockwool is fundamentally undervalued in the market, which means that investors are recommended to buy the stock.

The sensitivity of the result with respect to the key value drivers and other discretionary choices made throughout the valuation was thoroughly examined. In the first sensitivity analysis we regulated beta and the market risk premium, which indicated a value between dkk 820 and 1.820. The second analysis showed that regulations in the terminal period have a great influence for the final result. In the third analysis we regulated the weight for all three scenarios in the budget phase. The results showed a fair value between dkk 1.134 and 1.298.

In the assignment we made a new valuation from the view of a private equity fund. Rockwool is partly owned by the Rockwool foundation and by members of the former owner family. Together

they own 46% of the share capital and 53% of the votes, but still we estimate that an equity fund could see Rockwool as a boy-out candidate. The reason is that Rockwool has a strong management, a strong game plan, the company is on a market with a large potential and the company has a stable cash flow. The regulations of the Rockwool foundation says that the stocks in the Rockwool company can be sold if two third of the board decides to.

A private equity fund is making value by making changes in the capital structure where debt is increased. An increase in debt is giving a lot of opportunities, for instance new investments or buy-outs. The debt ratio is assumed to 70%. A change in the capital structure also means a change in the WACC because of the differences in the expected return of the investment. We assume that an equity fund has a bigger expected return on 15% than on the stock marked in general. Furthermore we estimate that the risk in the company increases to 1.2 for the beta-value.

In the budget phase we estimated the future cash flow. We were a little bit more positive than earlier in the assignment and the reason is that an equity fund often has more expansive growth plans and a higher demand for return.

The new valuation indicated a fair value for the Rockwool stock on dkk 1.507. The value is 23% higher than the traditional valuation and is therefore significantly higher. This indicates that an equity fund would see Rockwool as a potential boy-out target.

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	7
2. Problemformulering	8
3. Kildevalg	9
4. Metodevalg	9
5. Afgrænsning	12
6. Virksomhedsbeskrivelse	13
6.1 Historie	14
6.2 Rockwool koncernen	16
6.2.1 Isoleringsområdet inkl. Build Desk	17
6.2.2 Rockwool Systems	20
6.3 Økonomisk situation & finansiell målsætning	22
7. Corporate Governance	25
8. Strategisk analyse	31
8.1 Analyse af forretningsområderne	31
8.2 PESTEL-analyse	35
8.3 Kapacitet	37
8.4 Fremtidsudsigter for Rockwool	39
8.4.1 Økonomisk tilstand i Eurozonen & Global vækst	39
8.4.2 Byggeaktivitet	40
8.4.3 Olie- og råvarepriserne	42
8.4.4 EU-direktiv samt Kyoto-aftalen	42
8.4.5 Substituerende produkter	43
8.5 SWOT-analyse	44
8.6 Konkurrentanalyse	46
8.7 Delkonklusion	48
9. Regnskabsanalyse	50
9.1 Reformulering af regnskabet	51
9.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen	52
9.1.2 Reformulering af resultatopgørelsen	52
9.1.3 Reformulering af balancen	53
9.1.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen	54
9.2 Rentabilitetsanalysen	54
9.2.1 Overskudsgrad	55
9.2.2 Aktivernes omsætningshastighed	57
9.2.3 Afkastningsgraden	58
9.2.4 Finansiell Gearing	59
9.2.5 SPREAD	60
9.2.6 Egenkapitalforrentning	61
9.3 Risikoanalyse	62
9.3.1 Driftsmæssig risiko	63
9.3.2 Finansiell risiko	63
9.4 Delkonklusion	65
10. Budgettering og værdiansættelse	67
10.1 Værdiansættelsesmodeller og Kapitalomkostning	67
10.1.1 DCF-modellen	67
10.1.2 Residualindkomstmodellen	68

10.1.3 WACC.....	69
10.1.4 Kapitalstruktur	70
10.1.5 Afkastkrav til egenkapitalen	72
10.1.6 Afkastkrav til fremmedkapitalen	75
10.1.7 Fastlæggelse af WACC.....	77
10.2 Budgettering.....	78
10.2.1 Steady State.....	79
10.2.2 Up side	80
10.2.3 Down side	81
10.3 Beregning af fair value.....	82
10.4 Relativ værdiansættelse	85
10.4.1 Peer group	86
10.5 Følsomhedsanalyse	88
10.6 Delkonklusion	91
11. Kapitalfond.....	93
11.1 Generelt om kapitalfonde.....	95
11.2 Strategi & Finansiering	96
11.3 Kapitalstruktur	97
11.4 Kapitalomkostninger & Afkastkrav	99
11.5 Værdiansættelse af Rockwool ud fra en kapitalfond synsvinkel	100
11.5.1 LBO karakteristika for Rockwool.....	100
11.5.2 Ændring i kapitalstruktur	101
11.5.3 Rockwools nye vægtede kapitalomkostninger.....	101
11.5.4 Budgettering og værdiansættelse	103
11.6 Delkonklusion	105
12. Konklusion.....	106
13. Litteraturliste.....	110
Bilag.....	113

1. Indledning

Da aktier over tid, alt andet lige, giver et højere afkast end investering i traditionelle obligationer, er interessen for aktier som investeringsalternativ markant stigende.¹ Forklaringen skal findes i det historisk set lave renteniveau samt i stigende velstand blandt private. At institutionelle såvel som private investorer i højere og højere grad kaster deres opmærksomhed på investering i aktier har afledt et stigende informationsbehov fra begge parter. Informationsbehovet bliver dækket af banker og andre analysevirksomheder, der i stor stil kanaliserer information til investorerne i form af omfangsrige analyser af børsnoterede selskaber. Sådanne analyser benyttes i stort omfang af investorer og rådgivere i den daglige investeringsplanlægning.

Selskabet Rockwool International A/S² er noteret på Københavns Fondsbørs, og selskabet dækkes i dag af over 10 eksterne analytikere. Rockwool A-aktien lukkede den 15.3.2007 i kurs 1044 og B-aktien i kurs 1.060. Rockwool er en spændende dansk virksomhed, der beskæftiger sig inden for energi- og isoleringsbranchen. Branchen er i en rivende udvikling, og selskabets markedsværdi er steget anseligt de senere år. I opgaven vil vi foretage en værdiansætte af Rockwool for at kunne konkludere på, hvorvidt selskabet er fair værdiansat på det finansielle marked.

I opgaven vil vi inddrage et emne, der er meget oppe i tiden nemlig kapitalfonde. Kapitalfonde har i mange år været en aktiv aktør på de finansielle markeder, men det er især indenfor de seneste 3 år, at fondene har fået massiv mediedækning. Rockwool er et potentielt emne for kapitalfonde, hvorfor vi vælger at inddrage denne vinkel i opgaven.

Formålet med denne afhandling på HD 2. del (F) er bl.a. ved hjælp af en DCF-analyse at foretage en konkret værdiansættelse af selskabet Rockwool samt at undersøge, hvorvidt en kapitalfond vil værdiansætte selskabet anderledes i forhold til traditionelle investorer.

¹ FinansInvest, dec. 2006, nr. 8, side 7

² Benævnes i opgaven som Rockwool

2. Problemformulering

I rapporten udarbejdes en værdiansættelse af selskabet Rockwool, for at undersøge om selskabet er attraktivt prisfastsat i forhold til markedskursen den 15.3.2007. Værdiansættelsen af Rockwool foretages ud fra to synsvinkler henholdsvis en traditionel³ investor samt en kapitalfond.

På denne baggrund vil følgende tese blive besvaret i rapporten;

”Er det børsnoterede selskab Rockwool International A/S under- eller overvurderet i forhold til den aktuelle markedskurs, og vil selskabet blive værdiansat på samme vis såfremt værdiansættelsen foretages af en kapitalfond?”

Besvarelsen af hovedtesen skal munde ud i en konkret anbefaling til brug for nuværende og potentielle investorer samt konkludere på, hvorvidt en kapitalfond finder Rockwool interessant med henblik på et opkøb.

Følgende underspørgsmål relaterer sig til den strategiske- og regnskabsmæssige analyse og har til formål at underbygge værdiansættelsen;

- *Hvilken virksomhed er Rockwool og på hvilke markeder er Rockwool beskæftiget?*
- *Hvilke interne og eksterne forhold er væsentlige i forhold til en værdiansættelse af Rockwool?*
- *Hvordan forholder Rockwool sig til Corporate Governance?*
- *Hvordan har den økonomiske udvikling været i Rockwool de seneste 5 år?*

Følgende underspørgsmål har til formål at afdække værdien af Rockwool for henholdsvis den traditionelle investor samt for kapitalfonde.

- *Hvilken værdi har Rockwools aktie i forhold til en DCF- og en residualindkomst værdiansættelse?*
- *Hvilken indflydelse på aktiekursen har ændringer i input parametrene?*
- *Hvilken værdi har Rockwools aktie ud fra en kapitalfonds synsvinkel?*

³ Ved en traditionel investor forstår vi såvel en privat- som en institutionelinvestor.

3. Kildevalg

Ekstern information er primært indhentet via bøger benyttet på HD (F) studiet, Rockwools hjemmeside, andre relevante hjemmesider, regnskaber og fondsbørsmeddelelser, men også fra eksterne værdiansættelsesanalyser af Rockwool udarbejdet af pengeinstitutter og andre analysevirksomheder.

Yderligere information er indhentet fra selve virksomheden Rockwool ved et telefoninterview med IR-manager Linette Oling fra Rockwool samt telefoninterview med direktionssekretær Lars Cords fra kapitalfonden Axcel. Endvidere er der indhentet oplysninger fra diverse brancheforeninger.

Ved brugen af information fra de anvendte kilder gøres der opmærksom på, at der i nogle tilfælde vil være tale om skøn samt subjektive holdninger og vurderinger.

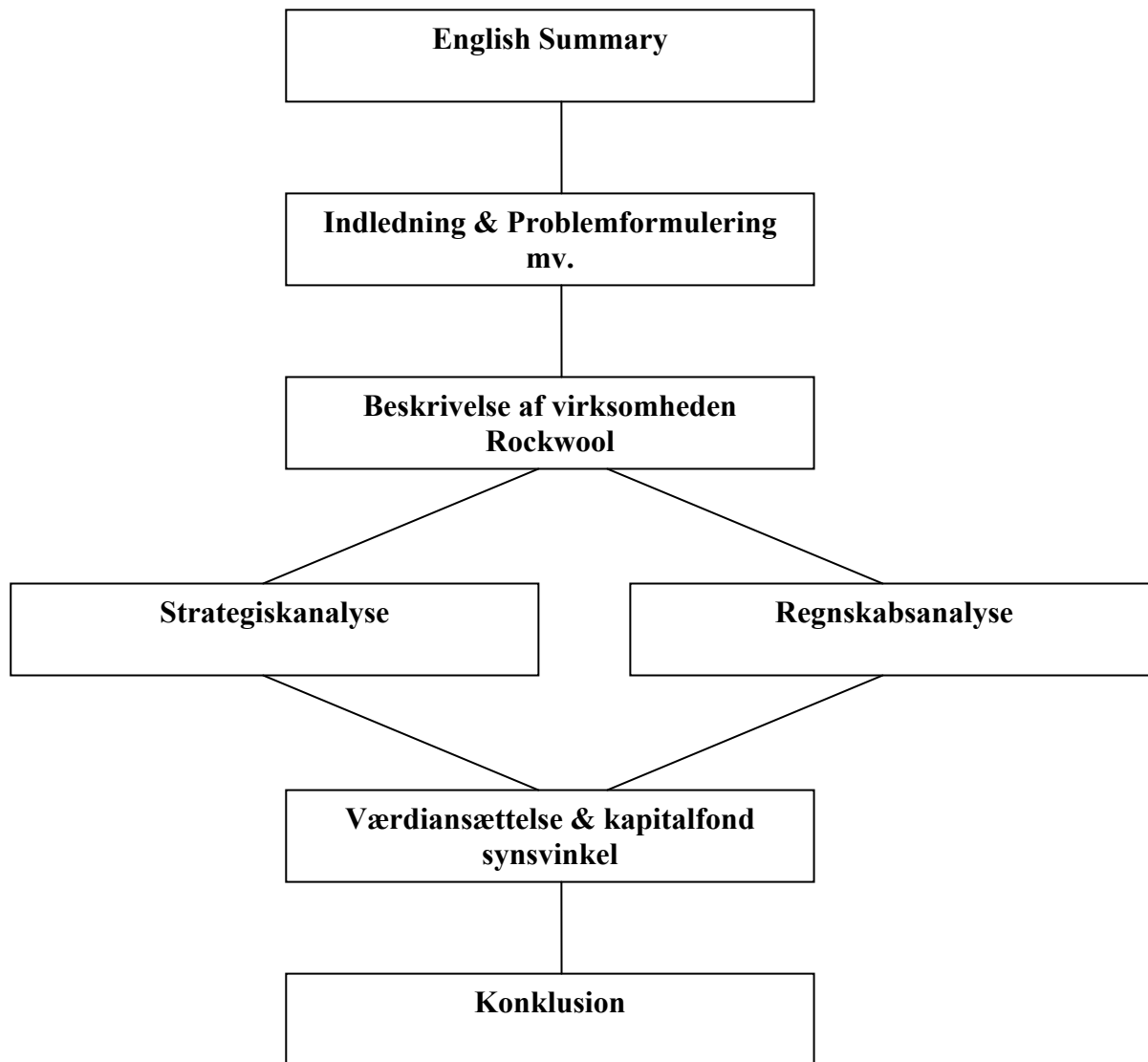
4. Metodevalg

Opgaven skal være praktisk anvendelig, hvorfor der gennem opgaven tages en praktisk indgangsvinkel til teorien og de udførte analyser. Opbygningen af opgaven vil tage udgangspunkt i Elling & Sørensens bog *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"* fra 2005. Teorien, der benyttes i opgaven, beskrives løbende før den anvendes.

Opgaven vil blive opbygget i fire dele og er illustreret i figur 4.1;

- 1) Strategiskanalyse
- 2) Regnskabsanalyse
- 3) Værdiansættelse
- 4) Værdiansættelse ud fra en kapitalfonds synsvinkel

Figur 4.1; Model for opgavens opbygning



Kilde; Egen tilvirkning

Strategisk analyse

Den strategiske analyse udføres med henblik på at lokalisere ikke-finansielle værdidrivere i Rockwool. Før den strategiske analyse kan udarbejdes, indledes opgaven med en kort beskrivelse af selve virksomheden samt et afsnit, hvor virksomheden sættes i forhold til Nørby-udvalgets anbefaling på området for Corporate Governance.

Selve den strategiske analyse indledes med en analyse af Rockwools forretningsområder, hvor Boston-modellen benyttes. Den strategiske analyse bliver yderligere suppleret af en PESTEL-analyse, hvor de samfundsmæssige forhold analyseres. Vi benytter en SWOT-analyse, hvor såvel Rockwools interne som eksterne forhold analyseres. Formålet med SWOT-analysen er at få klarlagt virksomhedens stærke og svage sider, samt hvilke muligheder og trusler virksomheden står overfor i fremtiden. Til slut udføres en konkurrentanalyse, hvor Rockwools nærmeste konkurrenter indenfor isoleringsbranchen lokaliseres og beskrives.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udføres med henblik på at vurdere den økonomiske udvikling i Rockwool. Formålet med analysen er, i værdiansættelsesfasen, at være bedre i stand til at estimere den fremtidige udvikling i de finansielle værdidrivere. Der tages udgangspunkt i de seneste fem årsregnskaber for Rockwool, hvilket betyder at analysen udføres for perioden 2002-2006.

Analyserne af den historiske økonomiske udvikling baseres på reformulerede regnskabsdata. Dette gælder for egenkapitalen, resultatopgørelsen, balancen samt på pengestrømsopgørelsen. Formålet er at forklare om cash flowet er drifts- eller finansieringsrelateret.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i selskabets egenkapitalforretning, afkastgrad, overskudsgrad samt omsætningshastigheder. Efterfølgende udarbejdes en risikoanalyse.

Værdiansættelse

På baggrund af den strategiske og den regnskabsmæssige analyse udføres en kritisk budgettering for den fremtidige økonomiske udvikling for Rockwool. Budgetteringen foretages via 3 scenarier: et steady state, et up side og et down side scenarie. Budgetteringen danner grundlag for den egentlige værdiansættelse, der udføres ved hjælp af DCF- samt residualindkomstmodellen. DCF-modellen benyttes til at beregne egenkapitalværdien på baggrund af det fremtidige frie cash flow. Residualindkomstmodellen tilbagediskonterer det overnormale overskud og tillægger denne værdi til den nuværende bogførte værdi. En nærmere beskrivelse af modellerne udføres i kapitel 10.

For at fastsætte Rockwools kapitalomkostning (WACC)⁴, herved menes ejernes gennemsnitlige afkastkrav til selskabet, benyttes CAPM.⁵

På baggrund af ovenstående analysearbejde konkluderes, hvorvidt Rockwool er under- eller overvurderet i forhold til den aktuelle markedskurs. Efterfølgende kan en konkret anbefaling gives til nuværende og potentielle investorer. Denne anbefaling understøttes af en relativ værdiansættelse, hvor Rockwools nærmeste konkurrenter inddrages. Der foretages herefter en følsomhedsanalyse for at få klarlagt, hvilke parametre der har væsentlig indflydelse på konklusionen i værdiansættelsen.

Værdiansættelse ud fra en kapitalfonds synsvinkel

For at perspektivere afhandlingen til andre dele af pensum på HD (F) studiet og for at relatere opgaven til relevante finansieringsmæssige emner, som er oppe i tiden, har vi valgt at inddrage en kapitalfonds synsvinkel på Rockwool. Først beskrives en traditionel kapitalfond overordnet, herunder hvilke bevægegrunde en kapitalfond har, hvilken strategi fondene arbejder ud fra og hvilke virkemidler kapitalfondene har.

Herefter vil vi på baggrund af den indhentede viden om kapitalfonde konkludere på, hvorvidt en kapitalfond vil værdiansætte Rockwool på samme vis, som de traditionelle investorer, og derved om Rockwool er et potentielt opkøbssemne for kapitalfonde. Vi vil benytte samme værdiansættelsesmodeller og tilgang som er benyttet i den traditionelle værdiansættelse.

5. Afgrænsning

Onsdag den 15. marts 2007 er fastsat som skæringsdato og er dermed dagen for værdiansættelsen af Rockwool, og efterfølgende eksterne begivenheder og interne oplysninger fra Rockwool i form af fondsbørsmeddelelser og lignende medtages ikke i opgaven.

I opgaven afgrænses fra problemstillingen om ejerstrukturen i Rockwool gør selskabet til et interessant emne for kapitalfonde. Endvidere afgrænses der fra en omfattende diskussion om,

⁴ WACC = Weighted-average cost of capital = De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

⁵ CAPM = Capital Asset Pricing Model.

hvorvidt ejerstrukturen umuliggør et egentlig opkøb. Det forudsættes, at når selskabet er børsnoteret, er selskabet i realiteten til salg.

I den strategiske analyse bestemmes det at omsætningen og indtjeningen er markant størst i isoleringsdivisionen. Med henblik på værdiansættelsen afgrænses der fra at budgettere den fremtidige udvikling for Systems divisionen men det vælges udelukkende at budgettere udviklingen i isoleringsdivisionen.

Vi vælger i konkurrentanalysen i kapitel 8.6 at fokusere på mineraluldsproducenter, selvom vi er bevidste om, at producenter med substituerende produkter bør betragtes som ligeværdige konkurrenter til Rockwool. Endvidere foretages der kun en overordnet analyse på de største konkurrenter til Rockwool.

Vi værdiansætter Rockwool uden hensynstagen til aktieklasser. Vi underlader ydermere en diskussion omhandlende kursforskellen mellem a- og b-aktien.

Analysen af selskabet foretages på koncernniveau og ikke af selve moderselskabet. Moderselskabet fungerer som en form for holdingselskab og indeholder kun aktier i datterselskaber og i associerede virksomheder.

Der er fremstillet lovforslag der bl.a. begrænser kapitalfondes muligheder for at udnytte skatteskjoldet. Forslaget er endnu ikke vedtaget, hvorfor vi undlader denne problemstilling i opgaven.

6. Virksomhedsbeskrivelse

Rockwoolkoncernen er blandt verdens førende udbydere af produkter, systemer og løsninger til at sikre energieffektive, brandsikre og akustisk velregulerede bygninger. Koncernens byggerelaterede sortiment spænder vidt lige fra traditionelle isoleringsprodukter, akustiske lofter og dekorative facadeplader til it-værktøjer og konsulentytelser vedrørende energirigtige design, konstruktion og renovering af bygninger. Uden for byggesektoren er vigtige forretningsområder dyrkningsløsninger

til gartnerier, specialfibre til industrielle anvendelser samt støj- og vibrationsdæmpning omkring trafik anlæg.⁶

6.1 Historie

Virksomhedens historie går helt tilbage til 1909, hvor den blev grundlagt af Gustav Kahler og H. J. Henriksen. Det startede som en grusgrav, på en mindre ø i Storebælt, og der skulle gå mere end 25 år, før selskabet begyndte med den stenuldsproduktion, som selskabet er kendt for i dag. Dette skete i 1937, hvor en stenuldsfabrik blev etableret i Hedehusene. Idéen til opstarten af stenuldsproduktion havde man fået efter en studietur til USA, hvor det var lykkedes at erhverve rettighederne til produktion og salg af stenuld i Tyskland og Skandinavien.

1937 var også året, hvor Rockwool startede produktion af stenuld i Sverige og Norge. Efter et par gode år med pæn omsætningsvækst, stagnerede omsætningen under krigen. Det var svært for Rockwool at skaffe råvarer, og omkostningerne i forbindelse med produktionen steg betydeligt. Efter krigen steg salget for alvor igen. Det var blevet meget dyrt at opvarme boligerne på grund af de høje energipriser, og befolkningen var for alvor blevet opmærksom på mulighederne for at reducere varmeregningen ved brug af isoleringsmaterialer. Dette samt store teknologiske fremskridt inden for produktionen fik omsætningen til at stige fra kr. 1,3 mio. i 1946 til kr. 6,7 mio. i 1950.

1950erne bød på yderligere teknologiske fremskridt for Rockwool, men også på stor ekspansion. Således havde koncernen ved udgangen af årtiet 7 fabrikker, 6 i Skandinavien og 1 i Tyskland. I starten af 1960erne blev der indført lovmæssige krav til tykkelsen af isolering i Danmark. Således skulle der på daværende tidspunkt være 50 mm isolering på loftet, hvilket kan syntes som et lavt niveau mod de i dag gældende regler på 250 mm. Ikke desto mindre var det første gang at man oplevede krav til minimumsisolering, og salget nærmest eksploderede for Rockwool i dette årti. I starten af årtiet var omsætningen på kr. 50 mio. og i 1969 nåede omsætningen kr. 335 mio.

Op gennem 1970erne nød Rockwoolkoncernen godt af oliekriserne, og endnu engang kom der stor fokus på koncernens produkter. Samtidig var det årtiet hvor Grodan blev lanceret, et miljøvenligt og energibesparende produkt til brug i gartneriindustrien. Sidst i 70erne blev en ny og banebrydende

⁶ Rockwool Årsrapport 2006.

teknologi indenfor stenuldsproduktionen udviklet. Denne såkaldte letuldsproces gav stenuldsproducenterne et teknologisk forspring i forhold til glasuldsproducenterne, som ellers op gennem 60erne og 70erne havde haft de bedste produkter. Koncernen udvidede produktionen således, at der ved udgangen af 70erne nu også var produktion i Wales og Holland.

Rockpanel blev lanceret i 1985 og var et banebrydende og nyskabende produkt fra Rockwool. Rockpanel bruges til dekorativ facadeisolering. 1980erne var ellers et hårdt årti for stenuldsproducenterne, og flere gik konkurs efter lang tids prisrig. Dette var starten til en periode med krise i byggebranchen. Samtidig hermed kom der fokus på mineraluld som et muligt kræftfremkaldende produkt, hvilket igen efter en periode blev afkræftet. Ved udgangen af 1980erne havde Rockwool etableret produktion i Frankrig og Canada.

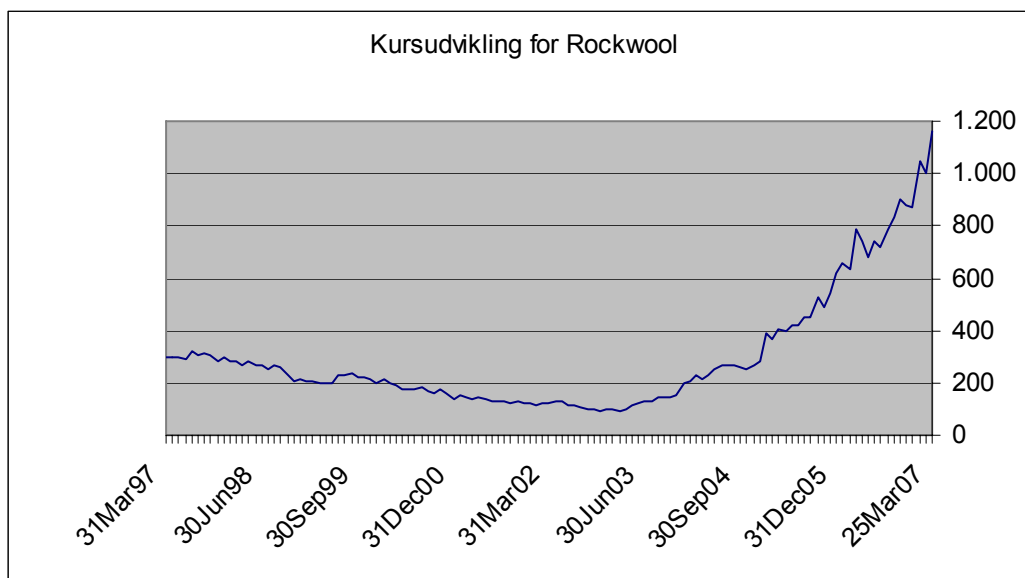
Fra 1990 og frem til i dag har det stort set kun været en lang optur for Rockwool. Især det hidtil uopdyrkede marked i Østeuropa blev interessant for Rockwool efter Berlinmurens fald. Allerede i 1991 købte koncernen en fabrik i det tidligere Østtyskland, og i 1993 købte Rockwool Polens største fabrik af den polske stat. I 1995 fulgte opkøb af fabrikker i Polen og Ungarn. I forlængelse af den internationale klimakonference i Kyoto i 1997, hvor det blev besluttet at reducere verdens CO₂ udslip med 5% inden 2010, blev forbedret isolering af huse anset som et af de bedste værktøjer til at opfylde målsætningen. En beslutning som anses for at være en vigtig milepæl for Rockwool og koncernens fremtidige afsætningsmuligheder.

Efterfølgende har Rockwool haft travlt med at få udvidet produktionskapaciteten. I et forsøg på at følge med efterspørgslen har koncernen købt eller opført nye fabrikker i følgende lande, hvor koncernen ikke tidligere var repræsenteret: Tjekkiet, Rusland, Spanien, Italien, Nordamerika og Malaysia. Rockwoolkoncernen har også på nuværende tidspunkt 2 fabrikker under opførelse i henholdsvis Kroatien og Schweiz.

Rockwoolkoncernen bliver børsnoteret på Københavns Fondsbørs i 1996. En børsintroduktion uden samtidig kapitalfremskaffelse. Argumentationen for børsnoteringen var, at Rockwool var blevet så stor og aktierne så vidt udbredt, at det var naturligt for selskabet at blive noteret på Københavns

Fondsbørs.⁷ Som det ses af nedenstående figur og som nævnt i indledning har selskabet aktiekurs udviklet sig positivt siden selskabet blev børsnoteret.

Figur 6.1; Rockwools kursudvikling siden børsintroduktionen i 1996



Kilde; Reuters & Egen tilvirkning

I 1997 etablerede Rockwool, RockDelta. Et nyt forretningsområde indenfor anvendelsen af mineraluld til brug for ”grønne” lydbarrierer i forbindelse med anlægningen af veje eller som vibrationsbarrierer under jernbaneskiner. Rockwool lancerer i 2001 BuildDesk, et forretningsområde som er baseret på software og konsulentbistand til brug for beregninger af bygningers energitilstand.

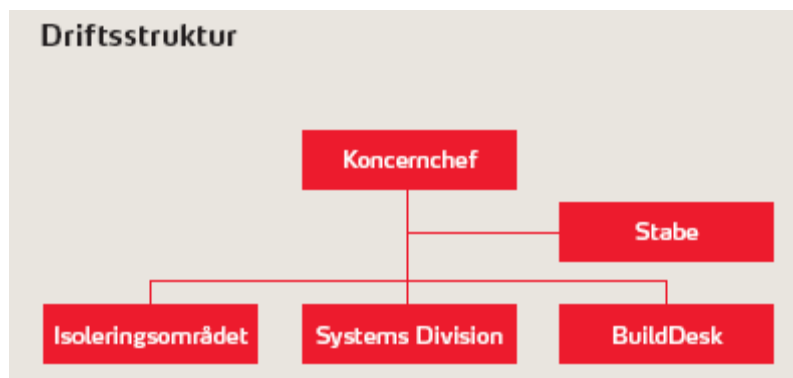
6.2 Rockwool koncernen

For at opnå et bedre kendskab til Rockwool og de enkelte forretningsområder som selskabet opererer på, vil vi nedenfor gennemgå de enkelte forretningsområder. Under isoleringsområdet, som er Rockwool koncernens klart største, vil der samtidig være en nærmere forklaring på, hvad stenuld er, og hvordan det produceres.

⁷ Rockwool International A/S introduction on the Copenhagen Stock Exchange 1996.

Overordnet kan koncernen opdeles i to forretningsdivisioner, Systems division og isoleringsområdet. I Systems division indgår RockDelta, Rockfon, Rockpanel, Grodan og Lapinus, og isoleringsområdet består af den gamle kerneforretning, Isolering, samt Marine & Offshore og BuildDesk. Omsætning- og indtjeningsudvikling for de to divisioner vil blive kommenteret under afsnittene for de enkelte divisioner.

Figur 6.2; Rockwools driftsstruktur;



Kilde; Årsregnskab 2006

6.2.1 Isoleringsområdet inkl. Build Desk

Vi vælger at sammenlægge BuildDesk og Isolering, idet denne fordeling fremgår af Rockwools regnskaber. Således består forretningsområdet af Isolering, Marine & Offshore og BuildDesk.

Isoleringsområdet er Rockwools største forretningsområde, og divisionen står for 85% af den samlede omsætning i 2006. Omsætning var i 2006 på kr. 10,9 mia., hvilket er en fremgang på 15% i forhold til 2005. Væksten i omsætningen skyldes såvel højere salgspriser som øget efterspørgsel. Indtjening i divisionen var på kr. 739 mio. i 2006 mod kr. 706 mio. i 2005, hvilket svarer til en fremgang på 4,6%.⁸

Der har været vækst i omsætningen på alle europæiske markeder, men især på de Central- og Østeuropæiske markeder har væksten været størst. Det tyske marked udgør 15% af den samlede omsætning, og her var der også fremgang efter flere år med tilbagegang. Der var ligeledes omsætningsfremgang på det Nordamerikanske marked på trods af en afmatning i boligmarkedet i slutning af 2006. Se endvidere kapital 6.3 for omsætning fordelt på de enkelte lande.

⁸ Rockwool årsregnskab 2006, side 25.

Væksten kan forklares af et højt aktivitetsniveau indenfor byggeribranchen, opsving i europæisk økonomi samt en øget fokus på energieffektiviseringer. Råvarepriserne var i 2006 ligeledes stigende, hvilket forklarer den relativt lavere fremgang i indtjening set i forhold til omsætningsvæksten.

Isolering⁹

Produktionen af stenuld er en proces, som er en menneskeskabt kopi af et af naturens mest imponerende fænomener: vulkanudbruddet. Ideen opstod oprindeligt tilbage i 1920'erne, da videnskabsmænd efter et vulkanudbrud på Hawaii fandt nogle uldtotter i naturen. Ingen kunne i første omgang forklare hvor uldtotterne kom fra, men ved en nærmere undersøgelse, viste det sig, at de stammede fra selve vulkanudbruddet. Under et vulkanudbrud bliver sten fra vulkanens indre udsat for så kraftig varme, at de smelter og slynges op i luften. Inden stenmassen rammer jorden igen, har luftens afkøling forvandlet stenene til uld. Det er denne proces, der hver eneste dag genskabes i Rockwools produktion.

Stenuld isolerer både mod varme og kulde og er derfor et effektivt isoleringsmateriale til at spare på varmen og holde en behagelig temperatur i bygninger samtidig med, at der opnås et bedre indeklima uden trækgener.

Stenuld er et meget brandsikkert isoleringsmateriale. Materialet kan ikke brænde, og kan tåle temperaturer på over 1.000°C uden at smelte. Dette giver ikke brugeren sikkerhed mod ildebrand, men hvis uheldet er ude, så vil en konstruktion med stenuld holde væsentlig længere end en konstruktion med andre typer isoleringsmaterialer.

Brug af stenuld er meget miljøvenlig, da det er produceret af naturens egne sten. Samtidig er stenuld godt for miljøbalancen, da stenuld produceret på den rigtige måde, allerede 3 uger efter det er installeret har vendt sin miljøbalance fra minus til plus. Det vil sige at isolering med stenuld produceret på den rigtige måde, har sparet lige så meget energi og forurening, som det kræver ved produktionen. Den primære grund til, at stenuld bidrager til et bedre miljø, er, at isolering sparer energi og dermed CO₂-udslip. CO₂-besparelser betyder, at der lægges en dæmper på drivhuseffekten, som er en miljøskadelig opvarmning af jorden.

Stenuld er fugt- og vandafvisende. Korrekt udført isolering sikrer en sund bolig, idet lave indetemperaturer og kondensdannelse undgås.

⁹ www.rockwool.com

Marine & Offshore¹⁰

På grund af nutidens meget strenge krav til det isoleringsmateriale, der anvendes i den maritime industri og i offshore industrien, har Rockwool oprette et selskab som kun tager sig af dette forretningsområde. Rockwools produkter er specielt udviklet, hvad angår produkternes egenskaber indenfor brandbeskyttelse, akustik og termik. Rockwool Marine & Offshore har gennem mange år været en af verdens førende udbydere indenfor brandsikker isolering til Marine & Offshore-industrien.

Indenfor Offshore-industrien bliver Rockwools produkter brugt i forbindelse med isolering af undervandsrørledninger. Ved hjælp af isoleringen er det muligt at bore på større vanddybde og opnå højere olietemperaturer, hvilket forbedrer effektiviteten, når der bores efter olie. Denne måde at sælge isolering på er meget projektorienteret, og kunderne er typisk store olieselskaber. Rockwool har blandt andet deltaget i projekter med følgende kunder: Statoil, Shell og British Gas.¹¹

Indenfor det maritime område er det mere standardiserede produkter, der afsættes. Produkterne ligner til forveksling dem, der bruges til isolering af huse, og produceres i bats efter standardmål. Isoleringen bruges mellem de enkelte dæk på et skib eller i skroget. I den forbindelse benyttes forskellige produkter, alt efter om det er et containerskib, tankskib, isbryder osv., der skal isoleres.

BuildDesk¹²

BuildDesk er Rockwools nyeste forretningsområde. BuildDesk leverer tjenesteydelser, it-værktøjer samt konsulentbistand i relation til energioptimering af nybyggeri samt ved større renoveringsprojekter.

Selskabet blev etableret i 2001 og er i fuld gang med at etablere sig på det europæiske marked. BuildDesk blev etableret i Tyskland i 2003 og er de sidste to år udvidet til også at være repræsenteret i Benelux, England og Danmark. Ideen bag forretningsområdet for BuildDesk er BuildDesk softwaren, som er en række Windowsbaserede programmer. Programmerne er i stand til at udføre en lang række opgaver, f.eks. udregning af bygningers energiudnyttelsesgrad og

¹⁰ www.rockwool-marine.com

¹¹ http://www.rockwool-marine.com/graphics/rw_marine/Sub_Sea_pipelines/Reference%20list.pdf.

¹² www.builddesk.dk

generering af den nødvendige dokumentation for byggetilladelser. BuildDesk leverer software, service og rådgivning.

BuildDesk er lanceret som en forløber til EU direktivet EBPD (The Energy Performance of Buildings Directive), som trådte i kraft 4. januar 2003. EBPD er et regulativ der omhandler, at alle EU lande inden 2006 skal introducere et nyt bygningsreglement med strammere krav til beregning af energibehov i bygninger.¹³

6.2.2 Rockwool Systems

Rockwool Systems består af i alt fem forretningsområder og kendetegnende for alle områder er, at de ikke direkte har noget med isoleringsprodukter at gøre. Systems udgør 15% af Rockwools totale omsætning svarende til kr. 1,8 mia. Systems oplever ikke samme vækst som isoleringsdivisionen, og væksten fra 2005 til 2006 var på netto 4%. Indtjeningen var i 2006 på kr. 171 mio., hvilket udgør 18% af det samlede overskud. Indtjeningen steg med 60% i forhold til 2005, hvilket Rockwool selv betegner som meget tilfredsstillende.¹⁴

Rockwool Grodan¹⁵

Grodan udvikler og sælger vandafskydende systemer til brug for gartneriindustrien. Ved hjælp af systemerne opnår gartnerierne en bedre mulighed for at styre klimaet i drivhusene. Grønsagerne kan dyrkes i systemerne uafhængig af jordbundsforholdene, og de giver samtidig brugeren en større produktionssikkerhed samt højere kvalitet på produkterne. Grodan arbejder tæt sammen med industrien for hele tiden at kvalitetsudvikle deres produkter for derigennem at opnå de bedste mulige vækstbetingelser i drivhusene.

Rockfon¹⁶

Rockfon gruppen markedsfører forsænkede akustikloftsystemer i hele verden til forbedring af indeklimaet i bygninger. Systemerne sælges primært på den æstetiske løsning, men sikrer samtidig god akustik, lysrefleksion, hygiejne samt brand- og fugtmodstand.

¹³ www.europa.eu

¹⁴ Rockwool årsregnskab 2006.

¹⁵ www.grodan.dk

¹⁶ www.rockfon.dk

Rockfon tilbyder loftløsninger til anvendelsesområder primært indenfor administrations-, uddannelses-, sundheds- samt fritidssektoren. Generelt har produkterne sin anvendelse i lokaler, hvor der er mange mennesker samlet, eller hvor der er anvendt hårde reflekterende materialer på gulve og vægge.

Produkterne bliver fremstillet på fabrikkerne i Danmark, Holland, Frankrig og Polen og distribueres via salgsselskaber til resten af verden. Rockfon gruppen er en af Europas største producenter af akustiklofter og tilhørende systemer.

Rockpanel¹⁷

Rockwool Rockpanel producerer og sælger dekorative plader til bygninger. Pladerne bruges til facader, samt til stern og vindskeder, hvor der er behov for løsninger, som kræver et minimum af vedligeholdelse. Facadepladerne bearbejdes som træ og er meget holdbare. Rockpanel-facadeplader er fabrikeret af stenuldsfibre, der er presset under højt tryk. Pladerne er derfor formfaste, holdbare og vedligeholdelsesvenlige. De produceres i et bredt spektrum af designs og farver. Desuden kan alt materialet genbruges. Rockpanel-plader er velegnede til mange formål, men anvendes i langt de fleste tilfælde til nybyggeri og reovering af bygninger. Rockpanel har salgsselskaber i seks europæiske lande, og produktionen finder sted på selskabets fabrik i Holland.

RockDelta¹⁸

RockDelta leverer løsninger til bekæmpelse af udendørs støj- og vibrationsproblemer fra vej- og jernbanetrafik. Selskabet har to hovedproduktområder: støjskærme, der monteres langs med trafik anlæg og vibrationsisolering, der monteres under skinneanlæg ved f.eks. tog eller sporvogne. RockDelta er Europas førende leverandør af støj- og vibrationsdæmpning. Gennem lokale partnere og distributører markedsføres RockDeltas produkter over hele Europa og på udvalgte oversøiske markeder.

¹⁷ www.rockpanel.dk

¹⁸ www.rockdelta.dk

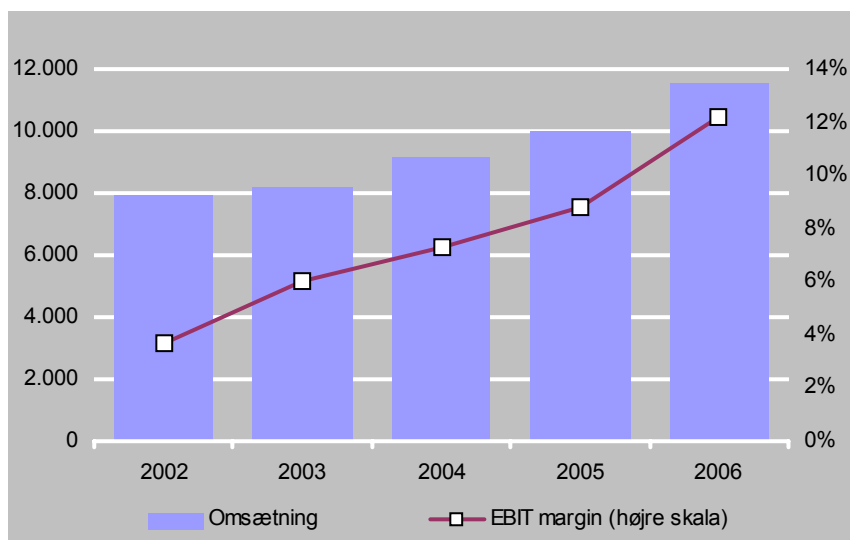
Lapinus Fibres¹⁹

Lapinus Fibres udvikler og markedsfører specialfibre til armering af friktionsmaterialer, pakninger, plastik og andre special applikationer. Virksomheden har mere end 15 års erfaring i at producere og udvikle specialfibre og er det eneste selskab, der på verdensplan har ry for at kunne levere et bredt udbud af specialfibre. Disse fibre har mange forskellige anvendelsesområder og er blandt andet at finde i produkter som: bremses til biler og tog, overfladebehandling af tøj og meget andet. Virksomheden har opnået en førende position indenfor sit område, og har størst omsætning inden for bilindustrien.

6.3 Økonomisk situation & finansielt målsætning

Rockwools omsætning har været stærk stigende de sidste 5 år og koncernen omsatte i 2006 for i alt kr. 11,54 mia. Selskabets overskudsgrad (EBIT-margin) er fulgt med den stigende omsætning og var i 2006 på 12,2%. Selskabets har i dag 22 produktionsfaciliteter fordelt på 19 i Europa, 2 i Nordamerika samt 1 i Asien. Rockwool har over 8.000 ansatte på verdensplan.

Figur 6.3; Udvikling i omsætning og EBIT margin for Rockwool koncernen

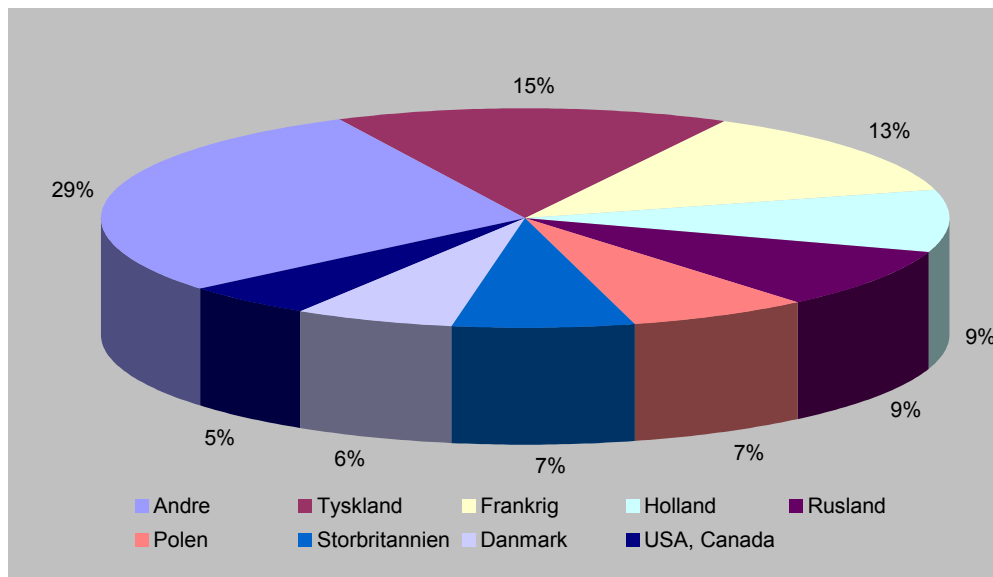


Kilde; Årsrapporterne 2002-2006 & Egen tilvirkning

¹⁹ www.lapfibres.com

Koncernen har sin hovedvægt på det Europæiske marked, men har også produktion og salg i Asien og Nordamerika. Herudover har Rockwool et stort netværk af forhandlere, partnere og andre forretningsforbindelser, som gør, at koncernens produkter bliver solgt over det meste af verden.

Figur 6.4: Omsætningen fordelt på lande



Kilde; Årsregnskab 2006 & Egen tilvirkning

Rockwool har oplevet høj vækst målt på omsætning og indtjening, hvilket har bevirket, at selskabets soliditet er øget fra 59% i 2002 til 70% i 2006 målt i forhold til aktiverne. Den samlede egenkapitalen er øget med 46,3% i samme periode til kr. 6.003 mio. i 2006 ud af en samlet balance på kr. 8.611 mio. Den rentebærende gæld har været konstant lav, og Rockwool har i dag en stor likvid beholdning og har derved et stærkt kapitalberedskab til at finansiere nye projekter og investeringer i f.eks. yderligere kapacitet.²⁰

Rockwool har fortsat positive forventninger til fremtiden og forventer at den økonomiske udvikling for selskabet fortsætter. Rockwool revurderede og opjusterede sin finansielle målsætning i forbindelse med regnskabsaflæggelsen for 2006.²¹

²⁰ Rockwool Årsregnskab 2006 – se kapitel 9 for en udvidet regnskabs- og nøgletalsanalyse.

²¹ Rockwool Årsregnskab 2006, side 5.

Tabel 6.1; Ny contra gammel finansiel målsætning

	Nuværende mål	Resultat 2006	Fremtidige mål
Omsætningsvækst	6%	15%	8%
Overskudsgrad	9%	12,20%	11%
Afkastningsgrad	14%	26,80%	15%
Frit cash flow	2%	7%	-
Soliditet	50%	70%	50%

Kilde; Årsregnskab 2006 & Egen tilvirkning

Rockwool har opjusteret omsætningsvæksten fra 6% til 8% og overskudsgraden fra 9% til 11%. Ydermere har selskabet opjusteret afkastningsgraden fra tidligere 14% til en langsigtet målsætning på 15%. Målet om et frit cash flow på 2% udgår af den nye finansielle målsætning på grund af øgede investeringer i kapacitet. Soliditeten fastholdes på nuværende niveau, og egenkapitalen skal minimum udgøre 50% af passiverne.

Det ses endvidere af tabellen, at 2006 har været et fantastisk godt år for Rockwool. Bl.a. realiserede selskabet en omsætningsvækst på 15% samt en vækst i overskudsgraden på 12,2%. De gamle finansielle mål er i 2006 blev nået og vurderes efterhånden for uambitiøse, hvorfor selskabet meget fornuftigt sætter overliggende højere. På kort sigt, det vil sige i 2007, forventer Rockwool en omsætningsvækst på 12% som følge af en fortsat høj efterspørgsel og en stigning i salgspriserne.

Den revurderede strategi skal ses i lyset af særdeles positive forventninger til fremtiden fra selskabet selv. Det forsøges i kapitel 8 at få et indblik i, hvordan andre og respekterede tænketanke mv. ser den økonomiske udvikling i Eurozonen og udvikling indenfor den europæiske byggeindustri. Derved fås et indblik i om selskabets finansielle målsætning er realistisk.

7. Corporate Governance

Et meget væsentligt aspekt for investering i en virksomhed i dag, er virksomhedens behandling og stillingstagende til emnet Corporate Governance. Behandler virksomheden emnet seriøst og efterleves anbefalingerne, vil investor have en større sikkerhed for, at virksomhedens ledelse arbejder i investors interesse, og dermed også være villig til at betale en højere pris for selskabet. God Corporate Governance minimerer muligheden for at ledelse og bestyrelse udnytter og drager personlige fordele på bekostning af de øvrige aktionærer.²² Vi anser derfor en grundig gennemgang og vurdering af Rockwools behandling og stillingstagende til emnet, som et vigtigt element for at kunne vurdere selskabet.

Corporate Governance defineres som: ”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelsesorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner og virksomhed (interessenter). Interessenter omfatter bl.a. medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund”.²³

Den grundlæggende idé med Corporate Governance, Nørby-udvalgets rapport, er at udarbejde anbefalinger for selskabsledelse, herunder at:

- Gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber og forbedre danske selskabers adgang til kapital ved at tiltrække bl.a. udenlandske investeringer.
- Inspirere danske selskaber samt deres bestyrelser og direktioner til at tackle de strategiske udfordringer, som følger af globaliseringen og dermed styrke selskabernes konkurrenceevne.
- Udbrede god selskabsledelse i danske selskaber ved at stimulere debatten om Corporate Governance.

Nørby-udvalgets rapport kan sammenstykket til 7 anbefalinger, som er listet op nedenfor. Efter hver anbefaling har vi angivet, hvad Rockwools holdning er til den aktuelle anbefaling (angivet med kursiv)²⁴, og til sidst kommenteres Rockwools stillingstagen til de samlede anbefalinger.

²² Weston, Mitchell, Mulherin, Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, chapter 20.

²³ Nørby-rapporten.

²⁴ Alle afsnit i dette kapitel der er angivet med kursiv har følgende kilde; www.rockwool.com & Rockwool ”Corporate Governance in Rockwool International A/S” udgivet 08.02.2007.

1. Det anbefales, at aktionærernes udøvelse af ejerskab gøres lettere og styrkes ved brug af informationsteknologi og ved anvendelse af fuldmagter, der kun gives for én generalforsamling ad gangen med aktionærernes stillingstagen til hvert enkelt punkt. Endvidere anbefales det, at der er proportionalitet imellem kapitalindskud og stemmeret, og at bestyrelsen ikke på egen hånd søger at imødegå overtagelsesforsøg.²⁵

Rockwool udvikler og vedligeholder til stadighed sin hjemmeside for aktionærforhold på internettet, således at aktionærer og andre interessenter til enhver tid har adgang til ajourført information og let kan komme i kontakt med Rockwools investor relation.

Det er Rockwoolkoncernens mål, at den finansielle kommunikation præcist og fyldestgørende skal informere analytikere, erhvervspresse og investorer, således at værdiansættelsen af Rockwoolaktierne i vides muligt omfang reflekterer selskabets situation og forventninger.

Generalforsamlingen indkaldes med mindst 2 ugers og højest 4 ugers varsel i henhold til selskabets vedtægter. Det tilstræbes, at indkaldelse og dagsorden udformes således, at aktionærer får et fyldestgørende billede af de anliggender, der skal behandles på generalforsamlingen.

Rockwools vedtægter indeholder stemmebegrænsning i form af to forskellige aktieklasser. Aktiekapitalen er sammensat af A-aktier (59,5% af kapitalen), der hver har 10 stemmer og B-aktier (40,5% af kapitalen), der hver har en stemme. En fjernelse af denne forskel mellem aktieklasserne er i øjeblikket ikke på tale. Denne bestemmelse gør, at en eller flere minoriteters aktionær har den reelle kontrol med selskabet.

Bestyrelsens stillingstagen til et overtagelsesforsøg af virksomheden vil blive taget fra sag til sag i henhold til bestyrelsens overbevisning om, hvad der vil være i bedst interesse for virksomheden og aktionærerne.

2. Det anbefales, at selskaberne vedtager en politik for selskabets forhold til sine interessenter. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen sikrer, at interessenternes interesser respekteres i overensstemmelse med selskabets politik herom.

²⁵ Pkt. 1-7 er anbefalingerne fra Nørby-rapporten.

Rockwools væsentligste interessenter er - udover aktionærerne – medarbejderne, forbrugerne, kunderne, leverandørerne og samfundet både lokalt og generelt. Forholdet til interessenterne prioriteres højt af Rockwool, og betydelige ressourcer anvendes til at vedligeholde og videreudvikle disse relationer.

Rockwool er især meget bevidst omkring sin miljøpolitik og ønsker at opretholde en åben dialog med selskabets interessenter, såsom byggevarekunder, medarbejdere, myndigheder, leverandører og naboer. Ligeledes ønsker Rockwool at overholde de vilkår, selskabet er pålagt af eller har aftalt med myndighederne samt andre krav, selskabet er pålagt. I tilfælde af overskridelse af vilkår, vil selskabet straks orientere myndighederne herom og tage aktion, så de kan efterleve vilkårene.

3. Det anbefales, at bestyrelsen udarbejder og vedtager en kommunikationspolitik samt procedurer, der sikrer, at alle væsentlige oplysninger offentliggøres straks. Det anbefales endvidere, at bestyrelsen overvejer anvendelsen af ”International Accounting Standards” (IAS).

Selskabets meddelelser til Fondsbørsen udfærdiges på såvel dansk som engelsk og offentliggøres yderligere på selskabets hjemmeside. Der afholdes møder i ind- og udland, dels i forbindelse med Rockwools halv- og helårsrapporter og dels efter behov med selskabets investorer, finansanalytikere og repræsentanter for pressen. De præsentationer, der anvendes på disse møder offentliggøres også på internettet.

Årsregnskabet og koncernregnskabet aflægges i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder (IFRS). Årsrapporten indeholder både finansiel og ikke finansiel information. Selskabet udarbejder og offentliggør kvartalsregnskaber.

4. Det anbefales, at der udarbejdes en arbejds- og opgavebeskrivelse for bestyrelsesformandens opgaver. Endvidere anbefales det, at forretningsordenen altid er tilpasset det enkelte selskabs behov, og at den ajourføres mindst én gang årligt. Det anbefales desuden, at bestyrelsen fastlægger procedurer for direktionens rapportering til bestyrelsen.

Bestyrelsen varetager den overordnede strategiske ledelse, den finansielle og ledelsesmæssige kontrol af selskabet samt foretager løbende vurdering af direktionens arbejde. Vurderingen af direktionens performance foretages en gang årligt.

Bestyrelsen træffer beslutninger i sager, der er af væsentlig betydning for koncernens aktiviteter. Disse sager inkluderer beslutninger om de strategiske retningslinjer, godkendelse af periodeplaner samt beslutninger om større investeringer og frasalg. De vigtigste opgaver er beskrevet i bestyrelsens forretningskalender. Forretningsgangene og procedurerne for bestyrelsens arbejde bliver opdateret efter behov, sidste opdatering var i 2004.

5. Det anbefales, at bestyrelsen tilsikrer, at bestyrelseskandidater, som indstilles af bestyrelsen, har den relevante og fornødne viden og erfaring i forhold til selskabets behov. Endvidere anbefales det, at der som udgangspunkt højst er seks generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer i bestyrelsen, at flertallet af de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer i bestyrelsen er uafhængige, at medlemmer af direktionen ikke indgår i bestyrelsen, og at der sker en evaluering af bestyrelsen. Et bestyrelsesmedlem bør ikke vælges eller genvælges for en periode over 9 år.

Når der vælges medlemmer til bestyrelsen, lægges der vægt på kandidatens evne til at bidrage til koncernens strategiske udvikling. Det er også en prioritet at sikre bestyrelsesmedlemmer med et godt kendskab til de markeder, hvor koncernen opererer. Kandidater til bestyrelsen indstilles til generalforsamlingens valg med bestyrelsens skriftlige begrundelse, baseret på de af bestyrelsen udstukne kriterier. Valget af de enkelte medlemmer skal godkendes på Rockwools generalforsamling.

Ifølge vedtægterne skal selskabet have en bestyrelse, der er sammensat af 5-8 medlemmer valgt på generalforsamlingen. Hertil kommer medlemmer valgt af medarbejderne i henhold til dansk lovgivning. Bestyrelsesmedlemmer der fylder 70 år, skal ved næste generalforsamling træde tilbage. Bestyrelsen består for nærværende af 6 generalforsamlingsvalgte og 3 medarbejdervalgte medlemmer. Bestyrelsesformanden, Tom Kähler som tilhører virksomhedens grundlæggerfamilie, har siddet på posten i 17 år. Tom Kähler, Gustav Kähler og Connie Enghus som alle er medlem af bestyrelsen i Rockwool er ligeledes medlem af bestyrelsen i Rockwool Fonden.

6. Det anbefales, at den samlede aflønning ligger på et konkurrencedygtigt og rimeligt niveau, og at bestyrelsen fastlægger principper og retningslinier for udformningen af incitamentsprogrammerne, og at fratrædelsesordninger er rimelige og afspejler de resultater, der er opnået.

Det er Rockwools politik at belønne bestyrelsen og direktionen på et rimeligt og konkurrencedygtigt niveau i forhold til en lignende dansk eller international virksomhed. Bestyrelsen er ikke omfattet af incitamentsprogrammer som f.eks. aktieoptionsprogrammer, bonus-aflønning, el.lign. Der er etableret et egenkapitalbaseret aktieoptionsprogram, der tilbydes direktionen og ledende medarbejdere.

7. Det anbefales, at direktionen etablerer effektive risikostyringssystemer, og at der løbende følges op på disse. Samtidig anbefales det, at bestyrelsen overvejer, om selskabets eksterne revision kan bidrage til risikostyringen, samt i hvilket omfang intern revision kan indgå heri.

En gang om året gennemføres der af direktionen en grundig gennemgang af risikofaktorerne i forhold til selskabets forretningsstrategi og mål. Bestyrelsen vurderer løbende de forskellige risici, som en internationalt opererende virksomhed, som Rockwool, står overfor. Større risici identificeres og følges op på af direktionen og bestyrelsen. De finansielle, kredit- og markedsræssige risici vurderes i forbindelse med firmaets strategi og budgetteringsprocedurer.

Konklusion på Corporate Governance

Rockwool er nået langt i forhold til anbefalingerne i Nørby-rapporten og har udført et meget seriøst arbejde med anbefalingerne. Det kan dog konkluderes, at der stadig er punkter, som er udeladt, eller som strider mod anbefalingerne i rapporten, hvilket fremgår nedenfor.

Pkt. 1. Det anbefales, at der er proportionalitet imellem kapitalindsud og stemmeret, hvilket ikke er tilfældet i Rockwool, hvor aktiekapitalen er opdelt i A-aktier og B-aktier. Denne opdeling strider klart mod god Corporate Governance.

Pkt. 2. Politikken i forhold til selskabets interessenter er endnu ikke helt færdiggjort, og det kan konstateres, at der stadig mangler retningslinjer på væsentlige områder. Miljøområdet har i første omgang fået selskabets fokus, og en stærk politik herom er fastlagt. Det kan ønskes, at de øvrige politikker bliver ligeså veldefinerede.

I pkt. 5 anbefales det, at der højst indgår 6 generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer, og Rockwool vælger at lade 6 medlemmer indgå. Det anbefales, at et bestyrelsesmedlem sidder for en periode på højst 9 år. Tom Kähler har været bestyrelsesformand i 17 år. 3 medlemmer af bestyrelsen i Rockwool er ligeledes medlem af bestyrelsen i Rockwool Fonden, hvilket strider mod anbefalingerne.

Hvis anbefalingerne i pkt. 6 skal følges mangler Rockwool at tage stilling til fratrædelsesordninger.

Til sidst er der ikke beskrevet yderligere om brug af risikostyringssystemer og brug af intern og ekstern revision i forbindelse hermed, hvilket ellers fremgår som en anbefaling i pkt. 7.

Rockwool har arbejdet meget seriøst med anbefalingerne i Nørby-rapporten, og ønsker at efterleve dem. Det er kun på nogle få punkter, hvor selskabet bryder med anbefalingerne og bevidst har valgt en anden løsning. Nogle få punkter mangler stadig en stillingtagen, men umiddelbart virker det som om, at koordineringen i forhold til de resterende anbefalinger er under udarbejdelse. Rockwool behandler emnet Corporate Governance seriøst, og som investor ser vi ingen faresignaler vedrørende de uafklarede punkter fra Nørby-rapporten.

8. Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål at fastlægge ikke-finansielle værdidrivere. De ikke-finansielle værdidrivere er interne og eksterne forhold, der påvirker de finansielle værdidrivere såsom omsætningsvækst, EBIT-margin m.fl. og er en estimering af, hvorledes disse vil se ud i fremtiden. Dermed påvirker de ikke-finansielle værdidriver indirekte den egentlige værdiansættelse af selskabet. Den viden, der indhentes i den strategiske analyse, benyttes i budgetteringsfasen.

Den strategiske analyse indledes med en Boston-model, hvor selskabets forretningsområder analyseres med det formål at være bedre rustet i budgetteringsfasen. Eksterne forhold fastlægges vha. en PESTEL-analyse, hvor selskabets omverden analyseres. PESTEL-analysen kigger på de lovgivningsmæssige, økonomiske, teknologisk samt de sociologiske forhold og det tydeliggøres, hvorledes disse forhold påvirker selskabet og driften af dette. De interne og delvis de eksterne forhold klarlægges yderligere ved en SWOT-analyse, hvor selve virksomheden analyseres. Endvidere analyseres de muligheder og trusler Rockwool står overfor i fremtiden. Til slut udføres en kort konkurrentanalyse.

8.1 Analyse af forretningsområderne

Vi har valgt at bruge Boston-modellen som udgangspunkt for en nærmere analyse af Rockwools enkelte forretningsområder. Modellen er udviklet af The Boston Consulting Group²⁶ og beskriver virksomhedens strategiske situation ud fra 2 forhold: Virksomhedens relative markedsandel og markedets totale vækstrate.

Analysen skal bruges til at give os et overblik over de markeder, hvorpå Rockwool optræder. Konkurrencesituationen og markedernes vækstrater samt fremtidsudsigterne hertil vil være stærkt medvirkende til at estimere de fremtidige vækstmuligheder for Rockwool.

For at bevare overskueligheden har vi valgt overordnet at bruge forretningsenhederne og derudfra udvalgt de markeder, der er mest betydningsfulde målt på omsætning og indtjening og indplaceret i modellen. Dette giver også et bedre overblik over de enkelte forretningsenheders indbyrdes

²⁶ Marketing Management, Philip Kotler, 10. udgave, Prentice Hall.

omsætningsforhold og dermed hvilke forretningsområder, der er vigtigst at fokusere på i forhold til en værdiansættelse af hele Rockwoolkoncernen.

Rockwool oplyser af konkurrencemæssige årsager ikke om omsætningen på de enkelte forretningsenheder, men kun på divisionsniveau.²⁷ Vi har således på baggrund af subjektive skøn og gamle regnskaber estimeret omsætningsfordelingen i de enkelte forretningsenheder, som kan ses af nedenstående figur.

Tabel 8.1; Omsætningsfordeling

Isoleringsområdet 85%			Systems Division 15%				
Isolering	Marine	BuildDesk	Grodan	Rockfon	Rockpanel	RockDelta	Lapinus Fibres
80%	4%	<1%	3%	4%	3%	2%	3%

Kilde: Egen tilvirkning

Rockfon: Markedet for loftssystemer har gennem de sidste år været i tilbagegang, og 2005 var et af de værste år længe. Det forventes, at 2005 var bunden og at markedet som helhed fra 2006 og fremefter igen vil opleve vækst.²⁸ Rockwool har de sidste par år formået at vinde markedsandele og har en god position på markedet på grund af et bredt produktsortiment. Forretningsområdet placeres i Boston-modellen som en ”Dog”. Omsætningen i forretningsenheden udgør ca. 4% af koncernens samlede omsætning.

RockDelta: De seneste to år har været præget af pæn omsætningsvækst for forretningsenheden, hvilket også har været kendetegnene for markedet som helhed. RockDelta har deltaget i en række større projekter i partnerskab med andre producenter, her kan blandt andre nævnes Københavns Metro. Det forventes, at markedet i fremtiden også vil opleve pæn vækst især indenfor typen af mere sofistikerede støjskærme. Den fremtidige vækst er meget afhængig af tilgangen af nye projekter, som skal igangsættes. Generelt forventes det dog, at den øgede urbanisering vil medføre større efterspørgsel efter støjskærme. Forretningsområdet placeres i Bostonmodellen som et ”Question Mark”. Omsætningen i forretningsenheden udgør ca. 2% af koncernens samlede omsætning.

²⁷ Interview med IR-manager hos Rockwool, Linette Oling, den 16/3-2007.

²⁸ Rockwool årsrapport 2005, side 29.

Grodan: På grund af en meget hård konkurrencesituation indenfor drivhus- og gartneridrift de seneste år har leverandørerne til denne industri, herunder Grodan, haft svært ved at opretholde priser og omsætning. Især producenterne af peberfrugter, som er blandt Grodans største kundegruppe, er blevet ramt af historiske lave priser i 2005. En del af den dårlige økonomi i branchen skyldes især de relative høje energipriser. Trods de svære markedsvilkår er det lykkedes for Grodan at fastholde sin position som en af verdens førende leverandører. Omsætningen på markedet forventes at være status quo eller meget svagt stigende for fremtiden. Forretningsområdet placeres i Boston-modellen som en ”Cash Cow”. Omsætningen i forretningsenheden udgør ca. 3% af koncernens samlede omsætning.

Rockpanel: Markedet for dekorative plader til bygninger har de seneste år vist stærk fremgang, hvilket også forventes for de kommende år. Rockwool står stærkt på markedet med unikke produkter som primært adskiller sig fra konkurrenternes på grund af lavere vægt. Denne unikke konkurrencefordel forventes at styrke Rockpanels markedsposition i fremtiden. Forretningsområdet placeres i Bostonmodellen som en ”Star”. Omsætningen i forretningsenheden udgør ca. 3% af koncernens samlede omsætning.

Lapinus Fibres: Brugen af specialfibre har været aftagende de seneste år, hvilket primært skyldes svære vilkår indenfor bilbranchen, hvis underleverandører er Lapinus største kunder. Det er specielt markedet i Europa og Nordamerika, der har vist tilbagegang, mens der i Asien har været fremgang. Et af de andre vigtige markeder for specialfibre, overfladebehandling og maling, har vist gode stigningstakter de seneste år, hvilket også forventes fremefter. Dog har denne stigning ikke været nok til at kompensere for tilbagefaldet i bilindustrien. Forretningsområdet placeres i Boston-modellen som en ”Cash Cow”. Omsætningen i forretningsenheden udgør ca. 3% af koncernens samlede omsætning.

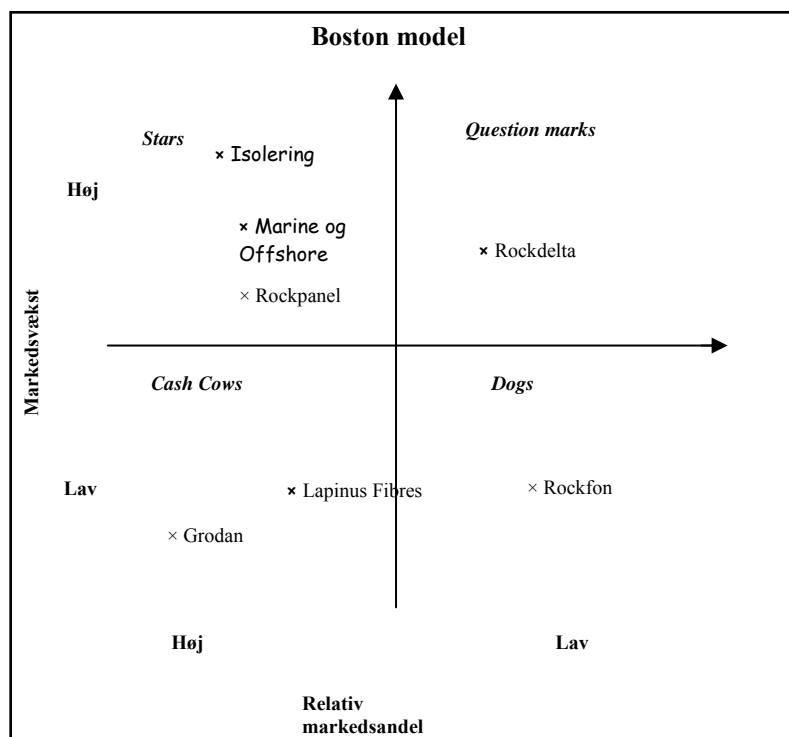
Marine og Offshore: Markedet er i stærk vækst, og de seneste år har budt på et meget højt aktivitetsniveau. Offshore-industrien har været præget positivt af den stigende oliepris. Samtidig har flere skibsværfter, især i fjernøsten, oplevet fuld kapacitetsudnyttelse. Denne stærke udvikling forventes at foresætte. Den stærke vækst samt Marine og Offshores høje markedsandel, har bevirket, at dette forretningsområde er meget lukrativt for Rockwool. Forretningsområdet placeres i

Boston-modellen som en ”Star”. Omsætningen i forretningsenheden er ikke mulig at bestemme nøjagtigt, men det udgør mindre end 5% af koncernens samlede omsætning.

BuildDesk: Dette relative nye forretningsområde står stadig kun for en meget lille del af Rockwools samlede omsætning, men Rockwool forventer sig meget af området for fremtiden. Der er tale om et stadig meget snævert nicheområde og på grund af den beskedne omsætning, har vi valgt at undlade at placere forretningsområdet i Boston-modellen.

Isolering: Rockwool er en af verdens fire største isoleringsproducenter. Markedet for isoleringsprodukter har de seneste år været præget af et underudbud, hvor producenterne på stribe har meldt alt udsolgt. Bygningsisolering har oplevet stærk vækst de seneste år, og den høje vækst kan især forklares af et boom i den globale økonomi og et generelt lavt renteniveau i Europa. Disse forhold er gunstige for aktivitetsniveauer indenfor byggeindustrien og dermed efterspørgslen efter isoleringsmaterialer. Den øgede fokusering på energi og miljø har bevirket, at fokus på energibesparende produkter har været stærkt stigende, hvilket igen øger efterspørgslen efter Rockwools produkter. Det forventes, at den positive udvikling indenfor forretningsområdet på kort sigt vil fortsætte især trukket af det høje aktivitetsniveau i byggesegmentet. Forretningsområdet kan helt klart betegnes som ”Star”, da området oplever høj vækst, og Rockwool er markedsleder.

Figur 8.1; Boston Model²⁹



Kilde; Egen tilvirkning

Opdelingen af Rockwools forretningsområder i forhold til markedsvæksten og markedsandelen er behjælpelig i budgetteringsfasen, men da Isoleringsdivisionen er det klart største og vigtigste forretningsområde vælger vi at fokusere på dette område fremefter i den strategiske analyse.

8.2 PESTEL-analyse

Efter at have udført en analyse af Rockwools forretningsområder, er en egentlig omverdensanalyse relevant. Analysemodellen PESTEL benyttes i denne forbindelse og har i korthed til formål at lokalisere ikke-finansielle værdidrivere på samfundsniveau modsat SWOT-analysen, der som bekendt benyttes på virksomhedsniveau.³⁰

PESTEL-modellen opererer indenfor fire analyseområder; Politik & Lovgivning (P & L), Økonomi & Demografi (E), Sociale- & Kulturelle forhold (S) samt Teknologi & Miljø (T & M). Ved anvendelse af PESTEL-analysen skal man stille sig selv to spørgsmål: hvilke faktorer i omverdenen

²⁹ Marketing Management, Philip Kotler, 10. udgave, Prentice Hall.

³⁰ Elling & Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, kapitel 3.

påvirker organisationen, og derefter: hvilke faktorer er de vigtigste nu, og hvilke der må forventes at blive det i fremtiden. Nedenfor angives de mest relevante punkter under de enkelte analyseområder.

Politik & Lovgivning

- Selskabet er afhængigt af, at der ikke oprettes handelsbarrierer, så samhandelen til f.eks. Rusland begrænses.
- Byggestandarter og lovgivning omkring minimumskrav til isolering.
- Brandsikkerhed og lovgivning herom. Stenuld er et brandsikkert materiale op til 1000 grader og benyttes som en sikkerhedsforanstaltning i bygninger.
- Skattesatsen i Danmark har betydning for selskabets overskud og dermed den tilførte aktionærværdi.
- Rockwool er underlagt global lovgivning. Selskabet skal overholde spillereglerne mht. prissætning på mineraluld, og selskabet skal undgå at havne i egentlige karteldannelsessager.

Økonomi

- En fortsat stigende globalisering med økonomisk vækst til følge er altafgørende for virksomhedens fremtidige ordreindgang og dermed selskabets vækstmuligheder.
- Rockwool opererer på globalt plan og foretager/modtager betaling i udenlandsk valuta. Selskabets indtjening er på såvel projektniveau som på koncernniveau afhængig af valutakursændringer. Valutarisikoen forsøges i stort omfang afdækket ved hjælp af finansielle kontrakter. Valutarisikoen behandles yderligere under kapitel 9.3 omhandlende risikoanalyse.

Sociale- & kulturelle forhold

- Ændringer i levestil og levemåde vil i yderste led påvirke en virksomhed som Rockwool. Eksempelvis kan en ændring i folks boligvaner påvirke investeringslysten og dermed efterspørgslen efter byggematerialer. Derved påvirkes i sidste led ordretilgangen til Rockwool. F.eks. er trenden i øjeblikket at flere og flere vælger at bo alene, hvilket i sidste ende øger efterspørgslen efter byggematerialer.
- En øget befolkningstilvækst vil skabe grundlag for øget efterspørgsel jf. ovenstående.

Teknologi & Miljø

- Fortsat produktinnovation samt tilførsel af nyeste produktionsteknologier er altafgørende for fortsat at være ledende indenfor branchen. Rockwool forbindes i dag med kvalitetsprodukter, hvilket understreger vigtigheden af at denne bevidsthed opretholdes hos selskabets kunder.
- I dag er der fokus på forurening og de medfølgende bivirkninger. I fremtiden vil emnet blive endnu mere debatteret, hvorfor området er yderst aktuelt for en produktionsvirksomhed som Rockwool.

8.3 Kapacitet

Den høje efterspørgsel efter Rockwools mineraluldsprodukter kan ikke kun forklares af en generel stor efterspørgsel efter energibesparende produkter, men hovedsagelig af et højt aktivitetsniveau indenfor den globale byggerisektor. Selskabet har især de senere år haft problemer med at følge med den store efterspørgsel.

Det er både dyrt og tidskrævende at etablere en ny produktionskapacitet. Det vurderes, at en færdig produktionslinie koster kr. 700 mio.³¹, og en produktionsfacilitet er først endelig køreklar ca. 2 år efter beslutningen om en etablering er taget. Da stenuld volumenmæssigt fylder en del, er det ikke rentabelt at materialet flyttes over lange afstande. For standart isoleringsprodukter bør afstanden ikke overstige ca. 400 km.³² Derfor skal produktion rent geografisk foregå der, hvor væksten er og hvor den forventes at være i fremtiden.

Som følge af den nuværende efterspørgselssituation samt Rockwool positive forventning til den fremtidige efterspørgsel har selskabet igangsat investeringer med det formål at udvide produktionskapaciteten. Rockwool besluttede i 2005 at bygge en ny fabrik i Kroatien, som står klar i sommeren 2007 samt at udvide en eksisterende produktionslinie i Polen, som står klar i 2008.³³ Endvidere påbegyndes en ny produktionslinie i Toronto Canada³⁴, der efter planen skal stå klar i

³¹ Rockwool årsrapport 2006, side 8.

³² Interview med IR-manager hos Rockwool, Linette Oling, den 16.03.2007.

³³ Rockwool Årsregnskab 2006, Fondsbørsmeddelelse; *New production line in Poland*, 12.12.2006.

³⁴ Fondsbørsmeddelelse; *The Rockwool Group expands in North America*, 15.03.2007.

2009. Rockwool har de senere år haft særlig svært ved at imødekomme efterspørgslen netop på det canadiske marked og selskabet har udsolgt flere år frem.³⁵

Det er grundstenen i Rockwools vækstplaner, at selskabet udnytter den eksisterende kapacitet fuldt ud og udvider kapaciteten på markeder, hvor der er høj økonomisk vækst. Rockwool forventer at investere kr. 3-4 mia., på de 5 nye produktionsfaciliteter de kommende år.³⁶ Investeringerne vil på kort og mellemlang sigt gå ud over selskabets generering af cash flow.

Flere af Rockwools nærmeste konkurrenter har foretaget lignende investeringer for at udvide kapaciteten.³⁷ Den store investeringslyst blandt aktørerne i branchen øger risikoen for en overkapacitet og efterfølgende marginpres. Rockwool oplyser, at såfremt en overkapacitet bliver en realitet, vil effektiviseringer indenfor salg og marketing bevirke, at selskabet tager markedsandele. Det er ikke Rockwools vurdering at selskabet udvider kapaciteten mere end konkurrenterne.³⁸

En naturlig markedsmekanisme og følgevirkning af den øgede efterspørgsel efter isoleringsmaterialer og knaphed i kapaciteten har været stigende salgspriser. En betydelig del af den omsætningsstigning, selskabet har oplevet, kan netop relateres til stigende salgspriser. Selskabets kunder kan karakteriseres som større entreprenører, byggegrossister og byggemarkeder, og på grund af den særlige situation med lange leveringstider hos alle aktører på isoleringsmarkedet har kundernes forhandlingsevne været presset i bund. Står kunden i en situation, hvor isoleringsmaterialet skal bruges, må kunden også betale prisen. Denne situation skal Rockwool udnytte fremover, idet det ikke kan forventes at dette efterspørgsels- og udbudsforhold fortsætter. Dette understreges af de mange kapacitetsudvidelser, der er på tegnebrættet i branchen, hvorved udbudet øges og kundens forhandlingssituation må forventes at blive forbedret.

Leverandørernes forhandlingskraft vurderes som begrænset, da det må betegnes som homogene produkter, der leveres og anvendes indenfor branchen. Det er formentlig i højere grad isoleringsproducenterne, der står med de bedste kort på hånden, når en kontrakt skal forhandles på plads pga. de store mængder, producenterne aftager.

³⁵ Årsregnskabs 2006 investormøde 16.03.2007, kommentar fra koncernchef Eelco van Heel.

³⁶ Fondsbørsmeddelelse; *Report on the third quarter of 2006*, 29.11.2006.

³⁷ Jyske Bank analyse af Rockwool International A/S, *Nedjusteres til sælg fra reducer*, d. 27.3.2007.

³⁸ Årsregnskabs 2006 investormøde 16.03.2007, kommentar fra koncernchef Eelco van Heel.

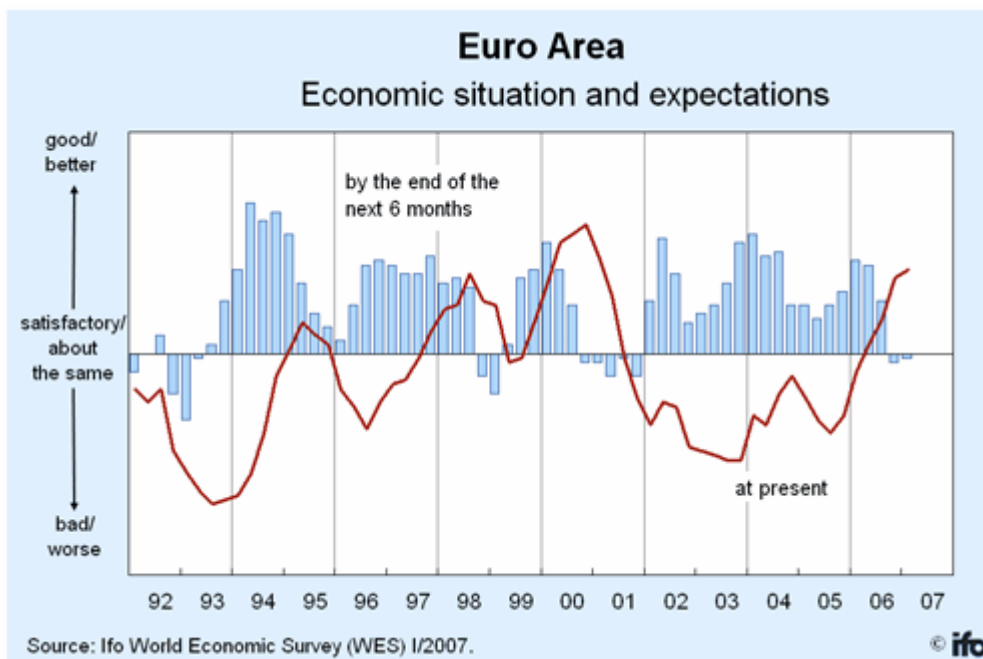
8.4 Fremtidsudsigter for Rockwool

For at estimere den fremtidige udvikling for Rockwool er det vigtigt at få lokaliseret fremtidige muligheder og trusler. Nedenfor har vi lokaliseret de forhold, som vi anser som væsentlige og relevante, når den fremtidige økonomiske udvikling skal budgetteres.

8.4.1 Økonomisk tilstand i Eurozonen & Global vækst

Cirka 80% af den totale omsætning i Rockwool kan henføres til Eurozonen, hvorfor det økonomiske klima i netop Eurozonen har stor afsmittende effekt på selskabets økonomiske performance.

Figur 8.2; Den nuværende økonomiske situation og forventningerne til fremtiden i Eurozonen;



Kilde; IFO Germany³⁹

CESifo Group⁴⁰ I Tyskland offentliggjorde i januar 2007 deres seneste rapport for en status på den europæiske økonomi og forventningerne til fremtiden. Det kan af ovenstående figur aflæses, at den økonomiske situation generelt er på et historisk set meget højt niveau. Forventningerne til fremtiden

³⁹ www.cesifo-group.de

⁴⁰ CESifo Group er beliggende i Munchen og er et center for økonomiske studier. Ifo-indekset er et ofte benyttet nøgletal der giver en god indikation af den nuværende økonomiske situation samt forventningerne til fremtiden.

er en marginal forværring af den økonomiske tilstand, men tilstanden opretholdes stadig på et fornuftigt højt niveau.

OECD⁴¹ udarbejder prognoser og rapporter for den økonomiske udvikling for organisationens 30 medlemslande. Den seneste prognose er udarbejdet i februar 2007.⁴² Konklusionen i rapporten er, at OECD-området ikke tidligere har været præget af inflationspres pga. stigende olie- og råvarerpriser, men at denne tilstand nu ser ud til at ændre sig i USA. Generelt er der dog få tegn på en overophedning af økonomierne i OECD-landene som følge af den høje vækst i økonomierne.

OECD vurderer, at USA og Japan konjunkturyklisk står på toppen, og at den europæiske økonomi står overfor et solidt opsving. Endvidere vurderes den økonomiske situation i store økonomier som Kina, Indien og Rusland som solid og vedvarende.

OECD vurderer, at flere lande de senere år har oplevet urealistiske prisstigninger på boliger, og at disse lande står overfor en normalisering af prisniveauet bl.a. i USA, Danmark og Frankrig.

Med hensyn til det fremtidige renteniveau anser OECD det for nødvendigt, at USA opretholder den nuværende stramme pengepolitik et stykke tid endnu.⁴³ I Japan ser OECD yderligere stramning i pengepolitikken som værende en nødvendighed, og i EU-området vurderes yderligere renteforhøjelser som særdeles sandsynlige.

Generelt er den globale økonomiske udvikling svær at forudsige på kort sigt, og det er bestemt ikke lettere at forudsige udviklingen udover en tidshorisont på 3-5 år. På baggrund af ovenstående analyser vurderes en global lavkonjunktur ikke umiddelbart aktuel på kort sigt.

8.4.2 Byggeaktivitet

Rockwool har de senere år oplevet solid vækst indenfor isoleringsområdet. Væksten har især været drevet af et boom i den globale byggeindustri. For at væksten i Rockwool skal fortsætte ud af

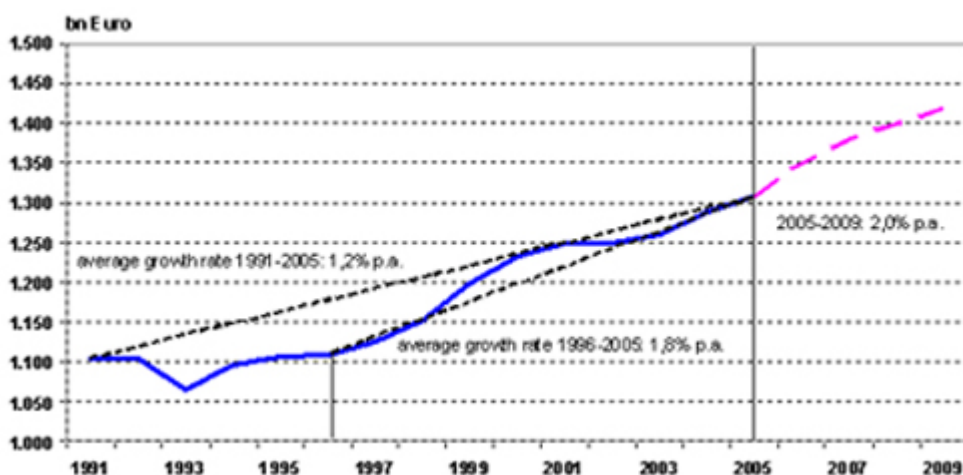
⁴¹ OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development) er en organisation med det formål, at fremme økonomisk samarbejde og udvikling i de 30 medlemslande. OECD er en uvildig og særdeles respekteret organisation. Organisationens prognoser og forudsigelser citeres ofte af medier og benyttes generelt i vid udstrækning.

⁴² www.oecd.org, *Quarterly National Account* – Fourth Quarter 2006.

⁴³ Renten (FED Funds) er i USA pt. 5,25%, kilde; www.sparnord.dk.

samme spor, skal byggeaktiviteten fortsat udvikle sig gunstigt eller i det mindste opretholdes på det nuværende niveau.

Figur 8.3; Udvikling i byggeindustrien for Europa 1991-2005 samt en prognose til og med 2009;



Kilde; EUROCONSTRUCT⁴⁴, Konference i Munchen 12/2006.

Figur 8.3 viser den historiske udvikling i den europæiske byggeindustri. Det ses, at væksten har været støt stigende med gennemsnitlig 1,2% p.a. i perioden 1991-2005 og med gennemsnitlig 1,8% p.a. fra 1996 til 2005. Beløbsmæssigt var det totale output indenfor sektoren 1.300 milliarder Euro. Væksten i perioden kan forklares af et generelt faldende renteniveau og afledt heraf en stigende investeringslyst.

Euroconstruct ser væksten fortsætte med ca. 2% p.a. til i alt 1.400 milliarder Euro i 2009. Det forventes oven i købet at væksten i sektoren samlet set vil overgå den forventede BNP-vækst i Eurozonen.⁴⁵ Den fortsatte vækst indenfor Eurozonen forventes generelt at få en positiv afsmitning på afsætningen af mineraluld og dermed Rockwools omsætning.

Rockwool forventer selv en bæredygtig vækst i byggeaktiviteterne på 5% årligt i Vesteuropa og 8% årligt i Central- og Østeuropa de næste 4-5 år. Baggrunden er igen et positivt

⁴⁴ Euroconstruct er en betydningsfuld europæisk organisation der har til formål at prognosticerer udviklingen indenfor byggeri og handel og indenfor den finansielle sektor. Euroconstruct har i alt 19 europæiske medlemslande. I Danmark er det CIFS (Copenhagen Institute for Future Studies) der er repræsenteret i Euroconstruct.

⁴⁵ www.euroconstruct.org, Country report, November/december 2006.

byggeaktivitetsniveau, men også nye EU regler på isoleringsområdet samt Kyoto-aftalen, hvilket analyseres yderligere i de næste kapitler.

8.4.3 Olie- og råvarepriserne

Olieprisen påvirker efterspørgslen efter energibesparende produkter som f.eks. mineraluld, hvorfor olieprisen har en indirekte indvirkning på omsætningen i Rockwool, som kan være af både positiv og negativ karakter. Olieprisen afhænger i høj grad af udviklingen i den globale økonomi og et globalt vækstscenario vil, alt andet lige, medføre en højere olie pris og omvendt.⁴⁶ En høj oliepris medfører en øget fokus på alternativ energi og energibesparende produkter, hvilket er positivt for isoleringsbranchen.

Faldende efterspørgsel efter råvarer og dermed faldende råvarepriser vil påvirke Rockwool. Det er især indtjeningen i isoleringsdivisionen, der bliver berørt, idet omsætningen i divisionen udgør 85% af koncernens samlede omsætning i 2006. Markedet for mineraluld til byggeindustrien er i kraftig vækst, men da branchen må betegnes som cyklisk, er udviklingen skrøbelig og kan hurtigt vende til direkte negativ vækst.

8.4.4 EU-direktiv samt Kyoto-aftalen

Bygninger står for omtrent 40% af det samlede energiforbrug i Europa og Nordamerika, hvorfor enhver effektivisering i forhold til bygningsisolering kan få stor effekt. De senere år har miljø- og energiområdet fået øget politisk bevågenhed og er efterhånden øverst på den politiske dagsorden i såvel EU som på globalt plan.

I januar 2006 offentliggjorde EU Kommission deres nye energipolitik. Kort fortalt omhandler EU Kommissionens forslag en reduktion af udledningen af drivhusgasser med 20% frem mod år 2020 samt en større satsning på alternativenergi. Forslaget omhandler endvidere en større fokusering på energi effektiviseringer, hvilket skal hjælpe til med at nedbringe det samlede energiforbrug. Formålet er at gøre energiforsyningen mere sikker, bekæmpe klimaændringer samt øge

⁴⁶ www.opec.org/library - Frem til år 2025, forudser en OPEC-analyse fra 2004, stigende efterspørgsel efter olie, men ser prisen på olie presset på mellemlangt sigt. Endvidere afhænger olieprisen af fortsatte investeringer i olieproduktion og af substitutionsprodukter indenfor energisektoren.

konkurrenceevnen i Eurozonen. For at nå de af EU Kommissionen opstillede mål anses isolering som et vigtigt instrument.⁴⁷

I forlængelse af EU's energipolitik er der indført større minimumsisoleringskrav for nybyggeri og renoveringsarbejde, og i flere lande er isoleringskravene øget med op til 30%. Det er påvist, at øget isolering reducerer en bygnings energiforbrug med helt op til 90% i særlige tilfælde.

Kyoto-aftalen blev indgået i december 1997 i Kyoto Japan, men er senere blevet ratificeret i 2005, da Rusland tiltrådte aftalen. Aftalen har til formål at reducere det globale udslip af drivhusgasser med 5,2% i forhold til 1990-niveauet frem mod 2008-2012. Aftalen indebærer bl.a., at EU skal sænke sine CO₂-udslip med 8%, USA med 7% og Japan med 6%. Lande, der tiltræder aftalen, forpligtiger sig til at begrænse udledningen af kuldioxid samt andre drivhusgasser. Store industrielle nationer som USA og Australien er endnu ikke tiltrådt aftalen. EU's nye energipolitik skal ses i forlængelse af Kyoto-aftalen.

EU Kommissionens forslag samt Kyoto-aftalen tilgodeser energiproducenter som Rockwool, da efterspørgslen efter isoleringsprodukter alt andet lige vil stige indenfor Eurozonen og andre steder i verden. Effekten af den skærpede miljølovgivning vurderes at få positiv effekt på Rockwools omsætning fra 2007 og i en lang periode fremover.

8.4.5 Substituerende produkter

Byggeselskabet fra 2003 har på varmeisoleringsområdet til formål, at skabe en ensartet produktstandard ved hjælp af et kvalitetsmærke (CE-mærke). VarmeIsoleringsForeningen (VIF) udgiver årligt en oversigt over, hvilke af foreningens produkter der har fået kvalitetsmærkingen. Denne oversigt giver ydermere et overblik over, hvilke produkter der substituerer hinanden. Bygningsisolering opnås bl.a. ved hjælp af Rockwools mineraluldsprodukter, men kan også substitueres af f.eks. glasuld, letbeton, polystyren og andre løsfyldsprodukter som f.eks. klinker og andet stenmateriale.⁴⁸ Der er ikke indhentet specifik viden om produkterne, men der gøres blot opmærksom på, at kvaliteten kan variere fra produkt til produkt.

⁴⁷ EU Kommissionen EU-25, www.europa.eu

⁴⁸ www.vif-isolering.dk

Der findes adskillige nationale og internationale aktører på området for isoleringsmaterialer til byggeindustrien. Det danske isoleringsmarked er kendetegnet af få store aktører; Rockwool, Isover (Saint-Gobain) og Norisol. Producenterne fungerer som leverandører til grossister, entreprenører og byggemarkeder. Af internationale aktører kan nævnes Owens Corning, Armstrong fra USA og CRH fra Irland der via det danske datterselskab ThermiSol er repræsenteret på det danske marked. Fælles for alle aktører er, at de har udviklet systemer og løsninger specialiseret til isolering af bygninger, som ikke umiddelbart ligger tæt op af glas- og stenuldsproduktet.

8.5 SWOT-analyse

SWOT-analyse inddeler de ikke-finansielle værdidrivere i interne styrker og svagheder og i eksterne muligheder og trusler. Analysen har til formål at vurdere selskabets nuværende strategiske situation samt at få et overblik over, hvilke udfordringer selskabet står overfor i fremtiden. Resultatet af analysen hjælper os til at udføre en mere præcis prognose for selskabets fremtidige udvikling og dermed en mere korrekt værdiansættelse.⁴⁹

Figur 8.4: SWOT-analyse for Rockwool

Styrker	Svagheder
<ul style="list-style-type: none"> • Stærk markedsposition på de Central- og Østeuropæiske markeder. • Særdeles komfortabel finansiell situation. Selskabet er så godt som gældfri, hvilket kan medføre en stor dividendeudbetaling. Rustet til yderligere investeringer. • Rockwool har udviklet deres strategi og vil tilpasse produktionen til den øgede efterspørgsel. Dette er opnået ved opkøb og etablering af nye produktionsfaciliteter. 	<ul style="list-style-type: none"> • Beskeden vækst og indtjening i Systems division. • Høj risiko ved den nuværende investeringsstrategi. Rockwool investerer fortsat i kapacitetsudvidelser og er sårbar såfremt konjunkturerne vender. • Lange leveringstider pga. knappe kapacitetsressourcer • Stor afhængighed af forretningsområdet isolering

⁴⁹ Elling & Sørensen; Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 103.

<ul style="list-style-type: none"> • Omkostningsstyring. I takt med den høje vækst de senere år er marginerne fulgt med. Selskabet oplever vækst uden at omkostningerne i samme grad er fulgt med. 	
Muligheder	Trusler
<ul style="list-style-type: none"> • Fortsat fremgang i den globale byggesektor. Især fortsat vækst i den tyske og britiske økonomi vil få en positiv indvirkning på Rockwools performance. • Høj oliepris = øget fokusering på energibesparende produkter. • Implementeringen af EU-direktiv der påbyder større isoleringskrav samt en efterlevelse af Kyoto-protokollens forpligtelser, der omhandler en nedbringelse af drivhusgasser. • Bedre isolering af bygninger udbredes i andre dele af verden. 	<ul style="list-style-type: none"> • Den globale vækst aftager f.eks. på grund af stigende inflation og dermed stigende rente. En følgevirkning heraf kan blive en stor overkapacitet og efterfølgende prispres. • Substituerende produkter der enten billigere eller mere effektivt opnår samme energibesparelse som Rockwools produkter. • Lavere energipriser betyder lavere efterspørgsel efter energibesparende produkter.

Kilde; Egen tilvirkning

Resultaterne af ovenstående analyse er resultatet af den virksomhedsbeskrivelse, der er foretaget i kapitel 6, hvor selskabets finansielle resultat samt fremtidige målsætning endvidere blev klarlagt. Ydermere er det resultat af de strategiske analyser, der er udarbejdet ovenfor. Det er primært kapacitetsproblematikken, den øgede fokusering på energi- og miljøområdet samt udviklingen i byggeriaktiviteten der fremhæves fra den strategiske analyse og den viden, der er indhentet benyttes fremefter i opgaven.

8.6 Konkurrentanalyse

Det globale isoleringsmarked er præget af mange aktører, men trenden har igennem en årrække været præget af en stigende konsolidering i branchen. Markedet for mineraluld har de senere år været præget af høj vækst og den generelle melding fra producenterne er, at de i flere perioder har meldt alt udsolgt på grund af knaphed i kapaciteten. Det forsøges i analysen at få et indblik i den fremtidige konkurrencesituation på markedet, og den viden, der indhentes, bliver benyttet videre i den senere budgetteringsfase. I nedenstående konkurrentanalyse medtages kun aktører, der har en betydelig markedsandel indenfor mineraluldsindustrien.

Saint Gobain

Saint Gobain er en stor fransk industrikoncern og vurderes til at være verdens største producent af isoleringsmaterialer med en omsætning på 35 milliarder Euro i 2005 og ca. 200.000 ansatte. Saint Gobain overtog i 1988 Dansk Glasuld, og selskabet er i dag den største konkurrent til Rockwool på det europæiske isoleringsmarked. Selskabet markedsfører deres isoleringsprodukter under det globale brand Isover.

Saint Gobain er børsnoteret i Paris og har en samlet markedsværdi på omkring kr. 151 milliarder. Saint Gobain er beskæftiget indenfor mange industrielle brancher, og indenfor isoleringsområdet producerer selskabet såvel glas- som stenuld. Selskabet er endvidere repræsenteret på diverse nichemarkeder ligesom Rockwool.

Selskabets strategi er at vokse på især de Central- og Østeuropæiske markeder og i Asien og desuden at styrke selskabets brand yderligere i kundernes bevidsthed. Selskabet vil fortsat være først med nye produkter og generelt forblive fokuseret på den teknologiske udvikling. Saint Gobain har som Rockwool udvidet kapaciteten og har senest opført nye produktionsfaciliteter i Rusland og Rumænien.⁵⁰

URSA

URSA er Europas tredjestørste producent af mineraluld med 2.200 medarbejdere og en omsætning på 496 mio. Euro. URSA er ejet af den spanske industrikoncern Uralita Group, der er børsnoteret på Madrids fondsbørs. Uralita havde en samlet totalomsætning på lidt over 1. mill. Euro og en Ebit-margin på 17%. URSA blev stiftet i 2003 og er primært opbygget omkring akkvisitionen i 2002, hvor tyske Pfeiderer blev opkøbt. Selskabet er primært repræsenteret på de Central- og

⁵⁰ www.saint-gobain.com

Østeuropæiske markeder. URSA har fabrikker over det meste af det europæiske kontinent, og URSA har vækstplaner om yderligere kapacitetsudvidelser jf. deres ny offentliggjorte strategiplan for 2007-2009.⁵¹

Knauf

Knauf er en familieejet multinational producent af byggematerialer og konstruktionssystemer. Selskabet har over 18.000 ansatte og en samlet omsætning på kr. 3,5 milliarder Euro. Knauf producerer glasuld og stenuld og andre nicheprodukter på isoleringsområdet.

Selskabet overtog i 1978 en amerikansk isoleringsproducent, hvilket var startskuddet til en større satsning på netop isoleringsområdet. Knauf opkøbte i 2002 Owens Cornings europæiske aktiviteter, der havde adskillige produktionsfaciliteter på det europæiske kontinent. Selskabet er i dag stærkt repræsenteret på det amerikanske, russiske og det vesteuropæiske marked for isoleringsprodukter og er den hurtigst voksende isoleringsproducent som følge af opkøb og kapacitetsudvidelser.⁵²

I tabel 8.2 fremgår omsætnings- og indtjeningsudvikling for de to største konkurrenter på det europæiske marked for mineraluld samt for Rockwool selv. De anvendte regnskabstal er fra selskabernes respektive isoleringsdivisioner. Knauf er ikke medtaget i sammenligningen, da det ikke har været muligt, at fremfinde finansielle data, da selskabet er familieejet og dermed ikke har samme oplysningspligt til omverdenen som børsnoterede virksomheder.

⁵¹ www.uralita.com & www.ursa.de

⁵² www.knauf.com

Tabel 8.2; Omsætnings- og indtjeningsudvikling for Saint Gobain, URSA & Rockwool

Mio. EURO				
Saint Gobain	2003	2004	2005	2006
Omsætning	1.909	2.030	2.244	2.542
Vækst i omsætning		6,34	10,54	13,28
EBIT	168	257	292	379
Vækst i EBIT-margin		52,98	13,62	29,79
URSA	2003	2004	2005	2006
Omsætning	434	435	440	496
Vækst i omsætning		0,23	1,15	12,73
EBIT	72	74	55	87
Vækst i EBIT-margin		2,78	-25,68	58,18
Rockwool	2003	2004	2005	2006
Omsætning	902,81	1.016,37	1.124,16	1.314,63
Vækst i omsætning		12,58	10,60	16,94
EBIT	55,57	83,48	109,12	154,36
Vækst i EBIT-margin		50,24	30,71	41,45

Kilde; www.saint-gobain.com, www.uralita.com & www.rockwool.dk

Vi har flere gange været inde på, at markedet for mineraluld de senere år har været kendetegnet af og stadig er præget af leveranceproblemer. Af ovenstående tabel kan det aflæses, at Rockwool har været bedst til at udnytte denne markedssituation målt på både omsætnings- og indtjeningsvækst. På kort sigt ser efterspørgselssituation ikke umiddelbart ud til at ændre sig, men de mange kapacitetsudvidelser selskaberne har igangsat og planlægger, vil påvirke markedet på lidt længere sigt. Det vurderes som urealistisk, at aktørerne kan opretholde ovenstående vækstrater, hvilket vil påvirke vores budgettering af omsætningsvæksten senere i opgaven. Baggrunden for denne holdning er de forhold, vi tidligere har været inde på i den strategiske analyse.

8.7 Delkonklusion

I den strategiske analyse har vi lokaliseret ikke-finansielle værdidrivere ved bl.a. at udføre en analyse af forretningsområder, en PESTEL-analyse, en SWOT-analyse samt kort lokaliseret de væsentligste konkurrenter.

Vi har benyttet Boston-modellen for at finde de af Rockwools forretningsområder, der kan betegnes som stars og potentielle stars med henblik på prognosticeringen af den fremtidige indtjening. Rockwools klart største forretningsområde Isolering betragtes som en star, hvilket angiver høj markedsandel samt høj markedsvækst.

Af ikke-finansielle værdidrivere lokaliserede vi især 3 essentielle områder for Rockwool. Den fremtidige vækst inden for byggeribranchen, knaphed i kapaciteten samt fokusering på miljø og energi. Den fremtidige vækst i byggeribranchen ser ikke ud til at løje af på kort sigt, men udviklingen er følsom overfor ændringer i renten, prisen på olie og råvare samt overfor den generelle økonomiske udvikling, især indenfor Eurozonen, som er Rockwools hovedmarked. De senere år har været præget af høj efterspørgsel efter isoleringsmaterialer, hvilket har resulteret i et massivt underudbud. Rockwool og andre aktører har investeret i kapacitetsudvidelser og planlægger yderligere kapacitetsudvidelser de kommende år. Der vurderes stor risiko for overkapacitet på lidt længere sigt, hvilket vil resultere i lavere priser og deraf vigende indtjening. Indenfor de senere år, har der fra politisk side været en øget fokusering på miljø og energibesparende produkter, hvilket afspejles i et nyt EU-direktiv samt i Kyoto-aftalen. Det vurderes at denne udvikling vil fortsætte og endvidere vil intensiveres de kommende år. Den positive udvikling er til stor gavn for Rockwools omsætning.

De vigtigste konkurrenter på Rockwools hovedmarkeder i Central- og Østeuropa er franske Saint Gobain, tyske Knauf samt spanske URSA. Rockwool har indtil videre klaret sig bedre end konkurrenterne på et marked for isoleringsprodukter, der ikke har været præget af hård konkurrence pga. den unikke efterspørgselssituation.

9. Regnskabsanalyse

I dette afsnittet fortages en analyse af regnskabstallene fra 2002 til 2006. Analyserne er udarbejdet for at anskueliggøre den økonomiske udvikling gennem årene. Regnskabsanalysen udarbejdes med henblik på en estimering af den fremtidige udvikling i selskabet. Regnskabsanalysen er et historisk tilbageblik, og det kan derfor ikke bruges direkte til at beskrive den fremtidige udvikling, men det giver et godt indblik i den trend, der måtte være i udviklingen.

Regnskabsanalysen vil sammen med den strategiske analyse danne grundlag for den efterfølgende værdiansættelse af Rockwool. Ved at sammenholde den strategiske analyse med regnskabsanalysen vil det være muligt at opstille budgetter for de kommende år.

Regnskabsanalysen opdeles i fire områder:

- Regnskabspraksis
- Reformulering
- Rentabilitetsanalyse
- Risikoanalyse

Regnskabspraksis

Den anvendte regnskabspraksis for de seneste 5 år er gennemgået for at sikre, at årsrapporterne er sammenlignelige. Dette er nødvendig for at sikre en ensartethed og et korrekt grundlag for vores regnskabsanalyse. Det er vores opfattelse, at den anvendte regnskabspraksis er i overensstemmelse med IFRS⁵³ og årsregnskabsloven. Rockwool er en børsnoteret virksomhed og skal derfor aflægge årsrapport efter årsregnskabsloven som en klasse D-virksomhed. Revisionspåtegningen på årsrapporterne for 2002 til 2004 er underskrevet af Ernst & Young og PriceWaterhouseCoopers. I 2005 og 2006 er revisionspåtegningen underskrevet af Ernst & Young. Påtegningerne har været blanke alle årene og giver således ikke anledning til yderligere undersøgelse.

Fra 2004 og frem er årsrapporterne aflagt efter de internationale standarder IFRS, hvilket har medført ændret regnskabspraksis på nogle få områder. For at opnå en så retvisende

⁵³ International Financial Reporting Standards.

regnskabsanalyse som muligt, er der i analysen taget højde for disse ændringer og foretaget korrektioner herfor. Se korrektionerne nedenfor:

Aktieoptioner værdiansættes efter Black & Scholes model, og værdiændringen bogføres over resultatopgørelsen. Der er således foretaget korrektion på kr. -3,3 mio. for 2004 og kr. -2,6 mio. for 2003 over resultatopgørelsen.⁵⁴

Behandlingen af goodwill er ændret i 2004, således at den ikke som tidligere afskrives over en forudbestemt årrække, men så der foretages årlige nedskrivningstests. Dette har betydet en mindre nettoændringer for regnskabsåret 2004 på kr. 3,4 mio. på resultatopgørelsen, balancen og egenkapitalen.⁵⁵

Minoritetsinteresserne indregnes for regnskabsåret 2004 som en del af egenkapitalen. For at få det korrekte sammenligningsgrundlag er minoritetsinteresserne også tilføjet egenkapitalen for årene 2002 og 2003 med henholdsvis kr. 81,7 mio. og kr. 47,5 mio.

9.1 Reformulering af regnskabet

Årsagen til at regnskabet reformuleres er at adskille virksomhedens driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter. Alle posterne er således blevet reformuleret og opdelt i driftsaktivitet eller finansiellaktivitet. Det er således muligt at konstatere om virksomheden skaber værdi og generer indtjening via driftsaktiviteter eller de finansielle aktiviteter.

Reformuleringen sikrer en ensartethed i regnskabet og dermed også bedre mulighed for at sammenligne de enkelte regnskabsår og analyserer herpå. Der er foretaget reformulering på egenkapitalopgørelsen, balancen, resultatopgørelsen og pengestrømsopgørelsen, hvilket kommenteres herefter.

⁵⁴ Rockwool Årsrapport 2004, side 40.

⁵⁵ Rockwool Årsrapport 2004, side 40.

9.1.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen indeholder de poster og transaktioner, som vedrører ejernes egenkapital i Rockwool. Egenkapitalopgørelsen indeholder samtidig en række poster, som i forbindelse med analysen bør indregnes i resultatopgørelsen. Posterne, som medtages i resultatopgørelsen, er poster, som består af værdiændringer i perioden. Disse, som også kaldes ”dirty surplus”, er bl.a. valutakursreguleringer, værdireguleringer og ændret regnskabspraksis.

Ved den reformulerede egenkapitalopgørelse⁵⁶ tages der, på samme måde som vi kender det fra den officielle egenkapitalopgørelse, udgangspunkt i egenkapitalen primo året. Heraf korrigeres for transaktioner som vedrører ejerne og efterfølgende tillægges totalindkomsten. Egenkapitalen ultimo er således korrigeret for transaktioner med ejerne (nettodividende) og tillagt totalindkomsten.

Tabel 9.1; Reformulering af egenkapitalopgørelsen

l mio. dkk.	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapital primo	4.148	4.124,4	4.138,2	4.501,1	5.075,2
Totalindkomst	52,4	125,4	459,3	735,6	958,5
Nettodividende	-79	-111,6	-96,4	-161,5	-0,5
Egenkapital ultimo	4.121,4	4.138,2	4.501,1	5.075,2	6.033,2

Kilde; Egen tilvirkning

9.1.2 Reformulering af resultatopgørelsen

Ideen med at reformulere resultatopgørelsen er at medtage de poster fra egenkapitalopgørelsen, som reelt burde medtages på resultatopgørelsen. Herudover er det også muligt at adskille driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud og finansielle poster fra hinanden. Når denne adskillelse har fundet sted, er det også muligt at fordele skatteomkostningerne, således at de allokeres ud på henholdsvis drifts- og finansielle aktiviteter. Ved beregningen af skattefordelen er der taget udgangspunkt i den aktuelle sats for virksomhedensskatten det pågældende år. Der benyttes en skattesats på 30% for årene 2002, 2003 og 2004, mens der er brugt en skattesats på 28% for årene 2005 og 2006.⁵⁷

Driftsoverskuddet fra salg giver et billede af, hvor meget der er tjent på selve driften i Rockwool, uden indblanding af skat, renter og kursreguleringer. Totalindkomsten fortæller derimod, hvad

⁵⁶ Se bilag 1 for den reformulerede egenkapitalopgørelse.

⁵⁷ Se bilag 2+3 for den officielle og den reformulerede resultatopgørelse.

Rockwool har tjent alt i alt således både fra driften, men også for den indtjening der kommer fra reguleringerne over egenkapitalen.

Tallene fra den reformuleret resultatopgørelse ses i nedenstående tabel 9.2. Disse tal bliver benyttet til en præcis beregning af de regnskabstekniske nøgletal – se også kapitel 9.2 for en rentabilitetsanalyse.

Tabel 9.2; Reformulering af resultatopgørelsen

! mio. dkk.	2002	2003	2004	2005	2006
Bruttofortjeneste	4.037,6	4.110,6	4.444,7	4.804,4	5.873,8
Driftsoverskud fra salg (før skat)	131,5	270,0	451,5	645,9	1.236,8
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	39,2	106,7	308,1	456,4	846,8
Totalindkomst fra driften	96,8	170,8	508,0	773,5	967,7
Totalindkomst	52,4	125,6	459,3	735,7	958,5

Kilde; Egen tilvirkning

9.1.3 Reformulering af balancen

Formålet med en reformulering af balancen er at adskille driften fra finansieringen. Den reformulerede balance opdeles i henholdsvis nettodriftsaktiver og netto finansielle forpligtelser. Driftsaktiverne er alle posterne i aktivsiden dog ikke de likvide beholdninger.⁵⁸

På passivsiden er det den nettorentebærende gæld, der opgøres. Denne består af de langfristede gældsforpligtelser og kortfristede gældsforpligtelser fratrukket likvide beholdninger. Herefter er det muligt at konstatere hvilken gæld, der stammer fra finansieringen og den gæld, der vedrører driften. Forskellen herpå består af renten, som typisk er indirekte på driftsgælden og direkte på den gæld, der vedrører finansieringen.

Reformuleringen af balancen bruges i regnskabsanalysen til at vurdere Rockwools evne til at skabe værdi fra driftsaktiviteten på baggrund af den kapital, der er allokeret hertil.

⁵⁸ Se bilag 4 og 5 for den officielle balance og bilag 6 for den reformulerede balance.

Tabel 9.3; Reformulering af balancen

l mio. dkk.	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsaktiver (DA) i alt	6.289,3	6.340,5	6.619,1	7.598,1	7.885,6
Driftsgæld (GD) i alt	1.583,8	1.701,6	1.953,4	2.318,5	2.450,4
Netto finansielle forpligtelser i alt	581,1	500,7	164,6	205,4	-598
Egenkapital	4.121,4	4.138,2	4.501,1	5.075,2	6.033,2

Kilde; Egen tilvirkning

9.1.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Ved hjælp af den reformulerede pengestrømsopgørelse er muligt at fastslå, hvordan pengestrømmene skabes og anvendes i Rockwool. Ud fra nedenstående tabel er det muligt at se det cash flow, der skabes i Rockwool. Cash flowet viser, hvor mange penge Rockwool har skabt fra driften, fra investeringer, og hvorledes det er anvendt til udlodning til ejere.⁵⁹

Tabel 9.4; Reformulering af pengestrømsopgørelsen

l mio. dkk.	2002	2003	2004	2005	2006
Pengestrøm fra driftsaktivitet	905,5	840,7	1.185,6	1.166,5	1.826,7
Pengestrøm fra investeringsaktivitet	-782,6	-632,5	-704,2	-943,7	-1004,4
Netto gældsfinansiering	43,9	137,1	396,0	55,4	745,5
Egenkapitalfinansiering	79,0	71,1	85,4	167,4	76,8
Frit Cash Flow	122,9	208,2	481,4	222,8	822,3

Kilde; Egen tilvirkning

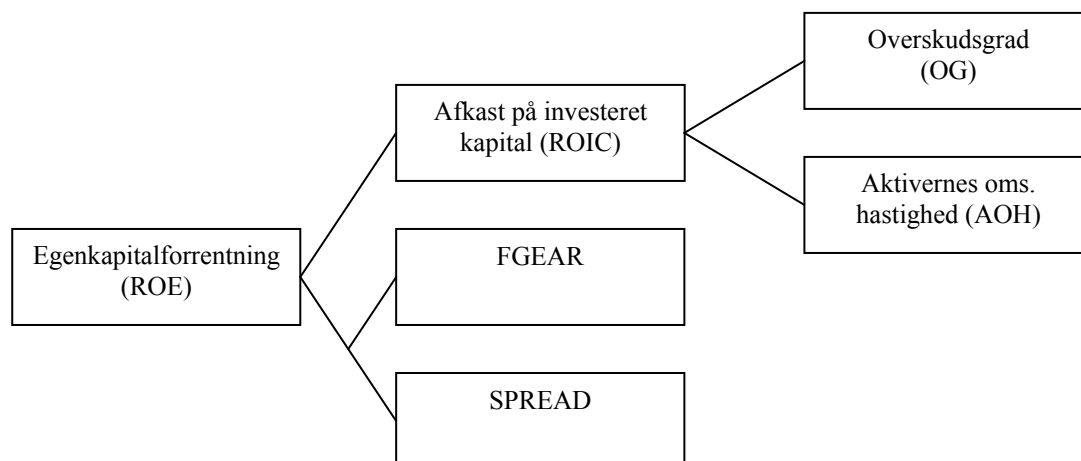
9.2 Rentabilitetsanalysen

Med udgangspunkt i Dupont-modellen, vil der blive foretaget en rentabilitetsanalyse på det reformulerede regnskab. Ved hjælp af Dupont-modellen er det muligt at fortage en systematisk analyse af virksomhedens økonomiske udvikling, som viser sammenhængen mellem de enkelte nøgletal.⁶⁰ Ud fra nedenstående figur 9.1 er det muligt at se hvilke nøgletal, der kan opdeles i andre nøgletal.

⁵⁹ Se bilag 7 og 8 for den officielle og den reformulerede pengestrømsopgørelse.

⁶⁰ Elling & Sørensen; Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 172.

Figur 9.1; Dupont-modellen



Kilde; Elling & Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 173.

Analysen vil tage udgangspunkt fra bunden af pyramiden og bevæge sig opad (fra højre mod venstre). På det laveste niveau i pyramiden befinder overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed sig.

9.2.1 Overskudsgrad

Nøgletallet viser forholdet mellem virksomhedens omsætning og omkostninger og viser virksomhedens evne til at generer overskud. Nøgletallet udtrykkes i procent og viser hvor meget af omsætningen, der er tilbage efter omkostningerne.

Tabel 9.5; Overskudsgrad

	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsoverskud efter skat (DO)	96,8	170,8	508,0	773,5	967,7
Nettoomsætning	7.919,3	8.215,9	9.143,2	10.024,3	11.536,9
OG = (DO/omsætning)	1,22%	2,08%	5,56%	7,72%	8,39%

Kilde; Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen har Rockwool gennem de seneste 5 år oplevet en markant fremgang i overskudsgraden. Overordnet skyldes dette, at der de seneste år har været en markant forbedret markedssituation for Rockwools produkter. Rockwool har befundet sig på et marked, hvor efterspørgslen langt har oversteget udbuddet. Dette har også betydet, at Rockwool og flere af

konkurrenterne i lange perioder har afsat alt, hvad de har produceret. En sådan markedssituation vil alt andet lige betyde øget omsætning og bedre indtjeningsmarginal. Nedenstående tabel viser et udpluk af de delkomponenter, der har indflydelse på overskudsgraden, samt deres udvikling.

Tabel 9.6; Underkomponenter til overskudsgraden

	Procentvis ændring					Hele perioden	I procent i forhold til omsætningen			
	2003	2004	2005	2006	2003		2004	2005	2006	
Nettoomsætning	3,75%	11,29%	9,64%	15,09%	45,68%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	
Produktionsomkostninger	5,76%	14,45%	11,10%	8,49%	45,89%	49,97%	51,39%	52,07%	49,09%	
Bruttofortjeneste	1,81%	8,13%	8,09%	22,26%	45,48%	50,03%	48,61%	47,93%	50,91%	
Øvrige omkostninger	-0,92%	2,71%	7,47%	18,42%	29,52%	11,07%	10,21%	10,01%	10,30%	
Personaleomkostninger	0,97%	3,29%	5,50%	7,53%	18,32%	28,37%	26,33%	25,34%	23,67%	
Af- og nedskrivninger	-11,69%	8,54%	-5,66%	16,63%	5,47%	7,31%	7,13%	6,14%	6,22%	
Driftsoverskud fra salg (før skat)	105,3%	67,2%	43,1%	91,5%	840,5%	3,29%	4,94%	6,44%	10,72%	
Samlet driftsoverskud (efter skat)	76,4%	197,5%	52,3%	25,1%	899,7%	2,08%	5,56%	7,72%	8,39%	

Kilde; Egen tilvirkning

Nettoomsætningen steg over hele perioden med næsten 46%, hvilket er en meget markant fremgang. Omsætningens fremgang skyldes et mix af højere priser og øget salgsvolumen. For regnskabsåret 2006 var fordelingen ca. $\frac{1}{4}$ højere priser og $\frac{3}{4}$ øget salgsvolumen⁶¹, denne tendens har også været gældende for de tidligere år.

Produktionsomkostningerne steg i samme grad som omsætningen over perioden. Produktionsomkostningerne er meget afhængige af udviklingen i prisen på koks og energi, men også transportudgifterne er en stor udgift. Rockwool fik i 2006 et mindre teknologisk gennembrud for så vidt angår pakningen og transporten af den færdige stenuld. Et gennembrud som investorerne dog ikke skal hæfte sig synderligt ved, da også konkurrenterne udvikler sig på dette område, og hvor glasuldsproducenterne stadig har en konkurrencemæssig fordel.⁶² Ikke desto mindre afviger udviklingen meget i 2006 mellem omsætningen og produktionsomkostningerne.

⁶¹ Rockwool årsrapport 2006, side 7.

⁶² Årsregnskabs 2006 investormøde 16.03.2007, kommentar fra koncernchef Eelco van Heel.

Personaleomkostningerne viser en interessant trend over perioden. Omkostningerne stiger ikke i samme grad som omsætningen, hvilket skyldes at produktionen er blevet mere effektiv. Således udgør personaleomkostningerne også mindre og mindre af omsætningen over perioden.

Af- og nedskrivninger udviser ikke nogen trend og varierer fra år til år. Den relativt større afskrivning i 2006 skyldes en ekstraordinær nedskrivning af anlægsaktiver i isoleringsselskaberne med et beløb på kr. 100 mio.⁶³

9.2.2 Aktivernes omsætningshastighed

Nøgletallet viser hvor mange gange nettodriftsaktiverne omsættes pr. år. i Rockwool. Det er ønskeligt med så høj en omsætningshastighed som muligt. Dette nøgletal giver også et billede af, hvor kapitaltung virksomheden er, og nøgletallet svinger således meget fra branche til branche.

Tabel 9.7; Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed	2002	2003	2004	2005	2006
Nettoomsætning	7.919,3	8.215,9	9.143,2	10.024,3	11.536,9
Gns. NDA ⁶⁴	4.705,5	4.672,2	4.652,3	4.972,7	5.357,4
AOH	1,68	1,76	1,97	2,02	2,15

Kilde; Egen tilvirkning

Aktivernes omsætningshastighed udvikler sig pænt over perioden og når 2,15 gange i 2006 mod 1,68 gange i 2002. Rockwool er således i perioden blevet bedre til at skabe omsætning ud fra nettodriftsaktiverne. Det er især i den store omsætningsstigning at forklaringen til ændringen skal findes.

I nedenstående tabel er et udpluk af de drivere, der kan være medvirkende til at forklare udviklingen i aktivernes omsætningshastighed beregnet. Omsætningshastighederne udtrykkes som den inverse værdi af AOH og udtrykker hvor meget, der er bundet i aktivet for at generere en kroners salg.⁶⁵

⁶³Rockwool årsrapport 2006, side 43.

⁶⁴For de gennemsnitlige NDA, er der for året 2002 ikke brugt gennemsnit men ultimo saldo.

⁶⁵Elling & Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 193.

Tabel 9.8; AOH-drivere & omsætningshastigheder⁶⁶

AOH-drivere, omsætningshastigheder	2002	2003	2004	2005	2006
Immaterielle anlægsaktiver	0,013	0,011	0,009	0,010	0,009
Materielle anlægsaktiver	0,533	0,506	0,452	0,439	0,411
Finansielle anlægsaktiver	0,024	0,022	0,021	0,034	0,034
Varebeholdning	0,073	0,074	0,078	0,076	0,066
Omsætningsaktiver	0,298	0,292	0,277	0,271	0,266

Kilde; Egen tilvirkning

Som det ses af figuren er der ikke umiddelbart nogen af omsætningshastighederne, der ændrer sig markant og giver en entydig forklaring på AOH. Der er således tale om en kombination af alle driverne, og som det også ses er alle driverne, med undtagelse af finansielle anlægsaktiver, svagt faldende over perioden. Omsætningshastigheden i de materielle anlægsaktiver har det største fald i perioden, og de bidrager således absolut mest til forbedringen i aktivernes omsætningshastighed.

9.2.3 Afkastningsgraden

Afkastningsgraden beskriver virksomhedens evne til at forrente den investerede kapital. Som det kan ses af nedenstående tabel, udvikler Rockwools afkastningsgrad sig meget positivt over perioden.

Tabel 9.10; Afkastningsgrad⁶⁷

Afkastningsgrad (ROIC)	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsoverskud efter skat (DO)	96,8	170,8	508,0	773,5	967,7
Gns. NDA	4.705,5	4.672,2	4.652,3	4.972,65	5.357,4
ROIC	2,06%	3,65%	10,92%	15,55%	18,06%

Kilde; Egen tilvirkning

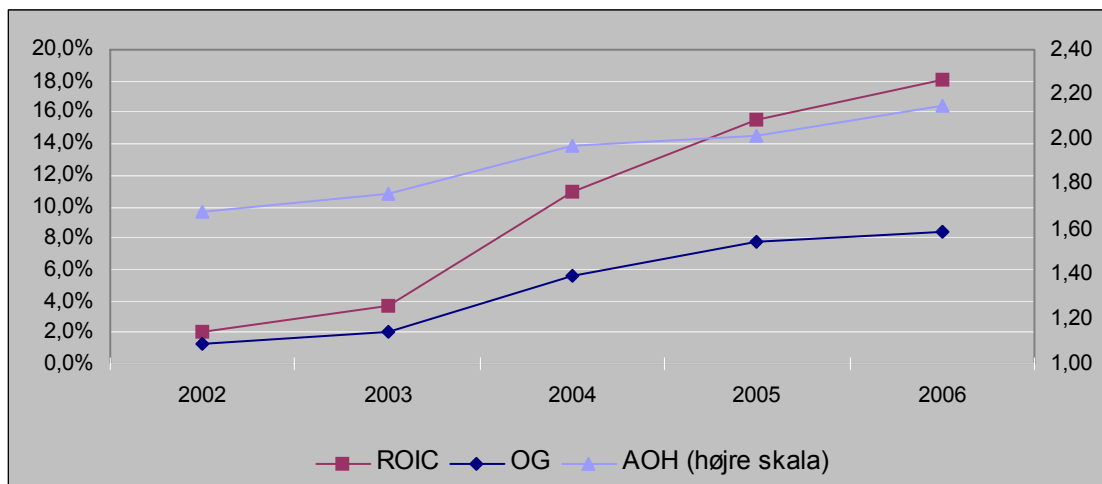
Denne udvikling kommer ikke som nogen overraskelse for os, da afkastningsgraden afhænger af udviklingen i aktivernes omsætningshastighed og overskudsgraden. Vi kunne tidligere konstatere, at begge disse nøgletal også havde udviklet sig positivt over perioden. Det ses tydeligt, at årene

⁶⁶ Der er for regnskabsåret 2002 ikke regnet på gennemsnitssaldi på aktiverne men ultimo saldo, dette giver en mindre unøjagtighed.

⁶⁷ Der er for regnskabsåret 2002 ikke regnet på gennemsnitssaldi på nettodriftsaktiverne men ultimo saldo, dette giver en mindre unøjagtighed.

2004 og 2005 har været rigtige gode år. Her har Rockwool formået at hæve afkastningsgraden markant i forhold til 2002 og 2003, hvilket især skyldes en forbedring af overskudsgraden. Nedenstående figur 9.2 viser sammenhængen mellem de 3 nøgletal og den markante forbedring for alle nøgletallene.

Figur 9.2; ROIC, OG, AOH



Kilde; Egen tilvirkning

9.2.4 Finansiell Gearing

Den investerede kapital er finansieret med finansielle forpligtelser og egenkapital. Den finansielle gearing måler forholdet mellem disse finansieringskilder og deres virkning på egenkapital forrentningen.

Tabel 9.11; Finansiell Gearing⁶⁸

Finansiell Gearing (FGEAR)	2002	2003	2004	2005	2006
Nettofinansielle forpligt.gns (NFF)	581,1	540,9	352,8	279,1	-159,5
Egenkapital gns.	4.124,4	4.131,3	4.319,7	4.788,2	5.554,2
FGEAR	0,1409	0,1309	0,0817	0,0583	-0,0287

Kilde; Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen har FGEAR været konstant faldende i perioden. Forklaringen er, at Rockwool har nedbragt sine nettofinansielle forpligtelser, samtidig med at egenkapitalen har været

⁶⁸ Der er for regnskabsåret 2002 ikke regnet på gennemsnits saldi, men ultimo saldi, dette giver en mindre unøjagtighed.

konstant stigende. Det er værd at bemærke, at Rockwool i 2006 ændrer sig fra at være en virksomhed med nettofinansielle forpligtelser til at være en virksomhed med netto finansielle aktiver. Gennem perioden har Rockwool brugt en del af sit cash flow til at indfri sin bankgæld og prioritetsgæld og har således i 2006 næsten ingen gæld, samtidig er de likvide beholdninger steget stødt over perioden.

9.2.5 SPREAD

Til hjælp for at vurdere om den finansielle gearing påvirker egenkapitalforrentningen positivt eller negativt udregnes SPREAD. Ved at sammenligne SPREAD med afkastningsgraden er det muligt at konstatere, om Rockwool tjener penge på at have fremmedkapital. Til brug for udregningen af SPREAD skal de nettofinansielle omkostninger "r" i procent beregnes.

Tabel 9.12; Nettofinansielle omkostninger (r)

Nettofinansielle omkostninger (r)	2002	2003	2004	2005	2006
Nettofinansielle omkostninger e. skat	44,4	45,2	48,7	37,8	9,2
Nettofinansielle forpligt.gns (NFF)	581,1	540,9	352,8	279,1	-159,5
(r)	7,64%	8,35%	13,81%	13,54%	-5,78%

Kilde; Egen tilvirkning

Udviklingen over perioden er kendetegnet ved at "r" stiger for så at blive negativ i 2006. "r" burde ellers være et udtryk for den rente, som Rockwool betaler for sin gæld, og i takt med at virksomheden er blevet mere og mere solvent og cash flow-skabende, burde den falde jævnt over en risikobetragtning fra långiver. Men med de relativt lave nettofinansielle forpligtelser, som dækker over en høj likvid beholdning mod bankgæld, har Rockwool haft indlån og udlåns spread imod sig. Dette vil give slør i nøgletallet, og vi undlader derfor at komme med yderligere konklusioner på tallet, udover at nøgletallet er unaturlig højt.

Tabel 9.13; SPREAD

SPREAD	2002	2003	2004	2005	2006
Afkastningsgrad	2,06%	3,65%	10,92%	15,55%	18,06%
Nettofinansielle omkostninger (R)	7,64%	8,35%	13,81%	13,54%	-5,78%
SPREAD	-5,58%	-4,69%	-2,89%	2,01%	23,84%

Kilde; Egen tilvirkning

Som det ses af tabel 9.13 er SPREAD negativ frem til 2005, dvs. at Rockwool ikke frem til 2005 har været i stand til at få fremmedkapitalen til at bidrage positivt til egenkapitalens forrentning. Det er først i 2005, at fremmedkapitalen bidrager positivt til egenkapitalens forrentning.

9.2.6 Egenkapitalforrentning

Egenkapitalforrentningen fortæller, hvilket afkast Rockwool har formået af skabe af egenkapitalen gennem perioden. Nedenstående tabel illustrerer, hvordan egenkapitalforrentningen bestemmes ud fra de underliggende nøgletal, som er blevet beregnet i de foregående afsnit.

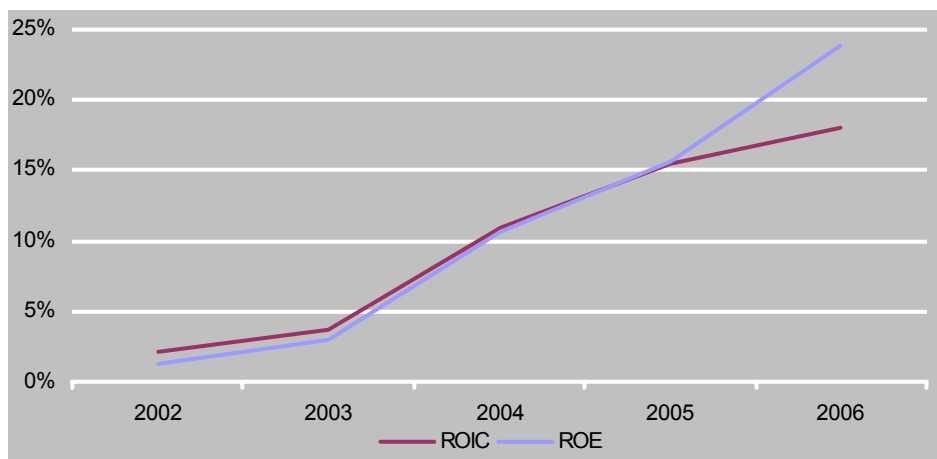
Tabel 9.14; Egenkapitalforrentning

Egenkapitalforrentning	2002	2003	2004	2005	2006
AG (ROIC)	2,06%	3,65%	10,92%	15,55%	18,06%
FGEAR	0,1409	0,1323	0,0817	0,0583	-0,0287
SPREAD	-5,6%	-4,7%	-2,9%	2,0%	23,8%
Egenkapitalforretning (ROE)	1,27%	3,03%	10,68%	15,67%	17,38%

Kilde; Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen, er egenkapitalforrentningen forbedret hvert eneste år gennem perioden. De første to års egenkapitalforrentning indikerer, at det har været vanskeligt for Rockwool for alvor at tjene penge og forrente egenkapitalen. Samtidig ses det også tydeligt, at årene 2004, 2005 og 2006 har været markant bedre år for Rockwool.

Figur 9.3; ROE & ROIC



Kilde; Egen tilvirkning

Som det fremgår af ovenstående figur, er der en meget stor sammenhæng mellem udviklingen i afkastningsgraden og egenkapitalforrentningen. Dette er også ganske naturligt, da den finansielle gearing er meget lav og derfor ikke har nogen særlig betydning for udviklingen i egenkapitalforrentningen.

9.3 Risikoanalyse

Der foretages en risikoanalyse for at vurdere risikoen for, at Rockwool ikke levere det afkast, som kan forventes. Denne analyse er vigtig, da den har indflydelse på ejernes afkastkrav, som må forventes at være risikoaverse og derfor kræver kompensation for en øget risiko gennem et forventet højere afkast.⁶⁹ Formålet med analysen er at identificere de faktorer, som kan medføre at den fremtidige indtjening afviger i forhold til det forventede.

Risikoen kan defineres som en variabilitetsrisiko, og denne kan opdeles i: en driftsrisiko og en finansiell risiko.⁷⁰ Der vil efterfølgende blive analyseret på de enkelte risici.

⁶⁹ Elling & Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 197.

⁷⁰ Elling & Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 198.

9.3.1 Driftsmæssig risiko

En forsat stærk efterspørgsel efter Rockwools produkter er nødvendig for at selskabet kan leve op til forventningerne. For så vidt angår efterspørgslen er det vigtigt at pointere, at det er nødvendigt at produktionsanlæg og faciliteter placeres geografisk i nærhed af, hvor efterspørgslen er, da transportomkostningerne sætter begrænsninger for afstanden mellem produktionssted og salgssted. Således vil Rockwool kunne opleve manglende produktionskapacitet i et geografisk område og ledige kapacitet i andre, hvorfor korrekt og løbende tilpasning af produktionen og udvidelse af denne er et væsentligt succeskriterium.

85% af Rockwools omsætning kommer fra isoleringsdivisionen. Rockwool er således meget afhængig af udviklingen på isoleringsmarkedet.

Rockwool er efter de seneste mange års produktionsudvidelser ikke længere så sårbar overfor udfald i driften på enkelte produktionsanlæg. Øget fokus på miljø har gjort, at Rockwool til tider har mødt modstand hos lokalbefolkningen i områderne ved produktionsfaciliteterne, dette på trods af Rockwools store fokus på miljørigtig produktion. Seneste problem har været omkring opførelsen af produktionsanlægget i Kroatien, som er blevet forsinket efter kritik fra miljøorganisationer. Denne driftsrisiko vurderes kun at have ringe indflydelse for Rockwools omsætning.

Aktiverne udgøres i høj grad af grunde og bygninger, tekniske anlæg og maskiner samt varebeholdninger. Der er her tale om forholdsvis specialiserede aktiver, som ikke umiddelbart kan reduceres med det samme eller benyttes til andre formål. Et fald i omsætningen vil således straks medføre et fald i AOH, hvilket også vil medføre et faldende afkast på nettodriftsaktiverne.

Der findes stadig en latent risiko for, at stenuld vil komme i fokus igen som et usundt eller endog kræftfremkaldende produkt. Et scenario som kunne blive en katastrofe for Rockwool, som det var det tilbage i midten af 80'erne. Vi vurderer, at sandsynligheden for et sådan scenario er meget lav.

9.3.2 Finansiell risiko

Rockwool har en usædvanlig lav finansiell risiko. Dette argument hviler på det faktum, at virksomheden praktisk talt ingen gæld har. Der er som investor derfor ingen grund til at være

nervøs for risikoen ved gæld. Gælden til realkreditinstitutter og banker udgjorde ultimo 2006 kr. 127 mio. For så vidt angår renterisikoen har Rockwool en klart defineret politik. Denne politik er defineret således, at finansieringer af investeringer sker ved optagelse af 5-7-årige lån med fast rente, træk på kreditter med variabel rente skal matche de likvide beholdninger og samtidig må obligationsbeholdningen ikke have en varighed over 4 år.⁷¹ En politik som kun vil påføre virksomheden en meget begrænset risiko ifølge vores vurdering.

Det er selvfølgelig interessant, om Rockwool vil påtage sig en større finansiel risiko i takt med, at virksomheden skal gennemføre de udmeldte produktionsudvidelser.⁷² Disse produktionsudvidelser på i alt 5 store investeringer forventes at foregå over de næste 2 år, og de må forventes at beløbe sig til et sted mellem kr. 3 og 4 mia. Trods Rockwools store likvide beholdning og evne til at skabe cash flow, må det forventes, at der skal optages lån til finansieringen af vækstplanen. Med den meget lave finansielle gearing som Rockwool i dag opererer med, er der rig mulighed for at optage nye forpligtelser. Optagelse af større lån vil give et mere normaliseret billede af Rockwools ”r” på de nettofinansielle omkostninger.

Da Rockwool er en international virksomhed, er det naturligt, at der i et vist omfang er en valutakursrisiko på virksomhedens indtægter, udgifter og nettoaktiver i udenlandske selskaber.

Rockwool vurderer selv, at som følge af koncernens struktur er indtægter og udgifter i fremmed valutaer i betydeligt omfang afbalanceret, således at koncernen ikke er eksponeret for større valutarisici.⁷³ Det er også Rockwools politik, at de kommercielle valutarisici, som ikke kan afbalanceres, skal søges afdækket med finansielle instrumenter. Ud fra denne politik vurderes det, at valutakursudsving kan være en risiko for Rockwool, men i begrænset omfang. Rockwool er primært eksponeret mod valutaerne: EUR, CAD, USD, GBP, NOK, SEK samt en række østeuropæiske valutaer.

⁷¹ Rockwool årsrapport 2006, side 32.

⁷² Rockwool 3. kvartalsregnskab 2006, 29-11-2006.

⁷³ Rockwool årsrapport 2006, side 32.

9.4 Delkonklusion

Der er i afsnittet gennemført en reformulering af regnskaberne fra 2002 til 2006 med korrektion i forhold til ændret regnskabspraksis. Der er efterfølgende foretaget en analyse af rentabilitet og risiko for samme periode.

Det er vores opfattelse, at den anvendte regnskabspraksis er i overensstemmelse med IFRS og årsregnskabsloven. Revisionspåtegningerne har været blanke alle årene og har ikke givet anledning til yderligere undersøgelse. Der er foretaget mindre korrektioner på regnskaberne i forbindelse med overgangen til IFRS i 2004. Disse korrektioner relaterer sig til værdiansættelsen af aktieoptionerne, ændret afskrivningsprincip på goodwill og medtagelse af minoritetsinteresser i egenkapitalen.

Rentabilitetsanalysen er foretaget med udgangspunkt i Dupont-pyramiden. Overordnet viser denne analyse en markant fremgang for Rockwool over den 5-årige periode. Egenkapitalforrentningen er steget fra 1,3% i 2002 til 17,4% i 2006. Denne stærke fremgang i egenkapitalen skyldes primært en udsædvanlig god udvikling i afkastningsgraden fra ca. 2% til 18%. Rockwool opererer med en meget lav finansiell gearing, som i 2006 ændrede karakter og blev negativ. På baggrund af de meget lave nettofinansielle forpligtelser bliver renteomkostningerne i procent unaturligt høje, og nøgletallet vurderes at skulle behandles med varsomhed. Der kan dog konkluderes, at der er god mulighed for at øge den finansielle gearing.

Den positive udvikling i egenkapitalen kan forklares ud fra en pæn vækst i aktivernes omsætningshastighed som steg fra 1,68 til 2,15 gange og ud fra en stærk vækst i overskudsgraden, som steg fra 1,2% til 8,4%. Overskudsgradens forbedring skyldes især den høje vækst i omsætningen på næsten 46% over perioden sammenholdt med en tilsvarende stigningen i de direkte produktionsomkostninger og en relativ mindre stigning i personaleomkostningerne.

Helt overordnet kan det konkluderes, at Rockwool gennem hele perioden 2002 til 2006 har været inde i en meget positiv økonomisk udvikling. Forklaringer på denne udvikling er mange, men den altoverskyggende faktor har været den helt forrygende efterspørgselsvækst efter selskabets produkter.

Risiciene på det finansielle område vurderes som lav og kan primært henføres til valutarisikoen. Gælden i selskabet er meget lav, og der er således ingen risiko. Risici kan opstå ved optagelse af ny finansiering til at gennemføre vækstplanen. Den driftsmæssige risiko vurderes til at være moderat og kan primært henføres til Rockwools evne til at tilpasse produktionen og udvidelserne til efterspørgslen. Samtidig er Rockwools produktionsanlæg meget specialiseret og kapitaltung, hvilket straks vil medføre et i fald i AOH, såfremt omsætningen falder.

10. Budgettering og værdiansættelse

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen foretages nu en værdiansættelse af selve selskabet. Værdiansættelsen sammenholdes med kursen den 15.3.2007, hvor A-aktien lukkede i kurs 1.044 og B-aktien i kurs 1.060.

Første skridt i værdiansættelsesprocessen er først en nærmere gennemgang af værdiansættelsesmodellerne og efterfølgende af den gennemsnitlige kapitalomkostning, herunder stillingtagen og beregning af de underkomponenter, der benyttes til at beregne selskabets diskonteringsfaktor. Efterfølgende foretages en budgettering af value drivere og regnskaber ud fra tilgangen om 3 scenarier: et business as usual, et up side og et down side scenario. Derefter foretages den egentlige værdiansættelse ved hjælp af den beregnede diskonteringsfaktor og de opstillede budgetter. Værdien af selskabet og værdien pr. aktie genereres herefter.

I opgaven benyttes to værdiansættelsesmodeller, DCF-modellen og residualindkomstmodellen, der ligger tæt op af DCF-modellen. Endvidere foretages en relativ værdiansættelse for at understøtte de andre værdiansættelsesmodeller. En værdiansættelse er præget af mange til- og fravalg, hvorfor en følsomhedsanalyse udføres med baggrund i identifikationen af faktorer, der har stor indflydelse på den beregnede værdi pr. aktie.

10.1 Værdiansættelsesmodeller og Kapitalomkostning

I dette afsnit foretages en beskrivelse af de anvendte værdiansættelsesmodeller samt en estimering af Rockwools gennemsnitlige kapitalomkostning til brug i modellerne.

10.1.1 DCF-modellen

Diskonteret-Cash-Flow-modellen (DCF) er et værktøj til værdiansættelse af en virksomhed. Modellen tager afsæt i kapitalværdimetoden, hvor målet er at tilbagediskontere alle fremtidige indtægter (FCF = det frie cash flow) til en nutidsværdi. Det frie cash flow kan defineres som den egentlige værditilvækst i et selskab.

Modellen bygger på nøgletallet r (WACC), der er den benyttede diskonteringsfaktor for selskabets cash flow. For at beregne r skal først selskabets beta samt afkastkrav beregnes.

Formel 10.1; Formel for beregning af en virksomheds værdi⁷⁴

$$V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCF}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(r-g)(1+r)^{Tt}} - NFF_0$$

Nutidsværdien af terminalperioden beregnes i denne rapport ud fra nedenstående formel og ud fra en betragtning om en konstant vækstrate (g) ud over budgetperioden;

Formel 10.2; Beregning af nutidsværdi i terminalperiode⁷⁵

$$= \frac{FCF_{t+1}}{(r-g)(1+r)^{Tt}}$$

Den væsentligste ulempe ved DCF-modellen er den forholdsvis store andel af værdien, der direkte kan henføres til terminalperioden, for det er samtidig her, den største usikkerhed i de anvendte tal forefindes. Denne problematik er gældende ved mange værdiansættelsesmodeller. Endvidere kan det være problematisk at budgettere alle fremtidige indtægter samt at fastsætte en brugbar diskonteringsrente. Selv små ændringer i såvel betalingsrækken som i diskonteringsrenten kan have stor betydning på den endelige fair value (se kapitel 10.5 for følsomhedsanalysen). Denne kendsgerning kan være et argument for at justere den beregnede diskonteringsfaktor og påtage en mere pessimistisk tilgang til genereret cash flow i terminalperioden og netop forhøje diskonteringsfaktoren pga. øget usikkerhed.⁷⁶

10.1.2 Residualindkomstmodellen

Et alternativ til DCF-modellen er residualindkomst-modellen. Modellen bygger på principper som DCF-modellen, men i stedet for at diskontere det frie cash-flow diskonteres i stedet det overnormale overskud. Resultatet (fair value) er det sammen som ved brug af DCF-modellen, men RI-modellen benyttes i tilfælde, hvor det er vanskeligt at forudsige og beregne det frie cash-flow. Modsat DCF-modellen kan en større del af den beregnede værdi henføres til budgetperioden, hvor usikkerheden er mindst. Værdien fra terminalperioden er væsentlig mindre end DCF-modellen. Denne kendsgerning må betegnes som en af modellens styrker.

⁷⁴ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 33.

⁷⁵ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 33.

⁷⁶ Christensen, Michael; Pedersen, Frank; "Aktie investering – Teori og praktisk anvendelse", side 199.

Formel 10.3; Residualindkomstmodellen til beregning af en virksomhedsværdi⁷⁷

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

10.1.3 WACC

Kapitalomkostningerne for Rockwool skal estimeres for at danne et grundlag for beregningen af egenkapitalværdien. Kapitalomkostningerne består af to komponenter, henholdsvis et afkastkrav på egenkapitalen og et afkastkrav til fremmedkapitalen. Afkastkravene opgøres typisk som det alternativ afkast som investor kunne have opnået ved en tilsvarende investering med samme risiko. WACC er således den diskonteringsrente, der benyttes for at finde nutidsværdien af alle fremtidige cash flow og er et vægtet gennemsnit af selskabets lånerente og aktionærernes afkastkrav (CAPM). Normalt benævnes WACC som de gennemsnitlige kapitalomkostninger eller diskonteringsfaktor. Beregningen tager udgangspunkt i markedsværdierne og ikke de bogførte værdier.

Formel 10.4; Beregning af WACC;⁷⁸

$$WACC = V_E / V_{NDA} * k_e + V_{NFF} / V_{NDA} * k_g$$

Hvor

- V_E = markedsværdien af egenkapitalen
- V_{NDA} = markedsværdien af virksomheden
- k_e = ejernes afkastkrav
- V_{NFF} = markedsværdien af nettofinansielle forpligtelser
- k_g = finansielle omkostninger efter skat

Da Rockwool ikke har nettofinansielle forpligtelser, men derimod nettofinansielle aktiver kan formlen omskrives, som den ses nedenfor, og der benyttes en effektiv rente, som modsvarer afkastkravet til de finansielle aktiver:

Formel 10.5; Beregning af WACC, med nettofinansielle aktiver;⁷⁹

$$WACC = V_E / V_{NDA} * k_e + V_{NFA} / V_{NDA} * k_{fa}$$

⁷⁷ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 33.

⁷⁸ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 54.

⁷⁹ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 55.

Hvor V_{NFA} = markedsværdien af nettofinansielle aktiver
 k_{fa} = afkastkrav på finansielle aktiver

I de følgende afsnit vil vi estimere og kommentere på de variable, der skal bruges til udregningen af WACC. Herunder vil der være en vurdering af den langsigtede kapitalstruktur samt en estimering af omkostningerne til egenkapitalen og fremmedkapitalen.

10.1.4 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen i en virksomhed er ikke stationær, men ændrer sig over tid. Derfor skal man være varsom med at vurdere kapitalstrukturen ud fra et enkelt regnskabsår. Derimod er det mere hensigtsmæssigt at kigge på den forventede langsigtede kapitalstruktur også kaldet targetstrukturen.⁸⁰ Vurderingen af den fremtidige kapitalstruktur vil bero på et objektivi skøn ud fra forventningerne til fremtiden og med udgangspunkt i den historiske udvikling i kapitalstrukturen. Vi har kigget nærmere på den historiske udvikling i Rockwools kapitalstruktur, som kan ses af nedenstående figur.

⁸⁰Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 54.

Tabel 10.1; Historisk udvikling i kapitalstrukturen

I mio. dkk.	2003	2004	2005	2006
Bogført værdi				
Aktiver i alt	6.785	7.106	8.001,2	8.610,9
Egenkapital	4.138,2	4.501,1	5.075,2	6.033,2
Gæld	2.646,8	2.604,9	2.926	2.577,7
Passiver i alt	6.785	7.106	8.001,2	8.610,9
Egenkapital-andel	60,99%	63,34%	63,43%	70,06%
Markedsværdi opgørelse				
Markedsværdi af Rockwool	4.601	6.128	13.809	19.481
Aktiver i alt	7.247,8	8.732,9	16.735	22.058,7
Egenkapital	4.601	6.128	13.809	19.481
Gæld	2.646,8	2.604,9	2.926	2.577,7
Passiver i alt	7.247,8	8.732,9	16.735	22.058,7
Egenkapital-andel	63,48%	70,17%	82,52%	88,31%

Kilde; Egen tilvirkning

Markedsværdien af Rockwool er genereret ud fra de enkelte årsregnskaber. Denne måde at fremfinde markedsværdien på, kan diskuteres. Formålet med værdiansættelsen er netop at vurdere værdien af egenkapitalen og dermed også kapitalstrukturen, men problemet ligger i at værdien af egenkapitalen ikke kan bestemmes uden en kapitalstruktur at værdiansætte ud fra – derved opstår der en cirkulær problemstilling. Denne undgås ved at benytte en target kapitalstruktur.

Som det ses af figuren, har den historiske kapitalstruktur ændret sig meget de seneste 4 år og går fra en egenkapitalandel på ca. 63,5% og gældsandel på 36,5% i 2003 til en egenkapitalandel på ca. 88,3% og en gældsandel på ca. 11,7% i 2006. Denne udvikling underbygger risikoen ved at benytte en konstant kapitalstruktur ved værdiansættelsen af en virksomhed, da det som i dette tilfælde viser sig i praksis, at kapitalstrukturen ikke er stationær. Det forholder sig reelt sådan, at for en børsnoteret virksomhed vil kapitalstrukturen ændre sig hver gang, at selskabets aktier ændrer kurs.

Vi har med baggrund i den historiske udvikling i kapitalstrukturen samt vores kendskab til de meget store investeringer, der skal foretages i produktionsudvidelser og en forsat tro på Rockwools evne til at skabe cash flow fra driften fastsat en kapitalstruktur på 80% egenkapital og 20% fremmedkapital.

Rockwools valg af strategi for kapitalstrukturen kan undre os en smule, og det virker meget konservativt, at Rockwool gennem de seneste 2-3 år ikke har valgt en større grad af fremmedfinansiering. Fremmedfinansieringen drager jo fordel af ”skatteskjoldet” og vil samtidig give en lavere WACC. Rockwool har nu opbygget et stærkt kapitalberedskab, som bl.a. kan bruges til produktionsudvidelserne jf. den strategiske analyse.

10.1.5 Afkastkrav til egenkapitalen

For at fastsætte afkastkravet til egenkapitalen benyttes CAPM. CAPM fastsætter ejernes afkastkrav til aktivet og er den første egentlige prisfastsættelsesmodel udviklet for finansielle aktiver, hvor udgangspunktet er ligevægt på de finansielle markeder. Selvom der undertiden har været stor kritik af CAPM, har modellen vist sig at give en god beskrivelse af den faktiske prisfastsættelse.

Formel 10.6 Beregning af afkastkrav (CAPM)⁸¹

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Hvor k_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta

r_m = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$(r_m - r_f)$ = markedets risikopræmie

Den risikofri rente

Den risikofri rente modsvarer den rente, som kan opnås på en nul kuponobligation uden konkurs- og reinvesteringsrisiko, og som samtidig modsvarer tidshorizonten for hver af de enkelte pengestrømme, som skal tilbagediskonteres. Denne teori er dog praktisk meget svær at anvende, da

⁸¹ Elling & Sørensen; Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 51.

den vil give et udtryk af forskellige risikofrie renter, og derfor anbefales det at benytte den effektive rente på en 10-årig statsobligation.⁸²

Vi vil benytte den effektive rente på den tone angivende 10-årige statsobligation 4% St. lån 2015. Den effektive rente den 15.3.2007 var på 3,88%, og obligationens varighed var på 7, hvilket nogenlunde matcher med en 10-årige budgetperiode.

Risikopræmien

Risikopræmien er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier i forhold til det risikofrie aktiv, i vores tilfælde den 10-årige statsobligation. Det vil sige, hvad forlanger investor i merafkast for at påtage sig en risiko. Denne risikopræmie er vanskelig at fastlægge, og der findes ikke nogen endegyldig retningslinie for, hvordan denne risikopræmie fastlægges. Elling og Sørensen anbefaler 3 metoder, som kan anvendes i praksis.⁸³ Et antal af investorer spørges om deres skøn over risikopræmien og efterfølgende anvendes gennemsnittet af deres vurderinger. Risikopræmien estimeres ud fra historiske data og metoden antager, at den historiske risikopræmie er lig med den forventede risikopræmie. Den implicitte risikopræmie beregnes ud fra de nuværende kurser, f.eks. ved hjælp af residualindkomstmodellen.

Den sidste metode stiller store krav til præcise estimater samt et meget stort datagrundlag, hvorfor vi undlader at benytte denne.

Ved at undersøge risikopræmien hos to store danske banker ses der straks en stor forskel i vurderingen af risikopræmien. Danske Bank benytter en risikopræmie på 3,5%⁸⁴, mens Jyske Bank bruger en risikopræmie på 5,2%.⁸⁵

Ved et nærmere kig på de seneste 9 års afkast på det danske aktiemarked sammenholdt med den risikofrie rente, giver det en gennemsnitlig risikopræmie på ca. 7%.⁸⁶ Vi vil dog kun bruge denne beregning som et fingerpeg, da vi ikke vurderer tidsserien til at være stor nok til at vurdere et generelt historisk niveau for risikopræmien.

⁸² Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 51.

⁸³ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 52.

⁸⁴ Danske Equities, Analyse af Rockwool International A/S, *The tanker has started to move*, d. 11.01.2007.

⁸⁵ Jyske Bank analyse fra den 27.3.2007, *Nedjusteres til sælg fra reducer*.

⁸⁶ Se bilag 9.

Vi har valgt at benytte en kombination af de to metoder og med baggrund heri, fastsætter vi markedets risikopræmie til 5,5 %. Valget af denne risikopræmie medfører et markedsafkastet på 9,38%, hvoraf de 3,88% stammer fra den risikofrie rente og de 5,5 % fra risikopræmien. Dette er en smule under det gennemsnitlige markedsafkast på ca. 11,5% på det danske aktiemarked og den 9-årige periode.

Beta

Beta angiver risikoen på aktivet i forhold til markedsporteføljen. Risikoen på markedsporteføljen angives ved tallet 1. Ligger beta under 1 er risikoen lavere på aktivet i forhold til markedsporteføljen, og omvendt er risikoen højere, såfremt beta ligger over 1.

Ved vores estimering af betaværdien er det vigtigt at pointere, at det, vi ønsker at estimere, er den forventede fremtidige beta. Denne vurdering vil være subjektiv, men kan dog til dels retfærdiggøres ved at sammenholde forventningerne til de fremtidige data med de historiske data.

Til estimering af den historiske betaværdi, skal markedsafkastet fastsættes. Her anvendes OMXALL-indekset⁸⁷ som proxy for markedsporteføljen. Kurser for OMXALL-indekset og Rockwool er hentet via Reuters. Månedlige kurser er benyttet, da daglige kurser vurderes til at være for omfattende, hvorimod årlige kurser vil give for få data.

Det indsamlede data strækker sig over en periode på 10 år, og første måling ligger tilbage i ultimo marts 1997. Ved at lave en simpel regression på dataene fremkommer der en betaværdi på 0,48 jævnfør bilag 10. På baggrund af disse data kan det konkluderes, at Rockwool historisk har haft en mindre risiko end markedsporteføljen.

Formel 10.7: Beregning af beta⁸⁸

$$\beta = \sigma_a / \sigma_m * \rho(r_{am})$$

⁸⁷ OMXALL-indekset er et indeks, hvor alle danske aktier noteret på Københavnsfondsbørs indgår.

⁸⁸ Christensen, Michael; Pedersen, Frank; ”Aktie investering – Teori og praktisk anvendelse”, side 101.

Hvor β = Beta
 σ_a = volatiliteten på aktien
 σ_m = volatiliteten på markedet
 $\rho(r_{am})$ = korrelation mellem aktien og markedet

Som tidligere nævnt er den historiske beta ikke nødvendigvis anvendelige til at forudsige den fremtidige beta. Vedrørende den historiske beregning bør man også være opmærksom på, at der kan være forhold som giver unøjagtigheder, herunder atypiske kursbevægelser og illikviditet. Rockwool må, for så vidt angår den første halvdel af den 10-årige periode, anses for at have været en illikvid aktie.

Til brug for værdiansættelsen af Rockwool fastsætter vi vores beta til 0,8, hvilket vil sige en smule lavere en markedsrisikoen på 1 men dog lidt over den historiske beta på 0,48. Vi vurderer derved, at Rockwool stadig vil forblive en defensiv aktie, men at især de kommende produktionsudvidelser og usikkerhed omkring efterspørgslen vil øge udsvingene i aktien i forhold til historikken.

Med udgangspunkt i ovenstående gennemgang af forventningerne til den fremtidige kapitalstruktur, den risikofrie rente, risikopræmien og beta er det nu muligt ved hjælp af CAPM at fastsætte afkastkravet for egenkapitalen:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

$$r = 3,88\% + 0,80 * (9,38\% - 3,88\%) = 8,28\%$$

10.1.6 Afkastkrav til fremmedkapitalen

Usikkerheden ved fastlæggelsen af afkastkravet til fremmedkapitalen er ikke behæftet med samme usikkerhed som ved fastlæggelsen af afkastkravet på egenkapitalen. Der skal dog tages højde for et skatteaspekt, da virksomhedens cash flows måles efter skat og således skal låneomkostningerne også måles efter skat.

Formel 10.8; Afkastkrav til fremmedkapitalen⁸⁹

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

Hvor k_g = finansielle forpligtelsers afkastkrav

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = selskabsskatteprocent

Selskabsskat

Til brug for beregningen af WACC skal der benyttes en skatteprocent. Denne er fastsat til 28%, efter at selskabsskattesatsen blev ændret fra og med 2005. Denne skattesats fastholdes trods den pt. megen omtale i medierne omkring en mulig ændring af skattesatsen igen. Muligheden, for at satsen kan blive så lav som 25%, er blevet nævnt. Af Rockwools årsregnskab fremgår det, at den effektive skattesats for 2006 er på 30,8%⁹⁰, vi vælger dog stadig at fastholde den danske skattesats på 28% og samtidig antages det, at denne skattesats vil være konstant over tid.

Risikofri rente

Vi vil benytte den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation 4% St. lån 2015. Den effektive rente den 15.3.2007 er på 3,88%. Se også kapitel 10.1.5.

Selskabsspecifikt risikotillæg

Virksomhedens risikoprofil indebærer, at virksomheden skal betale et risikotillæg i forhold til den risikofrie rente, da långiver ønsker at kompensere for sin risiko ved et rentetillæg. Den bedste måde at vurdere, hvor stort dette tillæg skal være, er ifølge Elling og Sørensen at benytte den kreditrating, som selskabet har opnået. Da Rockwool er en mindre virksomhed, er der ikke udarbejdet nogen kreditratings på selskabet af de anerkendte analysebureauer. Alternativt kan virksomhedens seneste låntagning anvendes som pejlemærke for størrelsen af risikotillægget.⁹¹

Rockwool har opgjort rentesatserne for sine relativt beskedne gældsforpligtelser i 2006 årsregnskabet.

⁸⁹ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 56.

⁹⁰ Rockwool årsrapport 2006, side 44 .

⁹¹ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 56.

Tabel 10.2; Rentesatser på lån

Effektiv rente	fordeling i %
under 4 %	29,5%
mellem 4% og 6 %	46,5%
mellem 6% og 8%	23%

Kilde; Årsrapporten 2006 & Egen tilvirkning

Vi vurderer, at den gennemsnitlige rentesats er ca. 5%. Det vil sige, at Rockwool betaler ca. 1% over den risikofrie rente, hvilket vurderes som meget realistisk, når vi kigger på et mindre selskab, som er stærkt cash flow-skabende og med en meget høj soliditet.

Renten efter skat på fremmedkapitalen kan således opgøres til:

$$(3,88 + 1,12) = 5\% * (1 - 0,28) = 3,6\%$$

10.1.7 Fastlæggelse af WACC

Det er nu muligt ud fra ovenstående afsnit at fastlægge den endelige WACC;

Afkastkrav til egenkapitalen : 8,28%

Afkastkrav til fremmedkapitalen : 3,6%

Andel af fremmedkapital : 20%

Andel af egenkapitalen : 80%

$$\text{WACC} = V_E / V_{\text{NDA}} * k_e + V_{\text{NFF}} / V_{\text{NDA}} * k_g$$

$$0,8 * 8,28 + 0,2 * 3,6 = 7,34\%$$

Rockwools gennemsnitlige kapitalomkostning er fastsat til 7,34%, og det er denne diskonteringsfaktor som benyttes til værdiansættelsen af selskabet.

10.2 Budgettering

I budgetteringsfasen estimeres den fremtidige udvikling for Rockwool og udgangspunktet tages i resultaterne fra den strategiskanalyse samt fra regnskabsanalysen

- Vækst i omsætningen
- Ændringer i overskudsgraden (OG)
- Ændringer i aktivernes omsætningshastighed (AOH)
- Kapitalomkostninger (WACC)

I budgetteringsfasen opererer vi med en 10-årig budgetperiode og én terminalperiode. Valget af budgetperiode skal være tilstrækkelig lang til at selskabet når en steady state tilstand. Generelt anbefales det at benytte en budgetperiode på 10-15 år, før denne tilstand opnås.⁹² Der ligger følgende antagelser bagved valget af 10 år som budgetperiode; selskabet når en konstant vækstrate efter 10 år, og selskabet når en tilstand, hvor indtjeningen er konstant, samtidig med at den investerede kapital er konstant.

Værdien af Rockwool findes ved at opdele budgetteringen i 3 scenarier; et steady state, et up side og et down side scenario. Vi vælger at angive de tre faser med en procentuel vægtning. Steady state scenariet vægtes med 60% og både up- og down side scenarierne vægtes begge med 20%. Det deraf beregnede output vurderes som mere validt og realistisk i forhold til en værdiansættelse, hvor kun et scenario er anvendt. Fordelen er endvidere, at mange af de kritiske valg, der er foretaget i budgetteringen, udlignes ved netop at benytte flere indgangsvinkler i budgetteringsfasen.⁹³

Resultaterne i den strategiske analyse samt i den interne regnskabsanalyse ligger til grund for budgetteringen af value driverne. Vi vil lægge mest vægt på at estimere væksten i omsætning og overskudsgraden, da det er de drivere, der afviger mest i de 3 scenarier. WACC'en er behandlet og fastlagt i det foregående kapitel. Endvidere vil vi lægge mest vægt på steady state-scenariet, da både up- og down side scenarierne anses som afvigere fra steady state-tilstanden.

⁹² Valuation, Koller, Goeshart & Wessels, Mckinsey & Company, fourth edition, side 233-234.

⁹³ Valuation, Koller, Goeshart & Wessels, Mckinsey & Company, fourth edition, side 663-667.

10.2.1 Steady State

I steady state-scenariet estimeres omsætningsvæksten på helt kort sigt ud fra de historiske regnskabstal, udviklingen på isoleringsmarkederne og forventningerne til prisudviklingen, hvorimod vi på lidt længere sigt estimerer ud fra positioneringen i den strategiske analyse og selskabets nye finansielle målsætning.⁹⁴

Den historiske vækst i omsætningen jf. kapitel 10 er beregnet til gennemsnitlig 11,4% årligt og kan aflæses til 15% i 2006. Selskabets eget mål er en årlig omsætningsvækst på 8%. Vi vurderer i det store hele, at selskabet kan leve op til egne mål i budgetperioden, mens vi i terminalperioden er knap så positive, hvilket begrundes med, at intet selskab på lang sigt kan forvente, at væksten overgår den langsigtede inflationsrate.⁹⁵

Vi estimerer en vækst i omsætningen i 2007 på 14%, 12% i 2008 og 2009. Den årlige vækst vurderes at falde til 10% årligt i 2010 og 2011 og 8% i resten af budgetperioden svarende til selskabets målsætning og endelig 3% i terminalperioden. Den gennemsnitlige vækst i budgetperioden er 9,8%.

Baggrunden for vækstraterne skal findes i forventninger om fortsat vækst i byggesektoren, økonomisk vækst på hovedmarkederne i Europa og den deraf følgende høje efterspørgsel efter isoleringsmateriale, hvorfor vi fastholder en forholdsvis høj årlig vækst på kort sigt. På lidt længere sigt vurderes det ikke realistisk, at vækstrater på over 10% årligt kan fastholdes, og i terminalperioden fastsættes omsætningsvæksten til 3%. Sandsynligheden for overkapacitet i branchen vurderes som sandsynlig på lidt længere sigt, dog vil en øget fokusering på energibesparende produkter til dels opveje dette forhold. Her skal især de øgede isoleringskrav indenfor byggebranchen ses som den væsentligste faktor til forklaring af omsætningsvæksten på såvel kort som på lang sigt. Endvidere forventes Rockwool at opretholde deres nuværende position på hovedmarkederne i Europa og tage yderligere markedsandele på de Østeuropæiske markeder og de oversøiske markeder i Nordamerika og Asien.

⁹⁴ Se bilag 11 for steady state budget.

⁹⁵ Andersen, Linderoth, Smith, Westergård-Nielsen, *Beskrivende dansk økonomi*, side 180

Selskabets historiske overskudsgrad er beregnet til gennemsnitlig 5,9% og er forbedret væsentlig fra 2003 til i dag, da den i 2006 var på 8,4%. Rockwools målsætning er 11% af den primær drift.⁹⁶ Selskabet har tidligere haft indtjeningsproblemer, men de senere år har selskabet formået at vende denne udvikling. Vi estimerer en overskudsgrad på 8% igennem hele budgetperioden samt i terminalperioden. Vi forventer, at de stigende investeringer på kort sigt vil påvirke overskudsgraden, således overskudsgraden ikke vokser yderligere på grund af stigende afskrivninger, hvilket endvidere er i tråd med selskabets udmeldte strategi. På længere sigt vurderes selskabet at kunne opretholde en overskudsgrad på 8%, da selskabet formår at holde omkostninger på et fornuftigt niveau i forhold til omsætningen.

For regnskabsåret 2006 kunne aktivernes omsætningshastighed beregnes til 2,15, hvilket er en stigning på næsten 30% i forhold til 2002. Selskabets gennemsnitlige AOH har historisk været 1,92 i perioden 2002-2006. Vi estimerer AOH til at være svagt faldende til 1,9 i 2007 og yderligere til 1,8 i 2008 og 2009. I 2010 stiger AOH igen til 1,9. Begrundelsen for den faldende AOH er de omfattende investeringer, Rockwool har planlagt de kommende år, hvilket resulterer i en stigende aktivmasse og dermed en faldende tendens i AOH. AOH fastsættes til 2,00 de resterende 6 år i budgetperioden og i terminalperioden. AOH estimeres på samme vis i up og down side-scenarierne.

10.2.2 Up side

I up side scenariet formår Rockwool at fortsætte den positive udvikling selskabet har oplevet de senere år. Selskabet vokser på kort sigt ud over de finansielle mål som selskabet har formuleret i den nye vækststrategi.⁹⁷

Omsætningsvæksten stiger i up side-scenariet til 17% i 2007 og 15% i 2008 og 2009, hvorefter den årlige vækstrate for omsætningen fastsættes til 10% i resten af budgetperioden. I terminalperioden fastsættes væksten til 3% og ligger dermed lidt over den forventede langsigtede inflationsrate på 2%. Den gennemsnitlige vækst i budgetperioden er 12,3%.

Det er især forventninger om, at væksten i byggeaktiviteterne vil fortsætte yderligere, og at EU-direktivet mht. minimumskrav ved isolering ved nybyggeri og renoveringsarbejde for alvor bliver

⁹⁶ Det skal bemærkes at vores beregninger af overskudsgraden er beregnet efter skat og af den reformulerede resultatopgørelse.

⁹⁷ Se bilag 12 for ud side budget.

implementeret i Eurozonen, og ydermere at denne omfattende fokusering på energibesparende produkter spreder sig globalt. Knaphed i kapaciteten vil fortsætte på kort sigt, og det forudsættes, at der ikke er udbredt bekymring for overkapacitet på markedet for isoleringsmateriale, hvilket især påvirker vækstraten på lang sigt i budgetperioden, men også i terminalperioden.

Overskudsgraden stiger i dette scenario til 9% i 2007, topper på 10% de efterfølgende to år, falder derefter gradvist tilbage til 8% og ligger herefter fast på dette niveau i resten af budget- og terminalperioden. Den gennemsnitlige overskudsgrad er beregnet til 8,7% i budgetperioden. Selskabet vurderes at blive endnu bedre til at tjene penge. Råvarepriserne ventes stabile i dette scenario, samtidig med at selskabet formår at tage markedsandel og vokse yderligere. De øgede investeringer påvirker ikke bundlinien på kort sigt.

10.2.3 Down side

I down side-scenariet formår Rockwool ikke at leve op til den finansielle målsætning, selskabet har opstillet, og budgetteringen bærer tydelig præg af stagnerende og faldende vækstrater i både omsætning og overskuddet.⁹⁸

Omsætningsvæksten falder allerede i 2007 til 10% og yderligere til 8% i 2009 og 3 år frem. De sidste 5 år i budgetteringsfasen opnår Rockwool en omsætningsvækst på 6%, mens terminalvæksten igen fastsættes til 3%. Den gennemsnitlige omsætningsvækst i budgetperioden er 7,4%.

Baggrunden for ovenstående vurdering skal findes i aftagende vækst indenfor byggeribranchen som følge af et stigende renteniveau og generelt aftagende vækst på hovedmarkederne i Europa. De ellers så positive forventninger til Østeuropa vurderes ikke at være realistiske, og afsætningen til markedet for isoleringsprodukter skuffer især sidst i budgetperioden og yderligere i terminalperioden.

Nye substituerende produkter estimeres til at vinde indpas på isoleringsmarkedet og vil true de ellers foretrukne mineraluldsprodukter. Dette kan være tilfældet hvis f.eks. prisen stiger for meget på mineraluld, eller simpelthen pga. at isoleringseffekten vurderes bedre ved nye produkter.

I down side-scenariet øges konkurrencen blandt aktørerne, der kan presse prisen væsentligt. Endvidere vil de mange kapacitetsudvidelser på lang sigt vise sig at være ugunstigt for selskaberne.

⁹⁸ Se bilag 13 for down side budget.

Selvom der er indført nye minimumskrav til isolering vurderes dette ikke at få den ønskede effekt på omsætningsvæksten for Rockwool på lang sigt. Den øgede fokusering på miljørigtige og energibesparende produkter driver over og forbliver en kortsigtet trend.

Rockwool vurderes at gå tilbage til forgangne tiders problemer med at holde omkostninger stabile og vokse organisk. Overskudsgraden udvikler sig stabilt med 8% de første 3 år i budgetperioden, men falder til 7% de kommende 3 år. Efterfølgende estimeres overskudsgraden at falde yderligere til 6% i de resterende år i budgetperioden samt i terminalperioden. Selskabets målsætning om at have en overskudsgrad på 11% i henhold til strategiplanen vurderes på ingen måde opnåelig i dette down side-scenario, og de planlagte investeringer kommer i høj grad til at påvirke bundlinen negativt. Gennemsnitlig estimeres overskudsgraden til 6,9% i budgetperioden.

10.3 Beregning af fair value

Vi har nu afsluttet budgetteringsfasen og foretager en konkret værdiansættelse af Rockwool for at fremfinde selskabets fair value. Det frie cash-flow tilbagediskonteres med den beregnede WACC på 7,34% og således opnås en nutidsværdi af de beregnede cash-flows. WACC'en i terminalperioden er fratrukket den langsigtede forventede vækstfaktor på 3%. Dette giver en samlet nutidsværdi af egenkapitalen, hvorefter virksomhedens netto finansielle aktiver tillægges. Til sidst ender vi op med en værdi af hele virksomheden, den værdi som de enkelte aktionærer skal dele imellem sig. Vi vælger kun at angive resultaterne fra en af de anvendte modeller, i dette tilfælde DCF-modellen, idet selve resultaterne af DCF- og residualindkomstmodellen er enslydende.⁹⁹

⁹⁹ Se bilag 11-13, hvor resultaterne af både DCF og residualindkomstmodellen fremgår.

Tabel 10.3; Værdiansættelse af Rockwool - Steady State

	Mio. kr.
Nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden	4.475
+ Nutidsværdien af det frie cash flow i terminalperioden	22.758
= Nutidsværdi af egenkapitalen	<u>27.234</u>
+ Netto finansielle aktiver	598
= Rockwools samlede værdi	<u>27.831</u>
Dette svarer til en aktiekurs på, 27.831/21,97 mio. aktier	1.266

Kilde; Egen tilvirkning

Den beregnede WACC på 7,34% benyttes som diskonteringsfaktor, og den beregnede værdi af Rockwool er i steady state-scenariet kr. 27.831 mio., hvilket svarer til kr. 1.266 pr. aktie. Steady state scenariet er tildelt en vægtning på 60% i den værdivægtede værdiansættelse.

Tabel 10.4; Værdiansættelse af Rockwool - Up side

	Mio. kr.
Nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden	4.681
+ Nutidsværdien af det frie cash flow i terminalperioden	28.491
= Nutidsværdi af egenkapitalen	<u>33.173</u>
+ Netto finansielle aktiver	598
= Rockwools samlede værdi	<u>33.770</u>
Dette svarer til en aktiekurs på, 33.770/21,97 mio. aktier	1.537

Kilde; Egen tilvirkning

Værdien af Rockwool kan i up side-scenariet beregnes til kr. 33.770 mio., hvilket svarer til kr. 1.537 pr. aktie. Up side-scenariet er tildelt en vægtning på 20% i den værdivægtede værdiansættelse.

Tabel 10.5; Værdiansættelse af Rockwool - down side

	Mio. kr.
Nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden	3.702
+ Nutidsværdien af det frie cash flow i terminalperioden	12.679
= Nutidsværdi af egenkapitalen	<u>16.381</u>
+ Netto finansielle aktiver	598
= Rockwools samlede værdi	<u>16.978</u>
Dette svarer til en aktiekurs på, 16.978/21,97 mio. aktier	773

Kilde; Egen tilvirkning

Værdien af Rockwool kan i down side-scenariet beregnes til kr. 16.980 mio., hvilket svarer til kr. 773 pr. aktie. Down side-scenariet er som up side-scenariet tildelt en vægtning på 20% i den værdivægtede værdiansættelse.

Tabel 10.6; Opgørelsen af Rockwools markedsværdi pr. 15.03.2007

Aktie klasse	Antal	Kurs pr. 15/3-07	Samlet
A	13.072.800	1.044	1.364.8003.200
B	8.902.123	1.060	9.436.250.380
I alt	21.974.923		
Markedsværdi			23.084.253.580

Kilde; Årsregnskab 2006 & Reuters informationssystem

Markedsværdien af Rockwool kan den 15.3.2007 opgøres til 23,08 mia., og som tidligere oplyst var lukkekursen 1.044 for A-aktien og 1.060 for B-aktien. Vi opgør nedenfor prisen for én aktie i Rockwool og skelner ikke mellem A- og B-aktier jf. afgrænsningen.

Tabel 10.7; Værdivægtet værdiansættelse af Rockwool

Scenarie	Vægt	Værdi pr. aktie	Værdivægtet	Markedsværdi	Værdivægtet
Steady State	60%	1.266	759,6	27,83 mia.	16,69 mia.
Up side	20%	1.537	307,4	33,77 mia.	6,75 mia.
Down side	20%	773	154,6	16,98 mia.	3,39 mia.
Værdi pr. aktie	100%		1.221,6		26,85 mia.

Kilde; Egen tilvirkning

Vi har nu beregnet en værdi af Rockwool i hvert af de opstillede scenarier og kan udregne en samlet værdivægtet værdi af selskabet til kr. 26,85 mia. Dette svarer til en fair value på kr. 1.222 pr. aktie.

Vi kan dermed konkludere, at Rockwool er undervurderet på aktiemarkedet i forhold til den beregnede værdi i denne opgave. Aktien handles ca. 15% under den beregnede værdi. Dette kan skyldes flere forhold: enten at aktien reelt er undervurderet, eller at vi har været for optimistiske i vores budgetteringsfase eller i fastsættelse af selskabets kapitalomkostning. På baggrund af resultatet af værdiansættelsen vil en konkret anbefaling til alle investorer være en direkte købsanbefaling.

Værdiansættelsen bygger på en lang række forudsætninger, og der forekommer naturligvis en vis usikkerhed om resultatet, hvilket danner baggrund for relevansen af at udarbejde en følsomhedsanalyse for Rockwool aktien. Følsomhedsanalysen er at finde i kapitel 10.5.

En væsentlig faktor i forhold til svaret på hovedtesen i opgaven er timingen, altså hvornår er værdiansættelsen foretaget og dermed også de generelle markedsforhold, der gjorde sig gældende netop den dag. Vi værdiansætter Rockwool den 15.3.2007 og opnår en fair value på kr. 1.222 pr. aktie, hvor det generelle danske aktiemarked er faldet med ca. 8% de foregående 3 uger. I samme periode er Rockwool aktien faldet med 4%.

Ultimo april 07 ligger Rockwool aktien cirka i kurs 1.260 hvilket er 19% højere end den 15.3.2007. Værdiansatte vi Rockwool aktien ultimo april ville konklusionen være helt anderledes, nemlig at Rockwool aktien er overvurderet på det finansielle aktiemarked. Konklusionen er, at den systematiske risiko (markedsrisikoen) her har indvirkning på konklusionen i opgaven. Dog skal der gøres opmærksom på, at der kan være kommet ny information til markedet i den mellemliggende periode.

10.4 Relativ værdiansættelse

Udover vores traditionelle værdiansættelse af Rockwool vil vi også benytte en relativ værdiansættelse til at underbygge værdien af selskabet. Ved den relative værdiansættelse er det muligt at vurdere værdien af Rockwool ud fra værdien af selskabets konkurrenter på baggrund af en række nøgletal. Denne metode at værdiansætte et selskab på er ofte benyttet.¹⁰⁰

¹⁰⁰Valuation, Koller, Goeshart & Wessels, Mckinsey & Company, fourth edition, side 371.

For at opnå den mest korrekte værdi af Rockwool ud fra den relative værdiansættelse er det vigtigt, at det er de rigtige virksomheder, som udvælges til sammenligningsgrundlag¹⁰¹, også kaldet peer-group. Virksomhederne skal således helst være indenfor samme branche og have nogenlunde ensartede produkter. Herudover er det vigtigt, at virksomhederne i en vis grad har samme rentabilitet, vækstmuligheder og anvender samme regnskabspraksis. Disse forudsætninger kan i praksis være meget svære at efterleve, og ofte må man gå på kompromis, således at de benyttede virksomheder ikke nødvendigvis er 100% ens med den virksomheden, som skal værdiansættes.

Til vores relative værdiansættelse har vi valgt at gøre brug af nøgletal udarbejdet af Danske Equities. Nøgletallene bruges til peer-groupen og Rockwool. Vi er opmærksomme på, at vi herved får en subjektiv vurdering af selskaberne, og at værdiansættelsen af selskaberne er baseret på baggrund af Danske Equities's forventninger. Vi vil således være meget forsigtige med at drage konklusioner på tallene og kun bruge analysen som en ekstra kontrol af, om værdien af Rockwool synes fornuftig. Nøgletallene tager udgangspunkt i den forventede udvikling for selskaberne i 2007 og 2008.

10.4.1 Peer group

Vores valg af peer-group tager udgangspunkt i de ovenfor beskrevet kriterier, og vi vurderer, at de bedst egnede selskaber til denne analyse er Rockwools 2 største konkurrenter Uralita Group og Saint Gobain. En nærmere beskrivelse og gennemgang af de to selskaber findes i kapitel 8.6. Det er vigtigt at pointere, at selskaberne på nogle områder adskiller sig fra Rockwool. Saint Gobain er et markant større selskab og udover produktion og salg af isoleringsmateriale, beskæftiger selskabet sig bredt indenfor industriområdet. Uralita Group er noget mindre end Rockwool målt på omsætning, men er dog det selskab, som produktmæssigt minder mest om Rockwool. Udover de to største konkurrenter til Rockwool har vi også valgt at medtage Kingspan. Kingspan er især stor på det engelske marked. Selskabet producerer og sælger også isolering samt andre produkter til byggeindustrien. Kingspan er målt på markedsværdi næsten samme størrelse som Rockwool.

¹⁰¹ Valuation, Koller, Goeshart & Wessels, Mckinsey & Company, fourth edition, side 372.

Tabel 10.8; Relativ værdiansættelse

	P/E		EV/Sales		EV/EBITDA	
	2007e	2008e	2007e	2008e	2007e	2008e
Rockwool	19	15,8	1,5	1,3	8,7	7,6
Saint Gobain	9,6	9,9	0,7	0,7	5,8	5,4
Uralita Group	14	15,3	1	1	5,9	5,3
Kingspan Group	13,7	13,6	1,8	1,6	11,9	10,4
Gennemsnit	14,1	13,7	1,3	1,2	8,1	7,2
Rockwool ift. Gennemsnit	25,9%	13,6%	16,7%	11,5%	7,2%	5,6%

Kilde; Danske Equities, *The tanker has started to move & Egen tilvirkning*

Som det ses af tabellen, er alle gennemsnitstallene mindre end nøgletallene for Rockwool, hvilket betyder, at Rockwool vurderes højere end sin peer-group. Nedenfor har vi kort beskrevet de enkelte nøgletal, der indgår i analysen og efterfølgende vil der være en konklusion på den relative værdiansættelse.

P/E - Price/Earning

Et af de hyppigt brugte nøgletal er P/E, som angiver kursen på aktien i forhold til indtjeningen. På baggrund af nøgletallet er det muligt at se, hvad man som investor betaler for en kroners overskud i virksomheden. Nøgletallet udtrykker ligeledes, hvor mange år der går, førend investeringen i selskabet er tjent hjem. Sidst angiver nøgletallet den reciprokke værdi afkastkravet af investeringen, hvilket vil sige, at en P/E på 20 er lig med et afkastkrav på 5%.¹⁰²

$P/E = \text{Aktiekurs} / \text{EPS (Earnings per share)}$

Rockwool handler med en præmie på 26% for 2007 og 14% for 2008. Rockwool er således dyre prissat end peer-group selskaberne generelt.

EV/Sales

Nøgletallet tager udgangspunkt i selskabets værdi (Enterprise Value) og sætter det i forhold til salget (omsætningen). Nøgletallet bruges ofte til at sammenligne virksomheder, hvilket ikke er så hensigtsmæssigt, da tallet ikke fortæller noget om virksomhedens evne til at tjene penge, medmindre det forudsættes at indtjeningsmarginen er den samme for selskaberne. EV/EBITDA, vurderer vi, er mere anvendeligt.

¹⁰²Christensen, Michael; Pedersen, Frank; "Aktie investering – Teori og praktisk anvendelse", side 178.

På baggrund af nøgletallet handler Rockwool med en præmie for 2007 på 17% og 2008 på 12%.

EV/EBITDA

EV/EBITDA tager udgangspunkt i selskabets værdi (Enterprise Value) og sætter den i forhold til indtjeningen – indtjeningen før renter, skat, afskrivninger, og goodwill (EBITDA). På baggrund af dette nøgletal er det muligt at sammenligne virksomheder med forskellig finansiell gearing.

Rockwool ligger også her en smule over sin peer-group. For 2007 er det ca. 7% og 2008 ca. 6%. Dog er afvigelsen så minimal, at den må betragtes som på linie med peer-groupen, og deraf kan det udledes, at Rockwool handler med en fair værdi i forhold til dette nøgletal.

Konklusion på den relative værdiansættelse

Som det fremgår af de opstillede nøgletal og den valgte peer-group, handler Rockwool med en præmie i forhold til sine konkurrenter. Denne præmie er dog relativ beskeden, og vi finder ikke, at analysen får nogen alarmlamper til at lyse i forhold til værdien af Rockwool.

Vi har ikke gennemanalyseret selskaberne i Rockwools peer-group, hvorfor det kan være vanskeligt at komme med nogen vurdering af, hvilke elementer der er skyld i, at Rockwool handler med en præmie i forhold til peer-group. Ud fra vores kendskab til Rockwool vurderer vi, at det især er Rockwools stærke strategiske position og gode finansielle udvikling og beredskab, der berettiger til en præmie i forhold til peer-group.

10.5 Følsomhedsanalyse

Undervejs i vores værdiansættelse er der foretaget nogle subjektive valg omkring flere parametre. I dette afsnit vil vi undersøge følsomheden af modellerne og de enkelte parametre. Der er to formål med at foretage analyserne. For det første vil vi kontrollere om modellerne virker efter hensigten, og for det andet teste robustheden af den endelige værdi under alternative forudsætninger.¹⁰³ Samtidig er det værd at bemærke, at den samlede terminalværdi udgør ca. 80% af den endelige

¹⁰³ Valuation, Koller, Goeshart & Wessels, McKinsey & Company, fourth edition, side 362.

værdi på Rockwool for DCF-Modellen og ca. 55% for residualindkomst-modellen. Dette faktum understreger vigtigheden af en følsomhedsanalyse, hvor de enkelte parametre undersøges.

Vi har værdiansat Rockwools aktier til kurs 1.222 i vores DCF- og residualindkomstmodeller med udgangspunkt i de tre scenarier. Vi har lavet 3 følsomhedsanalyser for at vurdere værdien på Rockwools aktie, når vi ændrer i parametrene. Den første analyse er udfærdiget med baggrund i en ændring i WACC, hvor det er de to underkomponenter beta og risikopræmie, der er de variable parametre. Den anden analyse relaterer sig til ændringer i den budgetterede resultatopgørelse. Til sidst analyseres ændringen i de tildelte vægte for de enkelte scenarier.

I vores beregning af WACC'en var vores markedsrisikopræmie og beta til dels fastsat på baggrund af subjektive skøn. I tabellen nedenfor ses det, hvordan WACC'en ændrer sig som følge af ændringer i markedsrisikopræmien ud af X-aksen og beta ud af y-aksen.

Tabel 10.9; Følsomhedsanalyse på WACC

Beta \ Risiko	4,50%	5%	5,50%	6%	6,50%
0,6	5,98%	6,22%	6,46%	6,70%	6,94%
0,7	6,34%	6,62%	6,90%	7,18%	7,46%
0,8	6,70%	7,02%	7,34%	7,66%	7,98%
0,9	7,06%	7,42%	7,78%	8,14%	8,50%
1	7,42%	7,82%	8,22%	8,62%	9,02%

Kilde; Egen tilvirkning

På baggrund af de nye WACC værdier er det muligt at beregne værdierne for aktierne i Rockwool. Der er beregnet på de oprindelige scenarievægtninger.

Tabel 10.10; Følsomhedsanalyse på WACC

Beta \ Risiko	4,50%	5%	5,50%	6%	6,50%
0,6	1.892	1.732	1.594	1.475	1.370
0,7	1.661	1.513	1.387	1.278	1.183
0,8	1.475	1.338	1.222	1.122	1.036
0,9	1.322	1.195	1.088	996	917
1	1.195	1.077	977	893	820

Kilde; Egen tilvirkning

Det fremgår af tabellen, at der er meget stor forskel på værdien af aktien alt efter hvilken WACC, der benyttes. WACC'en ændrer sig fra 5,98% til 9,02% som det højeste, mens kursen ændrer sig fra

820 til 1.892. Det kan således konkluderes, at selv små ændringer i de anvendte parametre har betydning og samtidig understreges vigtigheden af, at parametrene estimeres med største nøjagtighed.

Følsomhedsanalysen på den budgetterede resultatopgørelse opstilles som procentpointvise ændringer i forhold til det oprindeligt budgetterede. Der er udarbejdet analyser på følgende parametre: overskudsgrad, aktivernes omsætningshastighed, vækst i omsætningen i budgetperioden og vækst i omsætningen i terminalperioden. Ændringerne vil blive foretaget i alle 3 scenarier, mens de enkelte scenarier vil bibeholde deres oprindelige vægtning.

Tabel 10.11; Følsomhedsanalyse på value drivers

Parameter	Ændring	Aktiekurs
Overskudsgrad	+1,0 % point	1.445
	- 1,0 % point	998
AOH	+ 0,2 gange	1.293
	- 0,2 gange	1.135
Vækst i omsætning i budgetperiode	+ 1,0 % point	1.301
	- 1,0 % point	1.149
Vækst i omsætning i terminalperiode	+ 0,5 % point	1.314
	- 0,5 % point	1.148

Kilde; Egen tilvirkning

En ændring i overskudsgraden på +/- 1% point vil medføre en ændring i aktiekursen fra 998 til 1.445. Det store kursudsving indikerer, at overskudsgraden er et vigtigt parameter i forbindelse med værdiansættelsen.

En ændring i aktivernes omsætningshastighed på +/- 0,2 gange vil medføre en ændring i aktiekursen fra 1.135 til 1.293. Kursudsvinget indikerer, at aktivernes omsætningshastighed er vigtig for værdiansættelsen dog i et mere beskedent omfang end overskudsgraden.

Ved at ændre på væksten i omsætningen i budgetperioden med +/- 1% point, ændrer aktiekursen sig fra 1.149 til 1.301. Ændres der i væksten i terminalperioden med +/- 0,5% point ændrer aktiekursen sig fra 1.148 til 1.314. På baggrund af disse iagttagelser kan det konkluderes, at ændringer i væksten i terminalperioden betyder relativt mere for værdiansættelsen end ændringer i budgetperioden.

Vores valg omkring de sandsynligheder, der er tildelt til de enkelte scenarier, er også i en vis grad subjektive. Vi har efter vores bedste overbevisning vægtet steady state-scenariet højest, og de øvrige scenarier har fået tildelt mindre vægte. Da der i nogen grad kan herske usikkerhed omkring dette valg, fremgår følsomheden for valget af tabel 10.12. Værdien varierer fra en pris på 1.134 til 1.298 alt afhængig af de tildelte vægte.

Tabel 10.12; Følsomhedsanalyse på scenario vægtning

Tildelt vægt			Værdi
Down	Steady	Up	Aktiekurs
10%	60%	30%	1.298
15%	50%	35%	1.287
20%	60%	20%	1.222
30%	40%	30%	1.199
30%	60%	10%	1.145
35%	50%	15%	1.134

Kilde; Egen tilvirkning

Der findes et utal af muligheder indenfor følsomhedsanalyser på de enkelte parametre. Ovennævnte analyser er ikke udtømmende, men giver efter vores vurdering en god fornemmelse af, hvilke parametre der har indflydelse på værdiansættelsen og i hvor høj grad.

10.6 Delkonklusion

Vi har værdiansat Rockwool ved at anvende to forskellige modeller, DCF- og Residualindkomstmodellen. Det endelige resultat er enslydende, men beregningen af cash flowet varierer mellem de to modeller. Vi anvendte CAPM og beregnede afkastkravet til egenkapitalen til 8,28% og fastsatte afkastkravet til fremmedkapitalen til 5%. Vi estimerede selskabets fremtidige kapitalstruktur til 80% egenkapital og 20% fremmedkapital. Rockwools gennemsnitlige kapitalomkostning kunne efterfølgende beregnes til 7,34%, der blev benyttet som diskonteringsfaktor.

I budgetteringsfasen opstillede vi 3 scenarier, et steady state, et up side samt et down side-scenario. Vi vægtede scenarierne med 60% i steady state og 20% for både up- og down side-scenarierne. Formålet med opdelingen er at få et mere validt og brugbart resultatet. Indgangsvinklen til

budgetteringen var resultaterne fra såvel den strategiske som den regnskabsmæssige analyse, hvor vi især lagde vægt på kapacitetsproblematikken, den øgede fokusering på miljø og energibesparende produkter samt forventningerne til byggeriaktiviteten. Estimeringen af de finansielle værdidrivere, omsætningsvækst, overskudsgrad, renten på fremmedkapital samt AOH tog udgangspunkt i de ovennævnte faktorer og ydermere i den historiske udvikling i disse.

Vi kunne efterfølgende værdiansætte Rockwools samlede værdi til kr. 26,85 mia., hvilket svarer til en fair value på kr. 1.222 pr. aktie. Det kan konkluderes, at aktien er undervurderet på det finansielle marked, og at aktien handles ca. 15% under den beregnede værdi.

Det frie kapitalmarked er langt fra statisk, men i konstant udvikling og forandring, hvorfor værdien af Rockwool ændrer sig mange gange hver eneste dag. Rockwools fair value er fremkommet på baggrund af flere subjektive valg og for at illustrere følsomhed af de mange valg, har vi udarbejdet 3 analyser. I den første følsomhedsanalyse regulerede vi beta og markedsrisikopræmien. Resultatet viste, at værdiansættelsen spændte i intervallet kr. 820 til kr. 1.892 pr. aktie. Den anden analyse blev udarbejdet med baggrund i reguleringer i de finansielle værdidrivere i budgetteringsfasen. Resultatet viste ikke overraskende, at reguleringer i terminalperioden betød relativt mere for værdiansættelsen end ændringer i budgetperioden. Den sidste analyse blev udarbejdet på baggrund af ændringer i vægtningen i de 3 opstillede scenarier, hvor en overvægtning af det positive up side-scenarie betød en højere værdiansættelse og omvendt ved en overvægtning af down side-scenariet.

11. Kapitalfond

Rockwool er i ovenstående kapitler blevet værdiansat ud fra den traditionelle fremgangsmåde, hvor en strategisk og en regnskabsanalyse ligger til grund for den egentlige værdiansættelse, hvori det fremtidige cash flow tilbagediskonteres til en nutidsværdi. I dette kapitel inddrages en kapitalfondsynsvinkel. Indledningsvis beskrives en kapitalfondes eksistensgrundlag, hvilket efterfølges af en nærmere gennemgang af strategier, der ligger til grund for opkøb foretaget af kapitalfonde samt en analyse af de virkemidler, en kapitalfond har for at maksimere investeringen. Til slut foretages en værdiansættelse af Rockwool med udgangspunkt i en kapitalfond synsvinkel og efterfølgende en sammenligning af begge værdiansættelser, der er foretaget i opgaven.

Ejerforhold

For at vurdere muligheden for en eventuel overtagelse af hele Rockwool er det nødvendigt at forholde sig til den store ejerandel, som Rockwoolfonden besidder. Det kan af nedenstående tabel 11.1 aflæses at Rockwoolfonden ejer 23% af den samlede aktiekapital og jf. årsregnskabet 30% af stemmerettighederne. Endvidere er 18% af aktiekapitalen ejet af to medlemmer af familien Kähler, der er de tidligere ejere af det samlede selskab. Kun 4 aktionærer sidder på i alt 46% af den samlede aktiekapital svarende til 53% af de samlede stemmerettigheder.

Tabel 11.1; Storaktionærer i Rockwool

Aktionærer, der ejer mere end 5% af aktiekapitalen	
Rockwool Fonden, DK-2640 Hedehusene	23%
Elisabeth Kähler, DK-2900 Hellerup	11%
Gustav Kähler, DK 2942 Skodsborg	7%
ATP, DK-3400 Hillerød	5%

Kilde; Årsregnskab 2006 & Egen tilvirkning

Rockwoolfondens historie går mange år tilbage, og der er ikke historisk information der indikerer, at Rockwoolfonden har intentioner om at nedbringe dens ejerandel i Rockwool. En sådan handling underminerer endvidere selve formålet med Rockwoolfonden, som beskrives uddybende i næste afsnit.

Netop det forhold, at kun 4 aktionærer sidder på en så stor del af den samlede aktiekapital, betyder at interessen fra kapitalfonde kan være begrænset, da ejerstrukturen gør det vanskeligt for en

kapitalfond at opkøbe Rockwool. I forlængelse af dette væsentlige forhold kan der dog argumenteres for, at et børsnoteret selskab automatisk er til salg, såfremt prisen er den ”rette”.

Vedtægterne i Rockwool fonden

Typisk betragtes et selskab, hvor en stor del af aktierne ejes af en fond, som svært tilgængelig for en eventuel køber. Dette fordi fonden typisk er oprettet af de tidligere ejere af selskabet, og den har et almennyttigt non profit formål.

Denne problemstilling er også gældende for Rockwoolfonden, hvor fondens formål er: *alt efter fondsbestyrelsens nærmere beslutning at støtte videnskabelige, humanitære, kunstneriske eller sociale formål samt at bidrage til forbedring af miljø og samfundsudvikling.*¹⁰⁴

Med baggrund i ovenstående betragter vi Rockwoolfonden som en almennyttig fond. Fonden har også bestemmelser for, hvorledes aktiverne i fonden herunder aktierne i Rockwool skal håndteres: *Fondens midler kan anbringes i aktier i Rockwool International A/S og/eller dets koncernselskaber eller på anden efter fondsbestyrelsens skøn hensigtsmæssig måde. Fondsbestyrelsen kan til enhver tid beslutte at afhænde fondens aktiver med henblik på ændret anbringelse. Salg af aktier i Rockwool International A/S kan dog kun finde sted, såfremt mindst 2/3 af hele fondsbestyrelsen stemmer herfor. Denne indskrænkning gælder dog ikke, såfremt fonden efter salget ejer mindst 25% såvel af den nominelle aktiekapital som af stemmerne i selskabet.*¹⁰⁵

Denne bestemmelse åbner op for, at fondens bestyrelse ved 2/3 flertal kan sælge aktierne i Rockwool. På baggrund af dette kan det konkluderes, at aktierne i Rockwool rent teoretisk er til salg. Om aktierne i praksis også er, er svært at vurdere, da afgørelsen er op til de enkelte bestyrelsesmedlemmer, hvilket vi ikke har nogen forudsætning for at vurdere. Bestyrelsen består af 10 medlemmer, og ifølge vedtægterne udpeges 3 af medlemmerne af Rockwool, og 1 medlem udpeges af Dansk Industri.

¹⁰⁴ FUNDATS for ROCKWOOL FONDEN § 4.

¹⁰⁵ FUNDATS for ROCKWOOL FONDEN § 5.

11.1 Generelt om kapitalfonde

Set i et historisk perspektiv er kapitalfonde ikke noget nyt fænomen. Kapitalfonde har i mange år været en aktiv aktør på de finansielle markeder på såvel nationalt som på internationalt plan. Det er dog først indenfor de seneste to-tre år, at kapitalfonde er blevet bredt kendt i offentligheden herhjemme, hvilket er resultatet af massiv medieinteresse. Medieinteressen er især blevet intensiveret, efter at store danske børsnoterede selskaber er overtaget af kapitalfonde heriblandt ISS (2005 - EQT) og TDC (2006 – bl.a. APAX & Permira), som er selskaber og brands, der er kendt af alle i befolkningen.

Kapitalfonde har de senere år ofte været et synonym med negativ omtale bl.a. som følge af afnoteringer af folkelige børsnoterede selskaber og generelle beskyldninger om samfundsskadelig aktivitet. Der kan argumenteres for og imod disse beskyldninger, men et faktum er, at kapitalfonde sandsynligvis er kommet for at blive, og at de også i fremtiden vil fungere som en væsentlig aktør på de finansielle markeder. En positiv effekt ved eksistensen af kapitalfonde er en sikring af det efficiente marked, da fondene vil udse sig dårligt drevne virksomheder, idet effektiviseringsmuligheder her er store.

Kapitalfondene har især de senere år nydt godt af det lave renteniveau, idet flere kapitalfondes opkøb mere eller mindre er baseret på gearing. Jo lavere rente, desto højere cash flow. Et lavt renteniveau tilsiger opkøb af kapitalfonde. Et faresignal for opkøb foretaget af kapitalfonde er den stigende rente, der kan sætte en midlertidig stopper for opkøbsbølgen.¹⁰⁶

Baggrunden for oprettelsen af kapitalfonde er troen på overnormale afkast i forhold til at købe aktier i børsnoterede selskaber. Det kan være vanskeligt at få stemmemajoriteten og dermed få gennemført strategiske tiltag, som af aktionærerne vurderes som de rette for netop deres virksomhed. Ved at opkøbe hele selskabet i stedet og selv sidde for bordenden er det lettere at levere et tilfredsstillende afkast. Kapitalfondene mener at kunne skabe merværdi ved selv at være ejer af selskabet. En kapitalfond kan f.eks. hurtigt opnå besparelser ved at nedlægge IR-afdelingen samt på revision, da de krav der stilles til regnskabsaflæggelsen er mindre når selskabet afnoteres.

Generelt kan kapitalfondene opdeles i venturefonde samt buy-out fonde. Venturefondene investerer i selskaber, der er kendetegnet ved at være nystartede eller nyere selskaber med stort

¹⁰⁶ Berlingske Tidende ”Kapitalfonde mister finansiell fordel”; d. 13/3 2006.

vækstpotentiale. Buy-out fondene fokuserer deres investeringer i mere modne virksomheder og det er sådan en type fond, der kunne være potentiel køber af Rockwool.

Følgende karakteristika kendetegner potentielle overtagelseskandidater,¹⁰⁷

- Stærk ledelse og forretningsplan
- Attraktiv branche
- Stabilt cash flow
- Potentielt kapitalbehov
- Potentiel restrukturering af virksomheden

Opkøbsstrategien fra kapitalfondene er typisk at vurdere selskaber, der opfylder de kriterier, der er opstillet ovenfor. Disse kriterier er vigtige for kapitalfondene, da selskaber, der opfylder disse kriterier, alt andet lige er stabile selskaber med gode vækstmuligheder, som kapitalfondene kan benytte til at generere det krævede afkast fra investorerne.

11.2 Strategi & Finansiering

Kapitalfondenes meget simple forretningsstrategi går ud på at opkøbe såvel unoterede som børsnoterede selskaber. Herefter omstruktureres og udvikles selskaberne for derefter igen at blive frasolgt eller børsnoteret. Strategien er at skabe vækst og optimere selskabets cash flow ved at fokusere på selskabets kerneområder, øge investeringerne samt ved opkøb. Dette opnås f.eks. ved at udvide den nuværende produktpalette, udvide på nye markeder, effektiviseringer eller frasalg af urentable forretningsområder.

Ejerskabet, som kan være kortvarig men til tider også af mere længerevarende karakter, har naturligvis det formål at lave et attraktivt afkast til investorerne og dermed være en rentabel investering for de investorer, der har indskudt penge i fondene. Ejertiden er typisk mellem 4-7 år.¹⁰⁸ En kort ejertid er for kapitalfondene at foretrække, da et relativt højere afkast lettere opnås, hvorimod det over en længere periode kan være vanskeligt at opretholde et højt afkast. Det er

¹⁰⁷ www.axcel.dk. Listen er ikke udtømmende, men kriterierne er opstillet med henblik på at lokalisere de væsentligste faktorer.

¹⁰⁸ www.axcel.dk. Berlingske Tidende ”Kapitalfonde vil aflive myter”; d. 28/6 2006.

kendetegnet for kapitalfondene, at den indskudte kapital primært indskydes af pensionskasser, andre institutionelle investorer samt velhavende privatpersoner.

Kapitalfondene kan finansiere opkøb på to måder. Første alternativ er en beløbstilkendegivelse fra en af førnævnte investortyper, hvor investorerne indskyder penge i fonden, når en virksomhed overtages. Andet alternativ er en lånebaseret tilgang, hvor gearing i det opkøbte selskab skal finansiere den påtagede rentebyrde. Buy-out fondene benytter i stort omfang gearing ved en overtagelse, hvor markedsværdien af selskabet forøges ved at geare selskabets balance. Egenkapitalen maksimeres ved at forøge det genererende cash flow samt ved en nedbringelse af kapitalomkostningerne. Netop at øge gældsandelen for at skabe vækst og øge cash flow'et er hele ideen ved LBO (Leverage Buy-Out).

Et vigtigt parameter i relation til en værdiansættelse er den lånerente, som kapitalfondene kan opnå på de finansielle markeder. Det er svært at få indsigt i dette forhold, da kapitalfonde er meget lukkede på området, og der hersker megen tvivl om, om en kapitalfond reelt kan opnå en billigere finansiering end det overtagede selskab.

Ved at kapitalfonde optager gæld i det overtagede selskab opstår en rentebyrde, hvilket forpligtiger i forhold til en fast betalingsstrøm. For at kapitalfonden kan honorere denne rentebyrde, skal de finansielle resultater følge med udviklingen og selskabets cash flow skal forbedres. Derfor er det naturligt, at kapitalfonde ret hurtigt foretager større strategiske beslutninger for at udvikle den virksomhed, der overtages.

11.3 Kapitalstruktur

Tidligere i opgaven er emnet kapitalstruktur behandlet i relation til en traditionel værdiansættelse af Rockwool. Ud fra Modigliani & Millers første proportion vil en ændring i kapitalstrukturen ikke give forøget værdi af en virksomhed. En af forudsætningerne bag Modigliani & Millers første proportion er, at der ikke er inkluderet selskabsskatter.¹⁰⁹ Når denne forudsætning brydes, og der indføres selskabsskatter, Modigliani & Millers anden proportion, bør et selskab umiddelbart vælge en kapitalstruktur udelukkende med gæld, da dette vil maksimere værdien af renteskatteskjoldet og

¹⁰⁹ Brealey and Myers; *Corporate Finance*, chapter 17, McGraw Hill, Eighth Edition.

derved den samlede markedsværdi af selskabet. Dette er naturligvis under den forudsætning, at selskabet, til enhver tid, er i stand til at udnytte det renteskatteskjold, der opstår. Jf. nedenstående er dette ikke muligt i praksis pga. defaultrisikoen og det deraf forøgede afkastkrav fra fremmedkapitalindskydere.

Kapitalfonde benytter ændringer i kapitalstrukturen til at skabe merværdi, hvor gældens andel af passiverne øges. Ved denne manøvre opnås en fordel i relation til skatteskjoldet, og i forbindelse med værdiansættelsen minimeres kapitalomkostningerne, hvorved markedsværdien af selskabet stiger. Årsagen til at gældsoptagelse øger markedsværdien er, at renteudgifter er fradragsberettigede i resultatopgørelsen, hvorved der opnås en bundlinieeffekt. Værdien af skatteskjoldet kan beregnes via nedenstående formel.

Formel 11.1; Beregning af skatteskjold:¹¹⁰

Skatteskjoldet = $Rd * (1 - \text{skat}) * \text{Gælden}$,

Hvor Rd = hvor Rd er renten på fremmedkapitalen

Den største risiko ved ændringer i kapitalstrukturen, hvor der optages mere fremmedkapital i stedet for egenkapital, er risikoen for default, der meget naturligt øges pga. de større renteomkostninger. En større defaultrisiko kan i sidste ende betyde en højere finansieringsrente, da långiver vil forlange en merrente, idet risikoen i selskabet er forøget. Dette kan være en ond spiral for et selskab, der kan ende med betalingsstandsning eller konkurs. Defaultrisikoen varierer fra branche til branche og er afhængig af mange faktorer; størrelsen af selskabet, antallet af kreditorer og sammensætningen af aktivsiden.

Kapitalfonden skal vurdere hvilken kapitalstruktur, der er den mest optimale for netop den overtagede virksomhed. Teoretisk kan en optimal kapitalstruktur beregnes, men i praksis er dette en svær opgave, og som vi tidligere har argumenteret for, er kapitalstrukturen foranderlig og ikke dermed ikke en statisk størrelse. Den optimale gældsandel vil typisk forekomme lige inden det tidspunkt, hvor fremmedkapitalindskyderne ændrer lånerente i opadgående retning eller ved det punkt, hvor det genererede cash flow ikke kan dække renteomkostningerne. Typisk er egenkapitalandelen under 50%.¹¹¹

¹¹⁰ Elling og Sørensen, Regnskabsanalyse og værdiansættelse, side 136.

¹¹¹ Interview med Lars Cordt fra Axcel

11.4 Kapitalomkostninger & Afkastkrav

Et vigtigt parameter der påvirkes af en ændring i kapitalstrukturen i værdiansættelsesøjemed er den gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC). Til bestemmelse af afkastkravet til egenkapitalen samt til fremmedkapitalen benyttes CAPM.¹¹²

Ved at ændre i kapitalstrukturen ændres det vægtede afkastkravet fra ejerne. Ejerne er i dette tilfælde kapitalfonde og fremmedkapitalindskyderne. Afkastkravet fra kapitalfondene ændres i forhold til traditionelle aktionærforhold. Afkastkravet fra kapitalfonde vurderes som værende højere, idet kapitalfonde har alle muligheder for at påvirke selskabet direkte pga. den totale ejerkontrol. Der er ikke langt fra tanke til handling modsat ved en børsnoteret virksomhed, hvor aktionærene alt efter ejerandel, har langt til der, hvor beslutningerne træffes. Endvidere er det meget logisk, at en øget gearing af et selskab betyder øget afkastkrav fra ejerne. Dette er helt i overensstemmelse med praksis på de finansielle markeder.

Lånegiverne er ikke ejere af selskabet, hvorfor indtjening kommer fra rentemarginalen. Afkastkravet fra fremmedkapitalindskyderne afhænger af den samlede risiko på selskabet. En høj gearing vil alt andet lige betyde et højere afkastkrav fra långiver. I praksis er højt gearede selskaber også forbundet med en højere defaultrisiko, hvilket på de finansielle markeder afspejles af en højere betaværdi pga. den lavere soliditet.

Jf. ovenstående afsnit er defaultrisikoen afhængig af mange faktorer. Generelt er de virksomheder, der er attraktive for kapitalfonde ikke stærkt gearet i forvejen, hvorfor afkastkravet typisk er relativt lavt fra fremmedkapitalindskyderne. Desuden er der potentiale for yderligere gearing, uden rentemarginalen øges af långiver.

Et selskabs betaværdien kan opdeles i beta på egenkapitalen samt beta på fremmedkapitalen. Kombineres begge betaværdier fås betaværdien på selskabets samlede aktiver. I og med selskabets balance geares af en kapitalfond vil betaværdien stige, hvilket får en effekt ud fra en værdiansættelsesmæssig synsvinkel.

¹¹² En nærmere beskrivelse af WACC og CAPM er udført i kapitel 10.

Et selskab kan optage gæld via sikret eller usikret udlån, mezzaninkapital¹¹³ samt via virksomhedsobligationer. Mezzaninkapital og sikret udlån er uinteressant set med en kapitalfonds øjne og ud fra en værdiansættelsesmæssig betragtning. En måde hvorpå kapitalfonde kan holde kapitalomkostningerne lave og derved optimere markedsværdien er ved at optage fremmedkapital via virksomhedsobligationer samt ved andet usikret gæld. Ofte kan kapitalfonde overtage eksisterende virksomhedsobligationer til samme rente som tidligere, hvorved det er investorenes risiko, der stiger. Endvidere kan banker typisk udstede usikret gæld med rabat, da kapitalfonde ofte har gode relationer til banker og andre långivere. Ydermere har kapitalfonde mulighed for at hente yderligere egenkapital hos investorerne, hvorfor den samlede risikoen for bankerne mindskes.

11.5 Værdiansættelse af Rockwool ud fra en kapitalfond synsvinkel

I ovenstående kapitler har vi beskrevet, hvordan kapitalfonde fungerer og typisk agerer i forbindelse med overtagelser. Det fremgår, at fondene er interesseret i en bestemt type selskaber, og at de kører ud efter en bestemt forretningsmodel. Det er afdækket, at kapitalfondene har flere virkemidler for at optimere markedsværdien af det overtagede selskab såsom ændringer i kapitalstrukturen. Ved at benytte samme værdiansættelsesmodeller som tidligere i rapporten vil vi nu værdiansætte Rockwool, hvor udgangspunktet er en kapitalfond synsvinkel.

11.5.1 LBO karakteristika for Rockwool

Først klarlægges om Rockwool opfylder de tidligere opstillede kriterier for at være en potentiel overtagelseskandidat for kapitalfonde;

Tabel 11.2; Karakteristika for potentielle LBO selskaber

		Rockwool
1	Stærk ledelse & forretningsplan	√
2	Attraktiv branche	√
3	Stabilt cash flow	√
4	Potentielt behov for kapital	-
5	Potentielt restrukturering	-

Kilde; Egen tilvirkning

¹¹³ Ansvarlig kapital der stilles før alt andet fremmedkapital i konkursrækkefølgen. Risikomæssigt har mezzaninkapital en særstilling mellem egenkapitalen og fremmedkapital.

Med udgangspunkt i den strategiske analyse af Rockwool og det kendskab vi ellers har til virksomheden, vurderes det, at selskabet har et stærkt management team, og at den strategiske situation er fornuftig. Rockwool har ekspansionsplaner og har netop øget den finansielle målsætning. Rockwool beskæftiger sig indenfor energi- og isoleringsbranchen, hvilket efter vores opfattelse, er en attraktiv branche på nuværende tidspunkt. Det vurderes endvidere, at branchen fortsat vil være attraktiv i fremtiden. Branchen er kendetegnet af høj omsætningsvækst, og energibranchen får på den politiske front større og større bevågenhed. De seneste 5 års cash flow er tidligere beregnet og er samlet set vokset fra kr. 122,9 mio. i 2002 til kr. 822,3 mio. i 2006. Rockwools genererende cash flow kan ikke betegnes som decideret stabilt, idet det er vokset med over 500% i perioden. Stigningen i det frie cash flow kan især henføres til det seneste regnskabsår, hvorfor det alligevel forudsættes, at Rockwool generelt lever op til bestemmelsen om et stabilt cash flow. Med en soliditetsgrad på 70% mangler Rockwool ikke kapital, og selskabet kan relativt nemt rejse den kapital der er behov for, til at finansiere de investeringer der er planlagt. Det vurderes ikke at være nødvendigt, at selskabet omstruktureres og effektiviseres for at opnå den finansielle målsætning og for at kunne klare sig i den fremtidige konkurrence i branchen. Rockwool bedømmes til at være en attraktiv kandidat for kapitalfonde til trods for, at selskabet ikke lever op til at alle de opstillede krav fra kapitalfonde.

11.5.2 Ændring i kapitalstruktur

En analyse af Rockwools nuværende kapitalstruktur viser, at egenkapitalen i dag udgør 70% målt ved den bogførte værdi og næsten 90% målt ved markedsværdier. Strategien for kapitalfonde er bl.a. baseret på en omlægning af kapitalstrukturen for at maksimere egenkapitalen. Det er ikke usædvanligt at kapitalfonde omlægger kapitalstrukturen i det opkøbte selskab til 70% fremmedkapital og 30% egenkapital. Det er den sammensætning vi vil arbejde videre med i beregningen af de vægtede kapitalomkostninger.

11.5.3 Rockwools nye vægtede kapitalomkostninger

Til beregning af Rockwools nye kapitalomkostning ud fra en kapitalfonds synsvinkel benyttes de modeller, vi har anvendt tidligere i opgaven. CAPM benyttes til fastsættelse af ejernes afkastkrav, hvilket derefter gør det muligt at beregne selskabets nye diskonteringsfaktor (WACC). Først

estimeres de parametre der indgår i CAPM; Selskabets betaværdi, den risikofrie rente samt markedets afkastkrav.

Vi har tidligere beregnet Rockwools historiske beta til 0,48 ved at sammenholde Rockwools kursudvikling med OMXALL. Vi estimerede denne beta som værende for lav og justerede betaværdien til 0,8. Ud fra forudsætningen om en omlægning af kapitalstrukturen vurderes det, at risikoen på selskabet vil øges yderligere og i fremtiden endog være højere end markedsrisikoen, hvorfor vi fastsætter Rockwools nye beta til 1,2.¹¹⁴

Den risikofrie rente er tidligere fremfundet til 3,88, som er den effektive rente på 4%STAT2015. Dette parameter ændres ikke i beregningen af Rockwools nye kapitalomkostning.

Afkastkravet til aktiemarkedet er tidligere ansat til 9,38%. Det vurderes at afkastkravet fra de investorer, der har indskudt kapital i fondene, er højere end på det generelle aktiemarked. Begrundelsen er den højere risiko ved en omlægning af kapitalstrukturen. Det er vigtigt at være opmærksom på, at stigningen i afkastkravet korrelerer med den forhøjede beta. Hvis det ikke er tilfældet, kan modellen ikke bruges til at beregne afkastkravet til egenkapitalen. Jævnfør tidligere afsnit og den generelle diskussion om afkastkravet fra kapitalfonde estimeres det fremtidige afkastkrav fra kapitalfondene til 15%.¹¹⁵

Afkastkrav til egenkapitalen kan nu beregnes til;

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f) = 3,88 + 1,2 \cdot (15 - 3,88) = 17,22\%$$

Vi mangler nu kun at fastsætte afkastkravet fra fremmedkapitalindskyder, før vi kan beregne Rockwools nye vægtede kapitalomkostning. Det er en utrolig vanskelig opgave at fastsætte afkastkravet fra fremmedkapitalindskyder (lånerente), idet det ikke direkte kan aflæses af et regnskab. Det vil dog være utopisk at tro, at en kapitalfond kan låne billigere end den risikofrie rente. Typisk er et selskab ikke kun finansieret ved ét låneforhold, og der vil ofte være forskel på løbetider, hvorved renten ikke vil være ens for hele låneporteføljen.

Vi har tidligere argumenteret for, at renten kan holdes på et forholdsvis lavt niveau, da kapitalfonde har gode forbindelse til finansielle lånegivere, samt det forhold at kapitalfonde har

¹¹⁴ Beta stiger 0,80 til 1,2 hvilket svare til en stigning på 50%.

¹¹⁵ Interview med Lars Cordt fra Axcel.

nemt ved at skaffe yderligere egenkapital ved investorerne. Begge forhold taler for en relativ lav lånerente/afkastkrav. Vi estimerer den gennemsnitlige lånerente/afkastkravet fra långiver til 5%, hvilket er den samme fremmedkapitalrente som i den traditionelle værdiansættelse.

Vi har tidligere beregnet Rockwools totale markedsværdi pr. 15.3.2007 til kr. 23,08 mia., hvilket er den værdi vi benytter i nedenstående beregning af Rockwools nye vægtede kapitalomkostning, hvor egenkapitalandelen udgør 30% og fremmedkapitalandelen udgør 70%.

De vægtede kapitalomkostninger kan nu beregnes til;

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= V_E / V_{\text{NDA}} * k_e + V_{\text{NFF}} / V_{\text{NDA}} * k_g \\ &= 6,92/23,08 * 17,22\% + 16,16/23,08 * (1 - 0,28) * 5\% &&= 7,7\% \end{aligned}$$

Rockwools vægtede kapitalomkostning er beregnet vil 7,7% og afviger fra den oprindelig beregnet kapitalomkostning på 7,34%. Afvigelsen skyldes omlægning i kapitalstrukturen samt afvigelser i afkastkravet til egenkapitalen. Den nye kapitalomkostning benyttes som diskonteringsfaktoren i det budget, der estimeres ud fra en forventning om, at en kapitalfond vil arbejde med en mere ekspansiv strategi og stille større krav til cash flow-generering.

11.5.4 Budgettering og værdiansættelse

Denne budgetfase griber vi anderledes an i forhold til den tidligere udførte budgetfase. Vi anvender kun et scenarie, og vi kalkulerer kun med en budgetperiode på 5 år, hvilket begrundes med den typiske ejertid for en kapitalfond. Endvidere har vi justeret flere parametre i en mere positiv retning set ud fra et værdiansættelsesmæssigt synspunkt. Dette understøttes med den mere aggressive og ekspansive strategi kapitalfonde ligger for dagen, hvilket som tidligere nævnt også resulterer i et mere risikobetonet selskab.

I budgetperioden fastsættes den årlige omsætningsvækst til 15% årligt og til 3% i terminalperioden. Overskudsgraden fastsættes til 10% i såvel budget som i terminalperioden. Aktivernes omsætningshastighed udregnes ved at sætte omsætningen i forhold de samlede aktier og er beregnet til 2,15 i 2006 og fastsættes til 2,00 i såvel budget- som i terminalperioden. Der udbetales ikke

dividende, og diskonteringsfaktoren er ovenfor beregnet til 7,7%. Vi får dermed følgende værdiansættelse af Rockwool ved at benytte DCF-modellen.

Tabel 11.3; Værdiansættelse af Rockwool ud fra en kapitalfond synsvinkel

	Mio. kr.
Nutidsværdien af det frie cash flow i budgetperioden	2.102
+ Nutidsværdien af det frie cash flow i terminalperioden	30.420
= Nutidsværdi af egenkapitalen	<u>32.522</u>
+ Netto finansielle aktiver	598
= Rockwools samlede værdi	<u>33.120</u>
Dette svarer til en aktiekurs på, 33.120/21,97 mio. aktier	1.507

Kilde; Egen tilvirkning

Værdien af Rockwool kan med udgangspunkt i en kapitalfond synsvinkel beregnes til kr. 33,12 mia., hvilket svarer til kr. 1.507 pr. aktie. Forskellen mellem den tidligere udførte traditionelle værdiansættelse og den netop udførte er kr. 6,27 mia. målt på markedsværdi, hvilket svarer til kr. 285 pr. aktie. Forskellen i markedsværdien er ca. 23% og vurderes umiddelbart som en stor afvigelse.

Forskellen ved ovenstående kan især forklares af den mere positive indgangsvinkel til budgetteringen af den fremtidige omsætning, indtjening samt aktivernes omsætningshastighed. Endvidere benyttes nu kun et scenarie, der vægter 100% modsat tidligere, hvor vi beregnede en fair value ud fra en vægtet værdiansættelse med 3 scenarier.

En spændende betragtning er en beregning, hvor den oprindelige beregnede WACC på 7,34% benyttes. Hermed kan værdien af en Rockwool aktie beregnes til kr. 1.648 pr. aktie, hvilket er en værdiansættelse pr. aktie på over 9% højere end ovenfor beregnede værdi.

Det kan konkluderes, at en kapitalfond ud fra de opstillede forudsætninger er mere positiv indstillet over for Rockwool i forhold til den tidligere udførte værdiansættelse.

11.6 Delkonklusion

En kapitalfond består af midler indskudt af langsigtede investorer såsom pensionskasser og andre institutionelle investorer. En kapitalfond opkøber såvel unoterede som børsnoterede selskaber med det formål at effektivere og optimere virksomheden. Det opkøbte selskab ejes i få år, før det igen videresælges. Strategien for fondene er at omlægge kapitalstrukturen, så fremmedkapitalen forøges med det formål at øge væksten i selskabet. Hermed øges det genererede cash flow og dermed maksimeres egenkapitalen.

Rockwool er en interessant virksomhed for kapitalfonde, da isoleringsbranchen er en branche i høj vækst. Selskabets ledelse er stærk og kompetent, og forretningsplanen er ambitiøs. Indtjeningen har historisk været attraktiv, og selskabets har formået at generere et fornuftigt cash flow fra driften. Det kan ud fra de opstillede forudsætninger konkluderes, at en kapitalfond vil være positivt indstillet overfor et selskab som Rockwool. Værdiansættelsen indikerer en samlet værdi af Rockwool på kr. 33,12 mia., hvilket modsvarer en pris pr. aktie på kr. 1.507. Værdiansættelsen er bl.a. baseret på omlægnings i kapitalstrukturen, ændringer i afkastkrav til egenkapitalen samt ændringer i betaestimeringen. Forskellen mellem kapitalfond værdiansættelsen og den tidligere udført værdiansættelse beløber sig til kr. 6,27 mia., hvilket svarer til kr. 285 pr. aktie - en upside for en kapitalfond på hele 23%.

12. Konklusion

Udarbejdelsen af denne HD-afhandling har haft til formål at besvare den problemstilling, der blev opstillet i problemformuleringen. Konklusionen redegør for samt forklarer svaret på den opstillede problemstilling. Opgavens problemstilling var at estimere markedsværdien af Rockwool og konkludere på, hvorvidt selskabet er under- eller overvurderet i forhold til markedskursen d. 15.3.2007. Endvidere var formålet at foretage en værdiansættelse ud fra en kapitalfonds synsvinkel for at konkludere på, om en kapitalfond vil værdiansætte Rockwool på samme vis som traditionelle investorer.

Ud fra en intern og ekstern strategianalyse samt en historisk regnskabsanalyse udførte vi med en 10-årig budgetperiode og en terminalperiode en budgettering af det fremtidige cash flow. Cash flowet blev efterfølgende tilbagediskonteret med selskabet gennemsnitlige kapitalomkostning til en nutidsværdi, hvorved en samlet værdi af Rockwool fremkom.

Rockwool er en global virksomhed med en lang historie. Selskabets forretningsområder tager alle udgangspunkt i stenuldsproduktion. Produktion af stenuld til isoleringsformål er Rockwools største forretningsområde og udgør 85% af selskabets samlede omsætning. Herudover beskæftiger selskabet sig også indenfor nicheområder så som facadeløsninger, afskærmninger og konsulentbistand. Vi valgte fuldt ud at fokusere på isoleringsdivisionen i opgaven. Rockwool er repræsenteret overalt i verden men hovedparten af omsætningen kan relateres til det europæiske marked.

Den strategiske analyse havde til formål at lokalisere ikke-finansielle værdidrivere til brug i budgetteringsfasen samt at identificere hvilke interne og eksterne forhold der er væsentlige i relation til værdiansættelsen. Vi lokaliserede især 3 faktorer i den strategiske analyse, der blev vurderet som særdeles væsentlige: udviklingen indenfor byggeribranchen, kapacitetsproblematikken samt den øgede fokusering på miljø og generelt energibesparende produkter.

Den fremtidige vækst i byggeribranchen ser ikke ud til at løje af på kort sigt, men udviklingen er følsom overfor ændringer i renten, prisen på olie og råvare samt overfor den generelle økonomiske udvikling især indenfor Eurozonen, som er Rockwools hovedmarked. De senere år har været præget af høj efterspørgsel efter isoleringsmaterialer, hvilket har resulteret i et massivt underudbud af

isoleringsmaterialer. Rockwool og andre aktører har investeret kraftigt i kapacitetsudvidelser og planlægger yderligere kapacitetsudvidelser de kommende år. Det vurderes, at risikoen for overkapacitet på lidt længere sigt er stor, hvilket vil resultere i lavere priser og deraf vigende indtjening. Indenfor de senere år har der fra politisk side været en øget fokusering på miljø og energibesparende produkter, hvilket afspejles i et nyt EU-direktiv for minimumsisolering samt i Kyoto-aftalen. Denne udvikling prognosticeres til at fortsætte og endvidere at blive intensiveret de kommende år.

De vigtigste konkurrenter på Rockwools hovedmarkeder i Central- og Østeuropa er franske Saint Gobain, tyske Knauf samt spanske URSA. Rockwool har indtil videre klaret sig bedre end konkurrenterne på et marked for isoleringsprodukter, der længe ikke har været præget af hård konkurrence pga. den unikke efterspørgselsituation.

Rockwool forholder sig seriøst til Corporate Governance og overordnet efterleves anbefalingerne i Nørby-rapporten. Det er kun på nogle få punkter, hvor selskabet bryder med anbefalingerne og bevidst har valgt en anden løsning. På baggrund af analysen ser vi som investor ingen faresignaler vedrørende de uafklarede punkter fra Nørby-rapporten.

Via en regnskabsanalyse blev selskabets regnskabsmæssige performance klarlagt med udgangspunkt i en nøgletalsanalyse i perioden 2002-2006. Regnskabsanalysen havde udgangspunkt i de reformulerede egenkapitalopgørelser, resultatopgørelser, balancer samt pengestrømsopgørelser for de historiske regnskaber.

Rockwools egenkapitalforrentning er steget fra 1,3% i 2002 til 17,4% i 2006. Denne stærke fremgang i egenkapitalen skyldes primært en udsædvanlig god udvikling i afkastningsgraden fra ca. 2% til 18%. Udvikling i egenkapitalen kan endvidere forklares ud fra en pæn vækst i aktivernes omsætningshastighed, som steg fra 1,68 til 2,15 gange og endvidere ud fra en stærk vækst i overskudsgraden, som steg fra 1,2% til 8,4%. Overskudsgradens forbedring skyldes især den høje vækst i omsætningen på næsten 46% over perioden sammenholdt med en tilsvarende stigning i de direkte produktionsomkostninger og en relativ mindre stigning i personaleomkostningerne. Rockwool opererer med en meget lav finansiel gearing, som i 2006 ændrede karakter og blev negativ. På baggrund af de meget lave nettofinansielle forpligtelser bliver rentekomkostningerne i

procent unaturligt høje. Det kan konkluderes, at der er god mulighed for at øge den finansielle gearing i selskabet.

Det kan ydermere konkluderes, at Rockwool gennem hele perioden 2002 til 2006 har været inde i en særdeles positiv økonomisk udvikling. Forklaring til denne udvikling er bl.a. en forrygende efterspørgselsvækst efter selskabets produkter.

I budgetteringsfasen opstillede vi 3 scenarier, et steady state, et up side samt et down side-scenario. Vi vægtede scenarierne med 60% for steady state og 20% for både up- og down side scenarierne. Formålet med opdelingen var at få et mere valid og brugbart resultat. Indgangsvinklen til budgetteringen var resultaterne fra såvel den strategiske som den regnskabsmæssige analyse, hvor vi lagde vægt på kapacitetsproblematikken, den øgede fokusering på miljø og energibesparende produkter samt forventningerne til byggeriaktiviteten. Estimeringen af de finansielle værdidrivere, omsætningsvækst, overskudsgrad, renten på fremmedkapital samt AOH tog udgangspunkt i de ovennævnte faktorer og ydermere i den historiske udvikling i disse.

Ved at benytte DCF- og residualindkomstmodellen fastsatte vi Rockwools værdi til kr. 26,85 mia., hvilket svarer til en fair value på kr. 1.222 pr. aktie. Det kunne konkluderes, at aktien er undervurderet på det finansielle marked, og at aktien handles ca. 15% under den beregnede værdi i opgaven.

For nå til ovennævnte resultat har vi i opgaven foretaget flere subjektive valg. I den forbindelse udarbejdede vi 3 følsomhedsanalyser, der viste, at selv små ændringer i beta og markedsrisikopræmien har stor indflydelse på Rockwools fair value. Endvidere viste en analyse, at reguleringer af de finansielle værdidrivere i budgetteringsfasen ligeledes får stor indflydelse på værdiansættelsen. Ikke overraskende viste den sidste analyse at ændringer i input i terminalperioden betød relativt mere for fair value end ændringer i budgetperioden.

Som perspektivering blev Rockwool vurderet som et muligt emne for kapitalfonde. Rockwool besidder karakteristika der er interessante for kapitalfonde - isoleringsbranchen er præget af høj vækst, selskabsledelsen er stærk og kompetent og forretningsplanen er ambitiøs. Indtjeningen har historisk været attraktiv, og selskabets har formået at generere et stabilt cash flow fra driften.

Værdiansættelsen ud fra en kapitalfonds synsvinkel indikerer en samlet værdi af Rockwool på kr. 33,12 mia., hvilket modsvarer en pris pr. aktie på kr. 1.507. Værdiansættelsen er bl.a. baseret på omlægninger i kapitalstrukturen, ændringer i afkastkrav til egenkapitalen samt ændringer i betaestimeringen. Værdiansættelsen ud fra en kapitalfond synsvinkel er ca. 23% højere end den førnævnte traditionelle værdiansættelse.

Svaret på hovedtesen er, at Rockwool er undervurderet i forhold til den aktuelle markedskurs. Endvidere kan det ud fra de opstillede forudsætninger konkluderes, at en kapitalfond værdiansættelsesmæssigt vil være mere positiv indstillet overfor Rockwool set i forhold til den traditionelle værdiansættelse.

13. Litteraturliste

Bøger

- Elling, Jens O. og Sørensen, Ole, *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. 2.udgave, Gads forlag 2005.
- Elling, Jens O., Hansen, Carsten Krogholt og Sørensen, Ole, *Strategisk regnskabsanalyse*. 1.udgave, forlaget Thomson 1999.
- Christensen, Michael og Pedersen, Frank, *Aktieinvestering – teori og praktisk anvendelse*. 2.udgave Jurist- og Økonomforbundets Forlag 2003.
- Kotler, Philip, *Marketing Management*, Prentice Hall, The Millennium Edition.
- Koller, Goeshart & Wessels, *Valuation*, Mckinsey & Company, fourth edition.
- Brealey and Myers; *Corporate Finance*, McGraw Hill, Eighth Edition.
- Weston, Mitchell, Mulherin, *Takeovers, Restruturing, and Corporate Governance*, Pearson, Prentice Hall, Fourth Edition 2004.
- Andersen, Linderoth, Smith, Westergård-Nielsen, *Beskrivende dansk økonomi*, HandelsVidenskab bogforlag, 2. udgave 2005.

Publikationer & Artikler

- Grosen, Anders, FinansInvest, december 2006, nr. 8.
- Nørby-rapporten, *Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark*. www.corporategovernance.dk
- Rockwool Fonden, *Fundats for Rockwool Fonden*, vedtaget på stiftende møde 23.12.1981, senest ændret 25.08.2006.
- Danske Equities, Analyse af Rockwool International A/S, *The tanker has started to move*, d. 11.01.2007.
- Jyske Bank analyse af Rockwool Internationl A/S, *Nedjusteres til sælg fra reducer*, d. 27.3.2007.
- Berlingske Tidende ”Kapitalfonde mister finansiel fordel”; d. 13.03.2006.
- Berlingske Tidende ”Kapitalfonde vil aflive myter”; d. 28.06.2006.
- OECD, *Quarterly National Account* – Fourth Quarter 2006.

- Euroconstruct, *Country Report*, November/december 2006.

Rockwool Årsrapporter

- Rockwool Årsrapport 2006
- Rockwool Årsrapport 2005
- Rockwool Annual Report 2004
- Rockwool Annual Report 2003
- Rockwool Annual Report 2002
- Rockwool International A/S, *introduction on the Copenhagen Stock Exchange 1996*
- Årsregnskab 2006 investormøde/pressekonference 16.03.2007.
- Rockwool ”*Corporate Governance in Rockwool International A/S*” udgivet 08.02.2007.
- Fondsbørsmeddelelse; *Report on the third quarter of 2006*, 29.11.2006.
- Fondsbørsmeddelelse; *New production line in Poland*, 12.12.2006.
- Fondsbørsmeddelelse; *The Rockwool Group expands in North America*, 15.03.2007.

Interviews

- Telefoninterview med IR-manager hos Rockwool, Linette Oling, den 16.03.2007.
- Telefoninterview med Direktionssekretær Lars Cordt hos Kapitalfonden Axcel, den 18.04.2007.

Hjemmesider

- www.rockwool.com & www.rockwool.dk
- www.rockdelta.dk
- www.rockfon.dk
- www.lapfibres.com
- www.builddesk.dk
- www.grodan.dk
- www.rockwool-marine.com
- www.europa.eu
- www.cesifo-group.de
- www.sparnord.dk

- www.vif-isolering.dk
- www.OECD.org
- www.euroconstruct.org
- www.saint-gobain.com
- www.uralita.com & www.ursa.de
- www.knauf.com
- www.corporategovernance.dk
- www.kingspan.com
- www.axcel.dk
- www.eqt.dk

Andet

- Reuters informationssystem

Bilag

Bilag nr.1 Reformuleret egenkapitalopgørelse

Bilag nr. 2 Officiel resultatopgørelse

Bilag nr. 3 Reformuleret resultatopgørelse

Bilag nr. 4 Officiel balance, aktiver

Bilag nr. 5 Officiel balance, passiver

Bilag nr. 6 Reformuleret balance

Bilag nr. 7 Officiel pengestrømsopgørelse

Bilag nr. 8 Reformuleret pengestrømsopgørelse

Bilag nr. 9 Risikopræmie på danske aktier de seneste 9 år

Bilag nr. 10 Beta på Rockwool

Bilag nr. 11 Steady state

Bilag nr. 12 Up side

Bilag nr. 13 Down side

Bilag nr. 14 Værdiansættelse kapitalfond

Bilag nr. 1 Reformuleret egenkapitalopgørelse

Reformuleret egenkapitalopgørelse

(Koncern i mio. dkk.)

	2002	2003	2004	2005	2006
Egenkapital primo	4148	4124,4	4138,2	4501,1	5075,2
Totalindkomst					
Årets resultat	131,1	267,5	403	602,7	969
Valutakursregulering udenlandske og associerede virksomheder	-78,7	-136,4	56,3	107,3	15,1
Skat af egenkapitalbevægelser	0	-5,7	0	25,6	-25,6
= Totalindkomst	52,4	125,4	459,3	735,6	958,5
Transaktioner med ejere					
Betalt udbytte til aktionærer / minoritetsinteresser	-71,4	-71,1	-70,9	-135,7	-103,7
Køb af egne aktier	-7,6	0	-14,5	-31,7	26,9
Køb/afgang minoritetsinteresser	0	-43,1	-14,3	2,1	68,4
Værdiregulering af medarbejderoptioner	0	2,6	3,3	3,8	7,9
= Nettodividende	-79	-111,6	-96,4	-161,5	-0,5
Egenkapital ultimo	4121,4	4138,2	4501,1	5075,2	6033,2

Bilag nr. 2 Officiel resultatopgørelse

Resultatopgørelse

(Koncern i mio. dkk.)

	2002	2003	2004	2005	2006
Nettoomsætning	7919,3	8215,9	9143,2	10024,3	11536,9
Andre driftsindtægter	163,8	222,6	214,3	239,0	167,7
Driftsindtægter	8083,1	8438,5	9357,5	10263,3	11704,6
Omkostninger til råvarer og produktionsmaterialer	-2276,9	-2448,6	-2973,6	-3349,5	-3731,2
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-1604,8	-1656,7	-1724,9	-1870,4	-1931,9
Øvrige eksterne omkostninger	-917,7	-909,3	-933,9	-1003,7	-1188,6
Personaleomkostninger	-2308,2	-2330,6	-2407,3	-2539,7	-2731,0
Af- og nedskrivninger	-680,2	-600,7	-652,0	-615,1	-717,4
Driftsomkostninger	-7787,8	-7945,9	-8691,7	-9378,4	-10300,1
Resultat af primær drift	295,3	492,6	665,8	884,9	1404,5
Afkast fra dattervirksomheder og associerede virksomheder	19,6	34,9	17,8	35,0	29,8
Renteindtægter og lignende indtægter	93,9	83,7	66,9	128,3	152,8
Renteomkostninger og lignende omkostninger	-171,4	-182,3	-147,0	-170,9	-186,3
Resultat før skat	237,4	428,9	603,5	877,3	1400,8
Skat af årets resultat	-94,6	-158,8	-200,5	-274,5	-431,8
Årets resultat	142,8	270,1	403,0	602,8	969,0
Minoritetsinteresser	11,7	15,7	-2,5	28,4	19,0
Årets resultat efter minoritetsinteresser	131,1	254,4	405,5	574,4	950,0

Bilag nr. 3 Reformuleret resultatopgørelse

Reformuleret resultatopgørelse

(Koncern i mio. dkk.)

	2002	2003	2004	2005	2006
Nettoomsætning	7919,3	8215,9	9143,2	10024,3	11536,9
Produktionsomkostninger	-3881,7	-4105,3	-4698,5	-5219,9	-5663,1
Bruttofortjeneste	4037,6	4110,6	4444,7	4804,4	5873,8
Øvrige eksterne omkostninger	-917,7	-909,3	-933,9	-1003,7	-1188,6
Personaleomkostninger	-2308,2	-2330,6	-2407,3	-2539,7	-2731,0
Af- og nedskrivninger	-680,2	-600,7	-652,0	-615,1	-717,4
Driftsoverskud fra salg (før skat)	131,5	270,0	451,5	645,9	1236,8
Skat herpå	-92,3	-163,3	-143,4	-189,5	-390,0
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	39,2	106,7	308,1	456,4	846,8
Andre driftsindtægter	163,8	222,6	214,3	239,0	167,7
Kurstab valuta netto Gevinst/tab	-14,1	-36,4	-10,5	9,9	-20,7
Valutakursregulering af udenlandske virksomheder	-78,7	-136,4	56,3	107,3	15,1
Andet driftsoverskud	71,0	49,8	260,1	356,2	162,1
Skat herpå	-21,3	-14,9	-78,0	-99,7	-45,4
Andet driftsoverskud efter skat	49,7	34,9	182,1	256,5	116,7
Resultat efter skat i associerede virksomheder	19,6	34,9	17,8	35,0	29,8
Skat på egenkapitalbevægelser	0,0	-5,7	0,0	25,6	-25,6
Øvrige egenkapitalposter	-11,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Totalindkomst fra driften	96,8	170,8	508,0	773,5	967,7
Finansielle omkostninger	126,7	106,9	84,9	83,6	72,8
Finansielle indtægter	63,3	42,4	15,3	31,1	60,0
Netto finansielle omkostninger før skat	63,4	64,5	69,6	52,5	12,8
Skatteeffekt	19,0	19,4	20,9	14,7	3,6
Netto finansielle omkostninger efter skat	44,4	45,2	48,7	37,8	9,2
Totalindkomst	52,4	125,6	459,3	735,7	958,5

Bilag nr. 4 Officiel balance, aktiver

Balance

(Koncern i mio. dkk)

AKTIVER	2002	2003	2004	2005	2006
Koncerngoodwill	90,3	78	56,9	59,2	45,1
Andre immaterielle anlægsaktiver	11,2	8,3	29,3	45,2	64,6
Immaterielle anlægsaktiver i alt	101,5	86,3	86,2	104,4	109,7
Grunde og bygninger	1471,7	1401,2	1425,3	1509	1721,3
Tekniske anlæg og maskiner	2471,3	2383	2291,2	2266,2	2609,4
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	155,1	153	157,6	148	110,8
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	120,1	151,1	296	703,8	408,1
Materielle anlægsaktiver i alt	4218,2	4088,3	4170,1	4627	4849,6
Aktier i dattervirksomheder	0	0	0	0	0
Aktier i associerede virksomheder	113,6	133,6	149,5	165,5	184,5
Aktier	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Udskudte skatteaktiver	75,3	30,7	74,9	289,8	146,8
Finansielle anlægsaktiver i alt	189,1	164,5	224,7	456,6	331,6
Anlægsaktiver i alt	4508,8	4339,1	4481	5188	5290,9
Råvarer og hjælpematerialer	320,1	337,5	426,4	413,4	436,2
Varer under fremstilling	5,5	7,6	7,5	7	21
Fremstillede varer og handelsvarer	250,2	294	348,8	323,5	311,9
Varebeholdninger	575,8	639,1	782,7	743,9	769,1
Tilgodehavender fra salg	1000,4	1119,8	1140,8	1280	1436,7
Tilgodehavender hos dattervirksomheder og ass.	0,3	7,5	0	0	0
Andre tilgodehavender	158,1	178,9	177	311,3	320,8
Periodeafgrænsningsposter	45,9	56,1	37,6	75,9	68,1
Tilgodehavender	1204,7	1362,3	1355,4	1667,2	1825,6
Obligationer	234,2	5,8	1,9	1,9	0
Likvide beholdninger	343	438,7	485	400,2	725,3
Omsætningsaktiver i alt	2357,7	2445,9	2625	2813,2	3320
Aktiver i alt	6866,5	6785	7106	8001,2	8610,9

Bilag nr. 5 Officiel balance, passiver

PASSIVER	2002	2003	2004	2005	2006
Aktiekapital	219,7	219,7	219,7	219,7	219,7
Foreslået udbytte for regnskabsåret	71,1	71,1	86	103,4	207,9
Overført resultat	3636,9	3788,6	4165	4737	5505
Henlæggelser	100,7	0	0	0	0
Aktierabat konto	11,3	11,3	0	0	0
Egenkapital i alt	4039,7	4090,7	4470,7	5059,8	5932,6
Minoritetsinteresser	84,7	47,5	30,4	15,4	100,6
Udskudt skat	116,9	168,9	223,6	434	396,3
Pensionsforpligtelser	137,3	131,3	121,5	127,6	144,5
Andre hensatte forpligtelser	32,7	30,2	161,9	227,1	182
Hensatte forpligtelser i alt	286,9	330,4	507	788,7	722,8
Prioritetslån	208,7	172	31,8	20,5	4,9
Banklån	466	409,6	352,9	346,3	73
Langfristet gæld	674,7	581,6	384,7	366,8	77,9
Langfristet gæld inden for 1 år	229,6	176,3	212,2	161,9	13,9
Bankgæld	254	187,3	54,6	78,8	35,5
Leverandører af varer og tjenesteydelser	661	639,2	744,2	804,9	873,5
Gæld til dattervirksomheder og ass. virksomheder	0	0	0	6,7	0
Selskabsskat	25,9	27,4	79,8	68,5	132,8
Anden gæld	610	704,6	622,4	649,7	721,3
Kortfristet gæld	1780,5	1734,8	1713,2	1770,5	1777
Gæld i alt	2455,2	2316,4	2097,9	2137,3	1854,9
Passiver i alt	6866,5	6785	7106	8001,2	8610,9

Bilag nr. 6 Reformuleret balance

Reformuleret balance i mio. kr.

	2002	2003	2004	2005	2006
Driftsaktiver (DA)					
Koncerngoodwill	90,3	78	56,9	59,2	45,1
Andre immaterielle anlægsaktiver	11,2	8,3	29,3	45,2	64,6
Grunde og bygninger	1471,7	1401,2	1425,3	1509	1721,3
Tekniske anlæg og maskiner	2471,3	2383	2291,2	2266,2	2609,4
Driftsmateriel, edb-udstyr og inventar	155,1	153	157,6	148	110,8
Forudbetalinger og anlægsaktiver under opførelse	120,1	151,1	296	703,8	408,1
Aktier i associerede virksomheder	113,6	133,6	149,5	165,5	184,5
Aktier	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Udskudte skatteaktiver	75,3	30,7	74,9	289,8	146,8
Råvarer og hjælpematerialer	320,1	337,5	426,4	413,4	436,2
Varer under fremstilling	5,5	7,6	7,5	7	21
Fremstillede varer og handelsvarer	250,2	294	348,8	323,5	311,9
Tilgodehavender fra salg	1000,4	1119,8	1140,8	1280	1436,7
Tilgodehavender hos dattervirksomheder og ass.	0,3	7,5	0	0	0
Andre tilgodehavender	158,1	178,9	177	311,3	320,8
Periodeafgrænsningsposter	45,9	56,1	37,6	75,9	68,1
Driftsaktiver (DA) i alt	6289,3	6340,5	6619,1	7598,1	7885,6
Driftsgæld (GD)					
Leverandører af varer og tjenesteydelser	661	639,2	744,2	804,9	873,5
Gæld til dattervirksomheder og ass. virksomheder	0	0	0	6,7	0
Selskabsskat	25,9	27,4	79,8	68,5	132,8
Anden gæld	610	704,6	622,4	649,7	721,3
Udskudt skat	116,9	168,9	223,6	434	396,3
Pensionsforpligtelser	137,3	131,3	121,5	127,6	144,5
Andre hensatte forpligtelser	32,7	30,2	161,9	227,1	182
Driftsgæld (GD) i alt	1583,8	1701,6	1953,4	2318,5	2450,4
Netto driftsaktiver (NDA)	4705,5	4638,9	4665,7	5279,6	5435,2
Netto finansielle forpligtelser					
Langfristet gæld der forfalder inden for 1 år	229,6	176,3	212,2	161,9	13,9
Bankgæld	254	187,3	54,6	78,8	35,5
Prioritetslån	208,7	172	31,8	20,5	4,9
Banklån	466	409,6	352,9	346,3	73
	1158,3	945,2	651,5	607,5	127,3
Obligationer	234,2	5,8	1,9	1,9	0
Likvide beholdninger	343	438,7	485	400,2	725,3
Netto finansielle forpligtelser i alt	581,1	500,7	164,6	205,4	-598
Minoritetsinteresser	84,7	47,5	30,4	15,4	100,3
Egenkapital	4124,4	4138,2	4501,1	5074,2	6033,2

Bilag nr. 7 Officiel pengestrømsopgørelse

Pengestrømsopgørelse

(Koncern i mio dkk.)

	2002	2003	2004	2005	2006
Resultat efter skat	142,8	270,1	403	602,7	969
Reguleringer	834,8	816,2	940,6	979,3	1170
Ændringer i driftskapital	42,3	-156,5	8,1	-140,7	-4
Pengestrømme fra drift før finansielle poster og skat	1019,9	929,8	1351,7	1441,3	2135
Renteindbetalinger	111,8	93,2	68,3	128,4	151,2
Renteudbetalinger	-182,5	-187,2	-151,5	-216,1	-174,7
Betalt skat	-93,2	-60,9	-141,1	-250,2	-301,7
Pengestrømme fra driftsaktivitet	856	774,9	1127,4	1103,4	1809,8
Køb af virksomheder	-23	0	0	0	0
Køb af materielle anlægsaktiver	-747,7	-562,7	-641	-934,8	-953,9
Forskydning i investeringskreditorer	-11,9	-26,7	3,6	19,6	-17,2
Køb af aktier	0	-43,1	-7,6	-1,4	-0,7
Køb af immaterielle anlægsaktiver	0	0	-42,9	-29,2	-32,6
Tilgang af minoritetsaktionærer	0	0	-16,3	2,1	0
Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-782,6	-632,5	-704,2	-943,7	-1004,4
Pengestrømme fra drifts- og investeringsaktivitet	73,4	142,4	423,2	159,7	805,4
Udbetalt udbytte, moderselskabet	-71,4	-71,1	-70,9	-86,4	-103,7
Udbetalt udbytte, minoritetsinteressenter	0	0	0	-49,3	0
Køb af egne aktier	-7,6	0	-14,5	-31,7	26,9
Tilgang af minoritetsinteressenter	55,7	0	2	0	68,4
Forskydning i langfristet gæld	-597,7	-123,8	-166,8	-111,6	-430,1
Forskydning i langfristet tilgodehavender	0	0	0	0	0
Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-621	-194,9	-250,2	-279	-438,5
Ændringer i likvider	-547,6	-52,5	173	-119,3	366,9
Likvide midler 1/1	882	323,2	257,2	432,3	323,3
Regulering af valutakurser 31/12	-11,2	-13,5	2,1	10,3	-0,4
Likvide midler 31/12	323,2	257,2	432,3	323,3	689,8
Uudnyttede, kommitterede kreditfaciliteter pr. 31.december	1928,1	2325	2325,5	1540,7	1450

Bilag nr. 8 Reformuleret pengestrømsopgørelse

Reformuleret pengestrømsopgørelse

(Koncern i mio dkk.)

	2002	2003	2004	2005	2006
Rapporteret pengestrøm fra driftsaktivitet	856,0	774,9	1127,4	1103,4	1809,8
Netto renteudbetalinger efter skat	49,5	65,8	58,2	63,1	16,9
	905,5	840,7	1185,6	1166,5	1826,7
Rapporteret pengestrøm fra investeringsaktivitet	-782,6	-632,5	-704,2	-943,7	-1004,4
Frit Cash Flow	122,9	208,2	481,4	222,8	822,3
Netto gældsfinansiering					
Ændring i finansielle passiver	597,7	123,8	166,8	111,6	430,1
Netto renteudbetalinger efter skat	49,5	65,8	58,2	63,1	16,9
Ændring i finansielle aktiver	-547,6	-52,5	173,0	-119,3	366,9
Minoritetsinteresser	-55,7	0,0	-2,0	0,0	-68,4
	43,9	137,1	396,0	55,4	745,5
Egenkapitalfinansiering					
Betalt udbytte	71,4	71,1	70,9	135,7	103,7
Køb af egne aktier netto	7,6	0,0	14,5	31,7	-26,9
Samlet finansieringsstrøm	79,0	71,1	85,4	167,4	76,8
Frit Cash Flow	122,9	208,2	481,4	222,8	822,3

Bilag nr. 9 Risikopræmie på danske aktier de seneste 9 år

	Risikofri rente 10 år (Rf)		OMXALL	Afkast OMXALL (Rm-Rf)	
QDK10YT=RR, Close(Yield_1), Line Line				(Rm)	
31-12-1997	5,63	31Dec97	184,47		
31-12-1998	4,22	31Dec98	175,41	-0,049	-0,0913
31-12-1999	5,60	31Dec99	213,86	0,219	0,1632
31-12-2000	5,13	31Dec00	247,62	0,158	0,1065
31-12-2001	5,15	31Dec01	211,84	-0,144	-0,1960
31-12-2002	4,45	31Dec02	166,56	-0,214	-0,2582
31-12-2003	4,47	31Dec03	216,59	0,300	0,2557
31-12-2004	3,86	31Dec04	263,32	0,216	0,1771
31-12-2005	3,29	31Dec05	367,5	0,396	0,3627
31-12-2006	3,95	31Dec06	423,43	0,152	0,1127
gennemsnit over perioden				0,115	0,6324
gennemsnit over perioden					0,0703

Bilag nr. 10 Beta på Rockwool

OMXALL			ROCKWOOL		
Trade Date	Last	% Net Change	Trade Date	Close Price	% Net Change
25Mar07	445,05	2,44	25Mar07	1.162	15,74
28Feb07	434,46	-1,64	28Feb07	1.004	-4,38
31Jan07	441,72	4,32	31Jan07	1.05	20,14
31Dec06	423,43	4,4	31Dec06	874	-0,91
30Nov06	405,57	2,4	30Nov06	882	-2,54
31Oct06	396,08	4,03	31Oct06	905	8,25
30Sep06	380,73	3,46	30Sep06	836	6,09
31Aug06	367,98	4,72	31Aug06	788	9,6
31Jul06	351,38	0,51	31Jul06	719	-3,23
30Jun06	349,61	-1,37	30Jun06	743	9,26
31May06	354,47	-5,67	31May06	680	-8,72
30Apr06	375,79	-1,86	30Apr06	745	-5,1
31Mar06	382,9	2,1	31Mar06	785	23,04
28Feb06	375,01	1,8	28Feb06	638	-2,74
31Jan06	368,37	0,24	31Jan06	656	5,47
31Dec05	367,5	7,12	31Dec05	622	14,13
30Nov05	343,08	3,75	30Nov05	545	11,45
31Oct05	330,67	-4,13	31Oct05	489	-7,91
30Sep05	344,91	2,13	30Sep05	531	18,26
31Aug05	337,71	2,76	31Aug05	449	-1,1
31Jul05	328,65	3,04	31Jul05	454	7,33
30Jun05	318,95	5,79	30Jun05	423	0,71
31May05	301,49	6,67	31May05	420	5,53
30Apr05	282,63	-2,69	30Apr05	398	-1,73
31Mar05	290,43	1,4	31Mar05	405	10,96
28Feb05	286,42	6,01	28Feb05	365	-6,41
31Jan05	270,19	2,61	31Jan05	390	39,78
31Dec04	263,32	1,66	31Dec04	279	3,72
30Nov04	259,03	5,21	30Nov04	269	5,08
31Oct04	246,2	-2,48	31Oct04	256	-0,19
30Sep04	252,45	4,96	30Sep04	256,5	-5
31Aug04	240,53	0,05	31Aug04	270	1,69
31Jul04	240,4	-0,18	31Jul04	265,5	-1,67
30Jun04	240,83	5,19	30Jun04	270	8
31May04	228,94	-0,6	31May04	250	8,7
30Apr04	230,32	-0,89	30Apr04	230	6,98
31Mar04	232,39	-4,99	31Mar04	215	-6,52
29Feb04	244,59	4,86	29Feb04	230	12,2
31Jan04	233,25	7,69	31Jan04	205	2,5
31Dec03	216,59	1,46	31Dec03	200	31,58
30Nov03	213,47	-4,82	30Nov03	152	2,7
31Oct03	224,27	7,59	31Oct03	148	2,78
30Sep03	208,44	-1,03	30Sep03	144	0
31Aug03	210,6	11,97	31Aug03	144	9,92
31Jul03	188,09	0,48	31Jul03	131	1,55
30Jun03	187,2	3,51	30Jun03	129	4,03
31May03	180,86	3,02	31May03	124	9,73

30Apr03	175,56	9,99	30Apr03	113	17,71
31Mar03	159,62	4,91	31Mar03	96	1,05
28Feb03	152,15	-3,99	28Feb03	95	-3,06
31Jan03	158,48	-4,85	31Jan03	98	-1,01
31Dec02	166,56	-0,99	31Dec02	99	8,79
30Nov02	168,22	1,86	30Nov02	91	-5,21
31Oct02	165,15	3,56	31Oct02	96	-6,8
30Sep02	159,47	-13,87	30Sep02	103	-5,5
31Aug02	185,14	2,39	31Aug02	109	-3,54
31Jul02	180,82	-9,35	31Jul02	113	0
30Jun02	199,47	-3,46	30Jun02	113	-11,72
31May02	206,61	-0,52	31May02	128	-1,54
30Apr02	207,68	-6,17	30Apr02	130	5,69
31Mar02	221,33	1,65	31Mar02	123	3,36
28Feb02	217,74	2,96	28Feb02	119	1,71
31Jan02	211,47	-0,17	31Jan02	117	-2,5
31Dec01	211,84	0,72	31Dec01	120	-1,64
30Nov01	210,32	2,3	30Nov01	122	-3,94
31Oct01	205,6	3,23	31Oct01	127	2,42
30Sep01	199,17	-11,3	30Sep01	124	-4,62
31Aug01	224,55	-8,09	31Aug01	130	2,36
31Jul01	244,31	-0,55	31Jul01	127	-2,31
30Jun01	245,67	-2,08	30Jun01	130	-6,47
31May01	250,9	5,03	31May01	139	-3,47
30Apr01	238,89	1,39	30Apr01	144	4,35
31Mar01	235,62	-7,25	31Mar01	138	-4,17
28Feb01	254,04	-7,28	28Feb01	144	-4,95
31Jan01	274	10,65	31Jan01	151,5	7,45
31Dec00	247,62	-1,73	31Dec00	141	-11,87
30Nov00	251,98	-6,98	30Nov00	160	-9,6
31Oct00	270,88	0,76	31Oct00	177	9,26
30Sep00	268,83	-0,05	30Sep00	162	-4,71
31Aug00	268,97	8,97	31Aug00	170	-5,56
31Jul00	246,82	5,04	31Jul00	180	1,12
30Jun00	234,98	-1,45	30Jun00	178	1,14
31May00	238,44	2,08	31May00	176	-1,68
30Apr00	233,59	-3,01	30Apr00	179	-7,25
31Mar00	240,84	8,08	31Mar00	193	-4,46
29Feb00	222,83	4,86	29Feb00	202	-4,72
31Jan00	212,5	-0,64	31Jan00	212	6
31Dec99	213,86	4,6	31Dec99	200	-7,41
30Nov99	204,45	8,11	30Nov99	216	-1,37
31Oct99	189,12	1,89	31Oct99	219	-1,79
30Sep99	185,62	0,72	30Sep99	223	-6,3
31Aug99	184,3	1,61	31Aug99	238	2,15
31Jul99	181,38	2,85	31Jul99	233	2,64
30Jun99	176,35	2,28	30Jun99	227	13,5
31May99	172,42	-1,91	31May99	200	1,01
30Apr99	175,77	5,99	30Apr99	198	0
31Mar99	165,83	-1,5	31Mar99	198	-3,41
28Feb99	168,35	-4,17	28Feb99	205	-2,38
31Jan99	175,68	0,15	31Jan99	210	-1,59

31Dec98	175,41	5,59	31Dec98	213,4	1,62
30Nov98	166,13	-1,62	30Nov98	210	-9,09
31Oct98	168,87	3,56	31Oct98	231	-10,12
30Sep98	163,06	-8,46	30Sep98	257	-3,02
31Aug98	178,13	-10,85	31Aug98	265	3,92
31Jul98	199,81	-0,17	31Jul98	255	-3,77
30Jun98	200,16	-0,77	30Jun98	265	-1,85
31May98	201,72	1,08	31May98	270	-4,93
30Apr98	199,57	-4,94	30Apr98	284	5,19
31Mar98	209,95	10,24	31Mar98	270	-3,57
28Feb98	190,44	0,74	28Feb98	280	-1,75
31Jan98	189,05	2,48	31Jan98	285	-4,04
31Dec97	184,47	6,9	31Dec97	297	4,21
30Nov97	172,56	1,78	30Nov97	285	-6,56
31Oct97	169,55	-5,02	31Oct97	305	-3,17
30Sep97	178,52	7,34	30Sep97	315	2,61
31Aug97	166,31	-5,69	31Aug97	307	-4,06
31Jul97	176,34	9,66	31Jul97	320	10,34
30Jun97	160,8	2,91	30Jun97	290	-1,69
31May97	156,25	5,31	31May97	295	0
30Apr97	148,37	0,75	30Apr97	295	-1,34
31Mar97	147,27	-	31Mar97	299	-

STDAFV 4,833540553STDAFV 8,154685

Korrelation 0,287770696

BETA 0,48549905

Bilag nr. 11 Steady state

Steady state	Realiseret Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Terminal		
År	-1 2005	0 2006	1 2007	2 2008	3 2009	4 2010	5 2011	6 2012	7 2013	8 2014	9 2015	10 2016 terminal		
Vækstrate – omsætning			14,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%	
Overskudsgrad (OG)		8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Rente (fremmedkapital)		4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Resultatoppgørelse														
Nettoomsætning		11705	13343,24	14944,43	16737,77	18411,54	20252,70	21872,91	23622,74	25512,56	27553,57	29757,85	30650,59	
Driftsomkostninger		10736,90	12275,78	13748,88	15398,74	16938,62	18632,48	20123,08	21732,93	23471,56	25349,28	27377,23	28198,54	
Drift overskud		967,70	1067,46	1195,55	1339,02	1472,92	1620,22	1749,83	1889,82	2041,01	2204,29	2380,63	2452,05	
Netto finans (renteudgift)		-9,20	29,85	5,31	1,34	18,50	73,46	136,30	190,05	250,24	317,50	392,50	475,98	
Totalindkomst		958,50	1097,31	1200,86	1340,36	1491,43	1693,68	1886,13	2079,87	2291,25	2521,79	2773,13	2928,02	
AOH		2,153481	1,90	1,80	1,80	1,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Balance														
Netto driftsaktiver (NDA)		5279,60	5435,20	7022,76	8302,46	9298,76	9690,29	10126,35	10936,46	11811,37	12756,28	13776,78	14878,93	15325,30
Netto finansielle aktiver		-205,40	597,00	106,18	26,72	370,08	1469,21	2725,94	3800,98	5004,85	6350,00	7849,97	9519,51	11999,64
Egenkapital		5074,20	6032,20	7128,94	8329,18	9668,84	11159,49	12852,29	14737,44	16816,22	19106,28	21626,75	24398,44	27324,94
Pengestrømsoppgørelse														
DO		967,70	1067,46	1195,55	1339,02	1472,92	1620,22	1749,83	1889,82	2041,01	2204,29	2380,63	2452,05	
ΔNDA		155,60	1587,56	1279,70	996,30	391,53	436,06	810,11	874,92	944,91	1020,50	1102,14	446,37	
FCF (C-I)		812,10	-520,10	-84,15	342,73	1081,40	1184,15	939,73	1014,90	1096,10	1183,78	1278,49	2005,68	
Netto dividende, payout ratio (d)		0,052%	0,50	0,57	0,62	0,70	0,78	0,88	0,98	1,08	1,19	1,31	1,44	1,52
Gældsfinansiering (f)		811,60	-520,67	-84,77	342,03	1080,62	1183,27	938,74	1013,82	1094,90	1182,47	1277,04	2004,16	
Samlet finansiering (d+f)		812,10	-520,10	-84,15	342,73	1081,40	1184,15	939,73	1014,90	1096,10	1183,78	1278,49	2005,68	
WACC														
		7,3%												
RI-D		580,18	668,52	680,08	729,62	790,39	908,95	1006,56	1087,08	1174,05	1267,97	1369,41	1359,93	
Vækst i RI-D			15,2%	1,7%	7,3%	8,3%	15,0%	10,7%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	-0,7%	

Tilbagediskonteret RI-D-værdi	27831,15	622,80	590,25	589,95	595,38	637,87	658,07	662,11	666,18	670,28	674,40	15431,64	
FCF		812,10	-520,10	-84,15	342,73	1081,40	1184,15	939,73	1014,90	1096,10	1183,78	1278,49	2005,68
Vækst i FCF			-164,0%	-83,8%	-507,3%	215,5%	9,5%	-20,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	56,9%
Tilbagediskonteret DCF-værdi	27831,15		-484,54	-73,03	277,12	814,59	831,00	614,37	618,15	621,95	625,77	629,62	22759,14
Antal aktier i mio. stk.	21,974923				Værdi budgetperiode	4475,00							
					Værdi terminal	22759,14							
Værdi pr. aktie	1266				I alt	27234,14							
						27831,15							

Bilag nr. 12 Up side

Up side	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Terminal
År	-1 2005	0 2006	1 2007	2 2008	3 2009	4 2010	5 2011	6 2012	7 2013	8 2014	9 2015	10 2016	terminal
Vækstrate – omsætning			17,0%	15,0%	15,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	3,0%
Overskudsgrad (OG)		8,3%	9,0%	10,0%	10,0%	9,0%	9,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Rente (fremmedkapital)		4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Resultatopgørelse													
Nettoomsætning		11705	13694,38	15748,54	18110,82	20284,12	22718,21	25444,40	27988,84	30787,72	33866,49	37253,14	38370,74
Driftsomkostninger		10736,90	12461,89	14173,69	16299,74	18458,55	20673,57	23408,85	25749,73	28324,70	31157,17	34272,89	35301,08
Drift overskud		967,70	1232,49	1574,85	1811,08	1825,57	2044,64	2035,55	2239,11	2463,02	2709,32	2980,25	3069,66
Netto finans (renteudgift)		-9,20	29,85	4,32	6,15	31,35	93,43	166,12	207,99	266,67	333,11	408,18	492,85
Totalindkomst		958,50	1262,34	1579,17	1817,23	1856,92	2138,07	2201,67	2447,10	2729,69	3042,43	3388,43	3562,51
AOH	2,153481		1,90	1,80	1,80	1,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Balance													
Netto driftsaktiver (NDA)	5279,60	5435,20	7207,57	8749,19	10061,57	10675,85	11359,11	12722,20	13994,42	15393,86	16933,25	18626,57	19185,37
Netto finansielle aktiver	-205,40	597,00	86,32	123,05	626,96	1868,63	3322,33	4159,76	5333,37	6662,19	8163,65	9857,00	12858,86
Egenkapital	5074,20	6032,20	7293,89	8872,24	10688,53	12544,48	14681,44	16881,96	19327,79	22056,05	25096,90	28483,57	32044,23
Pengestrømsopgørelse													
DO		967,70	1232,49	1574,85	1811,08	1825,57	2044,64	2035,55	2239,11	2463,02	2709,32	2980,25	3069,66
ΔNDA		155,60	1772,37	1541,62	1312,38	614,29	683,25	1363,09	1272,22	1399,44	1539,39	1693,32	558,80
FCF (C-I)		812,10	-539,88	33,23	498,70	1211,29	1361,38	672,46	966,89	1063,58	1169,93	1286,93	2510,86
Netto dividende, payout ratio (d)	0,052%	0,50	0,66	0,82	0,94	0,97	1,11	1,14	1,27	1,42	1,58	1,76	1,85
Gældsfinansiering (f)		811,60	-540,53	32,41	497,76	1210,32	1360,27	671,31	965,61	1062,16	1168,35	1285,16	2509,01
Samlet finansiering (d+f)		812,10	-539,88	33,23	498,70	1211,29	1361,38	672,46	966,89	1063,58	1169,93	1286,93	2510,86
WACC													
		7,3%											
RI-D		580,18	833,55	1045,82	1168,89	1087,05	1261,03	1201,79	1305,30	1435,83	1579,41	1737,35	1702,47
Vækst i RI-D			43,7%	25,5%	11,8%	-7,0%	16,0%	-4,7%	8,6%	10,0%	10,0%	10,0%	-2,0%
Tilbagediskonteret			776,55	907,68	945,13	818,85	884,95	785,71	795,02	814,72	834,91	855,60	19318,50

RI-D-værdi	33769,82												
FCF		812,10	-539,88	33,23	498,70	1211,29	1361,38	672,46	966,89	1063,58	1169,93	1286,93	2510,86
Vækst i FCF			-166,5%	-106,2%	1400,5%	142,9%	12,4%	-50,6%	43,8%	10,0%	10,0%	10,0%	95,1%
Tilbagediskonteret			-502,96	28,85	403,23	912,43	955,37	439,64	588,90	603,50	618,45	633,78	28491,62
DCF-værdi	33769,82												
Antal aktier i mio. stk.	21,974923												
				Værdi budget	4681,20								
				Værdi terminal	28491,62								
Værdi pr. aktie	1537			I alt	33172,82								
					33769,82								

Bilag nr. 13 Down side

Down side	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Terminal	
	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	terminal	
Vækstrate - omsætning			10,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	3,0%	
Overskudsgrad (OG)		8,3%	8,0%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	
Rente (fremmedkapital)		4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Resultatopgørelse														
Nettoomsætning		11705	12875,06	14162,57	15295,57	16519,22	17840,75	18911,20	20045,87	21248,62	22523,54	23874,95	24591,20	
Driftsomkostninger		10736,90	11845,06	13029,56	14071,93	15362,87	16591,90	17587,42	18843,12	19973,71	21172,13	22442,46	23115,73	
Drift overskud		967,70	1030,00	1133,01	1223,65	1156,35	1248,85	1323,78	1202,75	1274,92	1351,41	1432,50	1475,47	
Netto finans (renteudgift)		-9,20	29,85	15,76	18,58	49,19	99,59	155,68	202,85	244,73	290,60	340,78	395,62	
Totalindkomst		958,50	1059,85	1148,76	1242,22	1205,53	1348,44	1479,46	1405,60	1519,64	1642,01	1773,28	1871,09	
AOH		2,153481	1,90	1,80	1,80	1,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Balance														
Netto driftsaktiver (NDA)		5279,60	5435,20	6776,35	7868,09	8497,54	8694,32	8920,38	9455,60	10022,94	10624,31	11261,77	11937,48	12295,60
Netto finansielle aktiver		-205,40	597,00	315,16	371,58	983,71	1991,83	3113,52	4056,99	4894,52	5812,00	6815,70	7912,35	9424,35
Egenkapital		5074,20	6032,20	7091,51	8239,67	9481,25	10686,15	12033,90	13512,59	14917,46	16436,31	18077,47	19849,83	21719,95
Pengestrømsopgørelse														
DO		967,70	1030,00	1133,01	1223,65	1156,35	1248,85	1323,78	1202,75	1274,92	1351,41	1432,50	1475,47	
ΔNDA		155,60	1341,15	1091,74	629,45	196,79	226,05	535,22	567,34	601,38	637,46	675,71	358,12	
FCF (C-I)		812,10	-311,14	41,26	594,20	959,56	1022,80	788,56	635,42	673,54	713,95	756,79	1117,35	
Netto dividende, payout ratio (d)		0,052%	0,50	0,55	0,60	0,65	0,63	0,70	0,77	0,73	0,79	0,85	0,92	0,97
Gældsfinansiering (f)		811,60	-311,69	40,66	593,55	958,93	1022,10	787,79	634,69	672,75	713,10	755,87	1116,37	
Samlet finansiering (d+f)		812,10	-311,14	41,26	594,20	959,56	1022,80	788,56	635,42	673,54	713,95	756,79	1117,35	
WACC														
			7,3%											
RI-D		580,18	631,06	635,62	646,13	532,63	610,69	669,03	508,71	539,23	571,59	605,88	599,26	
Vækst i RI-D			8,8%	0,7%	1,7%	-17,6%	14,7%	9,6%	-24,0%	6,0%	6,0%	6,0%	-1,1%	

Tilbagediskonteret RI-D-værdi	16977,76	587,91	551,66	522,44	401,21	428,56	437,40	309,84	305,97	302,15	298,38	6800,03	
FCF		812,10	-311,14	41,26	594,20	959,56	1022,80	788,56	635,42	673,54	713,95	756,79	1117,35
Vækst i FCF			-138,3%	-113,3%	1340,1%	61,5%	6,6%	-22,9%	-19,4%	6,0%	6,0%	6,0%	47,6%
Tilbagediskonteret DCF-værdi	16977,76		-289,87	35,81	480,45	722,81	717,77	515,54	387,01	382,18	377,41	372,70	12678,93
Antal aktier i mio. stk.	21,974923				Værdi i budgetperiode	3701,83							
					Værdi i terminal	12678,93							
Værdi pr. aktie	773				I alt	16380,76							
						16977,76							

Bilag nr. 14 Værdiansættelse kapitalfond

Kapitalfond	Realiseret	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Terminal	
År	-1 2005	0 2006	1 2007	2 2008	3 2009	4 2010	5 2011 terminal	
Vækstrate - omsætning			15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	3,0%
Overskudsgrad (OG)		8,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Rente (fremmedkapital)		4,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning		11705	13460,29	15479,33	17801,23	20471,42	23542,13	24248,40
Driftsomkostninger		10736,90	12114,26	13931,40	16021,11	18424,28	21187,92	21823,56
Drift overskud		967,70	1346,03	1547,93	1780,12	2047,14	2354,21	2424,84
Netto finans (renteudgift)		-9,20	29,88	33,92	62,54	96,63	137,06	184,85
Totalindkomst		958,50	1375,90	1581,86	1842,66	2143,77	2491,27	2609,69
AOH		2,153481	2	2	2	2	2	2
Balance								
Netto driftsaktiver (NDA)		5279,60	5435,20	6730,15	7739,67	8900,62	10235,71	11771,07
Netto finansielle aktiver		-205,40	597,50	678,46	1250,79	1932,51	2741,18	3697,10
Egenkapital		5074,20	6032,70	7408,60	8990,46	10833,12	12976,89	15468,16
Pengestrømsopgørelse								
DO		967,70	1346,03	1547,93	1780,12	2047,14	2354,21	2424,84
ΔNDA		155,60	1294,95	1009,52	1160,95	1335,09	1535,36	353,13
FCF (C-I)		812,10	51,08	538,41	619,17	712,05	818,86	2071,71
Netto dividende, payout ratio (d)		0,000%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Gældsfinansiering (f)		812,10	51,08	538,41	619,17	712,05	818,86	2071,71
Samlet finansiering (d+f)		812,10	51,08	538,41	619,17	712,05	818,86	2071,71
WACC		7,7%						

RI-D		561,17	927,52	1029,71	1184,17	1361,79	1566,06	1518,47
Vækst i RI-D			65,3%	11,0%	15,0%	15,0%	15,0%	-3,0%
Tilbagediskonteret			861,21	887,74	947,91	1012,16	1080,76	22296,11
RI-D-værdi	33118,59							
FCF		812,10	51,08	538,41	619,17	712,05	818,86	2071,71
Vækst i FCF			-93,7%	954,0%	15,0%	15,0%	15,0%	153,0%
Tilbagediskonteret			47,43	464,18	495,64	529,23	565,11	30419,50
DCF-værdi	33118,59		2101,59					
Antal aktier i mio. stk.	21,974923							
Værdi pr. aktie	1507,10816							

