



ROCKWOOL®

**Strategisk analyse og værdiansættelse af Rockwool
International A/S**

Afgangsprøjsprojekt HD 2. del – regnskab og økonomistyring
Aalborg Universitet

Lasse Østergaard Lemvig

Studienr. 20222187

Gruppe 22

Vejleder: Jens Riis Andersen

Afleveringsdato: 13. maj 2024

Indholdsfortegnelse

Antal tegn.....	2
Summary	3
Kapitel 1 ñ Indledning	4
1.1 Indledning.....	4
1.2 Problemstilling.....	4
1.3 Problemformulering	4
1.4 Afgrænsning	5
1.5 Metode.....	5
1.6 Projektets disponering og struktur	6
Kapitel 2 ñ Beskrivelse af Rockwool International A/S og udviklingen i aktiekursen.....	7
2.1 Beskrivelse af Rockwool International A/S.....	7
2.2 Udvikling i aktiekursen	8
Kapitel 3 - Strategisk analyse af interne og eksterne forhold.....	10
Analyse af Rockwools interne forhold.....	10
3.1 Værdikædeanalyse	10
3.2 Ansoffs Vækstmatrix.....	16
3.3 Porters Generiske Strategier	19
Analyse af Rockwools eksterne forhold.....	21
3.4 PESTEL-analysen	21
3.5 Porters Five Forces.....	27
3.6 Konklusion på Strategisk Analyse	31
Kapitel 4 ñ Regnskabsanalyse	33
4.1 Resultatopgørelse til analyseformål	34
4.2 Managerial Balance Sheet	35
4.3 Analyse af profitabilitetsnøgletal	37
4.4. Analyse af finansiering.....	44
4.5 SGR.....	45
4.6 Konklusion på regnskabsanalyse	46
Kapitel 5 ñ Rockwools fremtidige budgettering.....	47
5.1 Budgetteret resultatopgørelse	47
5.2 Balance til analyseformål og budgetteret Managerial Balance Sheet	50
Kapitel 6 ñ Værdiansættelse.....	55
6.1 Beregning af Rockwools WACC	56
6.2 Det frie cash flow	59
6.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen	60

6.4 Følsomhedsanalyse	61
6.5 Konklusion på værdiansættelsen af Rockwool International A/S.....	62
Kapitel 7 ñ Konklusion	63
Litteraturliste	66
Bilag.....	70
Bilag 1	70
Bilag 2	71
Bilag 3	72
Bilag 4	73
Bilag 5	73
Bilag 6	74

Antal tegn

Projektet indeholder ud fra nedenstående 139.020 tegn med mellemrum. En normalside udgør 2.400 tegn med mellemrum. $139.265/2.400 = 58,027$ normalsider. Heri er der ikke indeholdt forside, indholdsfortegnelse, litteraturliste og bilag.



Summary

This project addresses the valuation of the company Rockwool International A/S calculated from the financial accounts and future budget. The purpose of the project is to investigate and compare the calculated value of Rockwool International A/S with the market value of the shares.

To find the valuation of Rockwool, the project will start with some different strategic analyses of Rockwool's internal and external conditions. These analyses must be done to form a basis for a budget for the company's operations in the upcoming years. The budget will end up laying the foundation for the calculated valuation of Rockwool International A/S. The analyses show that Rockwool has many different strategic focus areas and several of these affect the company. Sustainability is particularly noted. The focus on sustainability is a huge part of Rockwool's strategy, which is both of choice and due to external influences. The external influence is especially more sustainable constructions, where the materials for the constructions must be more sustainable, and the constructions must be isolated better. Besides that, Rockwool is also affected by the general economic situation in the society, since it impacts the construction a lot and therefore also affect the customers of Rockwool.

When the strategic analyses are done, there will be a financial analysis of Rockwool's accounts from 2019 to 2023. In these years, Rockwool has been affected by several factors, including COVID-19, the war in Ukraine, high inflation, and rising interest rates. The financial analysis shows that Rockwool is a properly managed company and a company that can navigate in times with high growth but also adjust when the market slows down. It can especially be seen in 2022, where Rockwool has high revenue but relatively low earnings, which is corrected in 2023, despite a decrease in revenue.

Based on the strategic analyses and the financial analysis there will be prepared a budget for the future operations of Rockwool. The budget covers a 5-year period from 2024 to 2028. The conclusions from the previous strategic analyses and the financial analysis is used to form the basis for budgeted numbers in the following years. Besides that, the budget also incorporates Rockwool's own expectations for the future, especially in 2024, as they described in their financial statements for 2023. The value of Rockwool International A/S is calculated at 6.237 million EUR and 46.503 million DKK as of December 31, 2023. This value is not far from the market value of Rockwool International A/S as of December 31, 2023, which was 42.723 million DKK. However, the value has been more variable over the recent years, where the market value may have been too high compared to the real value, and the value is therefore decreased to the current value.

Kapitel 1 ñ Indledning

1.1 Indledning

På HD 2. del i regnskab og økonomistyring har undervisningen fokuseret på flere forskellige områder. Dette projekt tager udgangspunkt i det strategiske arbejde med virksomheder og værdiansættelse af virksomheder. Projektet vil omhandle virksomheden Rockwool International A/S. Valget af virksomheden er med baggrund i, at det er en traditionel dansk virksomheder med traditionelle produkter, hvor selve virksomhedens regnskab bør have en sammenlignelig værdi med virksomhedens værdi på børsen. Dette er modsat f.eks. nyere tech-virksomheder, hvor værdien kan være baseret på forventningen til fremtidig indtjening på forskellige produkter, og virksomhedens regnskab derfor ikke nødvendigvis afspejler en sammenlignelig værdi.

Dette projekt vil derfor undersøge, hvad værdien af Rockwool International A/S er beregnet ud fra de reelle regnskabs- og budgettal fremfor den aktuelle værdi på børsen. Herunder finde ud af, hvor stor forskel der er på værdien på børsen, og værdien beregnet på baggrund af regnskabs- og budgettal samt sammenligne den eventuelle forskel på de to værdier. Projektet vil også indeholde en strategisk analyse af virksomheden, som skal danne baggrund for budgettallene og i sidste ende værdiansættelsen af virksomheden.

1.2 Problemstilling

Rockwool International A/S har som mange andre danske virksomheder oplevet store kursudsving på sine aktier de seneste år på børsen. Dermed har værdien af hele virksomheden samtidig været meget forskellige i perioden. Da COVID-19 for alvor brød ud i 2020 var kursen på selskabets B-aktie omkring 1.000 kr. for en aktie, hvorimod kursen var over 3.400 kr. for aktien i andet halvår af 2021, da kursen var på sit højeste nogensinde. Nu ligger kursen omkring 2.200 kr. for en aktie.

Virksomhedens værdi steg derfor til det tredobbelte på meget kort tid, men er siden faldet til et andet niveau igen. Det giver derfor en undren til, hvad værdien af virksomheden er beregnet ud fra regnskabs- og budgettal. Hertil hvordan denne værdi beregnes, og hvilke forudsætninger, som skal og kan lægges til grund herfor.

1.3 Problemformulering

Problemformuleringen udarbejdes med baggrund i ovenstående problemstilling og formuleres således:

Hvad er den beregnede værdi af Rockwool International A/S beregnet på baggrund af regnskabs- og budgettal sammenlignet med børsværdien? Herunder:

- Hvilke interne og eksterne strategiske overvejelser er aktuelle i Rockwool International A/S?
- Hvordan er den økonomiske situation i Rockwool International A/S på baggrund af de seneste 5 regnskabsår 2019-2023?
- Hvordan vil analysen af de interne og eksterne strategiske overvejelser samt regnskabsanalysen påvirke det fremtidige budget for Rockwool International A/S?
- Hvad er værdien af Rockwool International A/S baseret på regnskaberne og fremtidige budgetter?

1.4 Afgrænsning

Den strategiske del af projektet afgrænser sig til at omhandle Rockwools primære produkt og forretningsområde, som er produktion og salg af stenuldsisolering. Af samme årsag afgrænses Rockwools marked til at være markedet for salg af byggematerialer. I de strategiske analyser fokuseres der primært på det europæiske marked, som er Rockwools mest nærliggende marked.

Selve regnskabsanalysen af projektet afgrænser sig til en 5-årig periode fra 2019 til og med 2023. Der anvendes en 5-årig periode for at give det mest retvisende resultat, da flere af årene som nævnt har været påvirket af COVID-19 og dermed ikke nødvendigvis anses som almindelige driftsår. Hertil kommer flere andre eksterne faktorer, som påvirker de andre år med krig i Ukraine mv.

Fsva. aktiekursen tages der udgangspunkt i Rockwools B-aktie, og der afgrænses således fra A-aktien. Dette er med baggrund i at der kan være andre interesser i A-aktien i form af stemmeret mv. i virksomheden, og B-aktien bør derfor alt andet end lige være den mest uafhængige af disse faktorer. Herudover er det B-aktien, som er repræsenteret på danske C25-index, og dermed er den mest omsatte af de to aktier.

Afslutningsvis afgrænses data og informationsindsamlingen til og med den 15. marts 2024. Information og data, som er frigivet efter denne dato vil dermed ikke være en del af projektet.

1.5 Metode

Projektet vil indeholde strategiske og regnskabsmæssige analyser af henholdsvis Rockwools konkurrencesituation i branchen samt Rockwools økonomiske situation ud fra regnskaberne. Analyserne udarbejdes for at give den bedst mulige besvarelse af problemformuleringen.

Der vil blive anvendt dataindsamling forud for projektet til at indgå i analyserne i projektet som dokumentanalyse. Det har ikke været muligt at få internt data fra Rockwool, som ikke er offentligt tilgængeligt, hvorfor der udelukkende vil blive anvendt offentligt tilgængeligt data til udarbejdelse af projektet.

Dataindsamlingen vil omfatte offentligt tilgængeligt data på Rockwools hjemmeside, regnskaber og rapporter tilgængelige på Rockwools hjemmeside. Herudover vil der blive anvendt eksterne artikler, analyser og markedsundersøgelser, som ikke er udgivet af Rockwool selv, men fra andre eksterne kilder. Begge dele anvendes for at få det mest korrekte billede, og ikke alene Rockwools billede af dem selv. Der vil samtidig være en kritisk tilgang til dataet, da det ikke er udarbejdet specifikt til dette projekt eller af forfatterne af projektet. Der vil ved alt data blive forholdt til, om afsenderen af dataet er neutral eller har en interesse i at stille Rockwool enten bedre eller dårligere vil frigivelsen af informationerne.

Projektet skrives ud fra en konstruktiv synsvinkel, og der fortolkes på baggrund af empirien. De strategiske analyser vil blive fortolket på baggrund af egne fortolkninger og refleksioner over det indsamlede data, som danner grundlaget for projektet.

1.6 Projektets disponering og struktur

Projektet vil blive delt op i 7 kapitler, hvor kapitel 1 indeholder indledning, problemstilling, problemformulering, afgrænsning, metode og nu projektets disponering og struktur.

Kapitel 2 vil omfatte en beskrivelse af virksomheden Rockwool International A/S samt virksomhedens aktiekurs og udviklingen på aktiekursen.

Kapitel 3 vil indeholde den strategiske analyse af Rockwools interne og eksterne forhold, markeder mv. samt en efterfølgende delkonklusion herpå. Kapitlet vil dermed omhandle det første underspørgsmål i problemformuleringen vedrørende de interne og eksterne strategiske overvejelser.

Kapitel 4 vil indeholde en regnskabsanalyse af Rockwool International A/S's seneste 5 regnskaber og en delkonklusion herpå. Kapitlet vil dermed omhandle det andet underspørgsmål i problemformuleringen vedrørende analyse af de seneste 5 regnskaber.

Kapitel 5 vil med baggrund i kapitel 3 og 4 indeholde en budgettering for de kommende regnskabsår med henblik på at lave en værdiansættelse af virksomheden samt en delkonklusion. Kapitlet vil dermed omhandle det tredje underspørgsmål i problemformuleringen vedrørende det fremtidige budget for Rockwool International A/S.

Kapitel 6 vil indeholde en værdiansættelse af Rockwool ud fra DCF Modellen med en efterfølgende delkonklusion. Kapitlet vil dermed omhandle det fjerde underspørgsmål i problemformuleringen vedrørende værdiansættelsen af Rockwool International A/S og metoden herfor.

Kapitel 7 vil indeholde den endelige konklusion på projektet, hvor den sammenholder analyserne, og de tidligere delkonklusioner med problemformuleringen.

Kapitel 2 ñ Beskrivelse af Rockwool International A/S og udviklingen i aktiekursen

2.1 Beskrivelse af Rockwool International A/S

Rockwools historie starter i 1909. Her åbner murermeister H.J Henriksen og teglværksejer V. Kähler en grusgrav sammen på Omø mellem Fyn og Sjælland. I de efterfølgende år etableres flere grusgrave og skærvfabrikker. I 1935 køber virksomheden rettighederne til at fremstille stenuld i Europa af det amerikanske firma Baldwin-Hill, hvor man i 1937 påbegynder produktionen af stenuld ved en af virksomhedens grusgrave i Hedehusene. Stenuld bruges bl.a. som et isoleringsmateriale til isolering af huse, rør mv., og fremstilles af blandt andet sten, ler, kalksten og cement, som findes i de grusgrave. Virksomheden var derfor uafhængige af leverandører af selve råvarerne. Stenulden fremstilles ved at smelte de forskellige materialer ved 1.400-1.500°C, herefter kan materialet laves til tråde og fibre, som bruges til isolering (Slots- og Kulturstyrelsen, 2019).

Udover selve stenuldsproduktionen lavede virksomheden også gasbeton. Det hele blev drevet af de to familier side om side frem til 1962, hvor de valgte at dele virksomheden op. Kähler familien endte med stenuldsproduktionen, og Henriksen familien endte med gasbetonen og grusgravene (Berlingske, 2006/2012).

I dag er Rockwool en verdensomspændende koncern, som har 12.400 medarbejdere på verdensplan og 51 fabrikker. Rockwools produkter sælges i mere end 120 lande, og de er den førende producent af stenuldsbaserede løsninger i hele verden. I dag laves der fortsat primært isoleringsløsninger til byggesektoren, men virksomheden laver også stenuldsbaserede løsninger til blandt andet støj og vibrationer i transportsektoren samt vækstmedier til dyrkning af planter i gartneriet og meget andet (Rockwool, 2024(4)).

2.2 Udvikling i aktiekursen

Som det fremgår af grafen i bilag 1 har der været store udsving i kursen på Rockwools B-aktie over de seneste 5 år. Grafen viser en periode fra 01.01.2019 til 15.03.2024. Kursen er på det laveste i marts 2020, hvor den er omkring kurs 1.050. Herefter stiger den stødt frem til højdepunktet på over 3.400 i august 2021, hvilket dermed er over den tredobbelte værdi på aktien i forhold til marts 2020. Mange virksomheder har oplevet lignende udsving i kursen, hvilket skyldes COVID19 og den efterfølgende vækst i samfundet og inflation, som man siden har forsøgt at bremse igen.

Rockwool kommer ud af 2018 med et rekordår og går ind i 2019 med en aktiekurs på lige under 1.700. Samtidig nedjusterer Rockwool forventningerne til 2019, hvilket får aktien til at falde i februar og marts 2019 til kurs 1.500. Dette skyldes blandt andet øgede transport udgifter samt større konkurrence på det europæiske marked. Samtidig melder Rockwool en salgsvækst på 4-8%, hvor markedet havde forventet 9%. Herudover forventes der en indtjening på 12%, mens markedet forventede 13% (B. Rasmussen, P., 2019(2)). Aktien fortsætter med at falde i løbet af 2019, hvilket blandt andet skyldes at Rockwool i august måned justerer den forventede salgsvækst yderligere ned fra 4-8% til 2-5% i 2019. Dette gør samtidig at kursen på aktien ender med at være faldet 55% over 13 måneder fra 2018 frem til oktober 2019, hvor kursen ender nede på 1.250. Årsagen til dette er blandt andet Brexit og den generelle udvikling i verdensøkonomien på daværende tidspunkt. Herudover investerer Rockwool i 2019 i flere nye fabrikker, hvilket bør reducere de øgede transportudgifter (B. Rasmussen, P., 2019(1)). Aktien slutter 2019 af lige under kurs 1.600.

I marts 2020 bliver Rockwool og markedet ramt af COVID19-pandemien, hvilket får aktiemarkedet inkl. Rockwools aktie til at dykke. Det er her kursen falder ned til omkring 1.000 for Rockwool. I andet halvår af 2020 stiger aktien igen og kommer op i et væsentlig højere niveau end starten af 2020, og slutter 2020 af i cirka kurs 2.300. Årsagen hertil er primært en øget byggeaktivitet på de fleste markeder, som Rockwool er på. Herunder politiske beslutninger om at fastholde byggeaktiviteten på trods af COVID19 (Rockwool, 2020). Den positive udvikling fortsætter i 2021 både for Rockwool og det generelle aktiemarked. Hos Rockwool skyldes den fortsat positive udvikling en generel positiv udvikling i samfundet samt byggebranchen. Rockwool klarede sig desuden bedre end de fleste andre aktier i løbet af 2021 både i Danmark, men også ift. sine konkurrenter Saint-Gobain og Kingspan, hvor Rockwool aktien steg forholdsvist mere end de to. Herudover steg Rockwool aktien også mere end både det gennemsnitlige C25 index og STOXX50, hvilket fremgår af bilag 2. Aktien blev samtidig en dyrere aktie end konkurrenternes, og endte med at stige med 213% over en periode på

1,5 år frem til september 2021 (B. Rasmussen, P., 2021). Aktien faldt dog igen i slutningen af 2021 som følge af stigende råvarepriser, energipriser og transportpriser. Aktien sluttede 2021 af lidt under kurs 2.900 efter at have været oppe i kurs 3.400 i september måned.

I starten af 2022 starter aktien med at falde, men stiger kraftigt fra cirka 2.350 til 2.700 i starten af februar måned, hvor regnskabet for 2021 offentliggøres. Her spår Rockwool en salgsvækst på 15-20% i 2022 (Wraae, L., 2022). Aktien falder dog kort efter i slutningen af februar måned i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine, hvor hele markedet samtidig falder. På trods af en omsætningsvækst i første halvår af 2022 fortsætter Rockwool aktien med at falde. Aktien falder fortsat i andet halvår af 2022 og når lavpunktet i kurs cirka 1.150 i slutningen af september. Faldet i andet halvår skyldes primært stigende energipriser, krigens udvikling i Ukraine samt nedgang i omsætningen på Rockwools hovedmarkeder. Dette kommer af nedgang i byggerierne som følge af energipriserne, rentestigningerne mv. (Rockwool, 2022(2) side 27). Aktien stiger lidt mod slutningen af året, og slutter året af i kurs cirka 1.650, hvilket skyldes den aftagende energikrise og dermed mere optimisme i markedet igen.

Stigningen i kursen på aktien fortsætter ind i starten af 2023 frem mod starten af februar måned, hvor aktien er i kurs 2.300. Den falder efterfølgende kraftigt ned til de 1.600 igen, hvilket sker efter offentliggørelsen af regnskabet for 2022. Her melder Rockwool samtidig ud, at de forventer en nedgang i omsætningen og væksten i 2023 med baggrund i den fortsatte høje rente og færre byggerier (B. Rasmussen, P., 2023(2)). Kursen er herefter forholdsvis stabil igennem hele 2023, hvor den dog stiger mod slutningen af året, og ender ud på kurs 1.976 i slutningen af 2023.

Aktiekursen er startet godt ud i 2024 særligt efter offentliggørelsen af regnskabet for 2023 i starten af februar måned, som viser et rekordresultat på bundlinjen på trods af en lavere omsætning. Dette sender med det samme kursen op fra cirka 1.850 til 2.250. Rockwools forventninger er desuden positive for 2024. Der forventes ikke en nedgang i omsætningen og en fortsat tilfredsstillende EBIT%. Der forventes derfor et stabilt 2024 uden meget fremgang, men heller ikke tilbagegang på Rockwools markeder (Rockwool, 2023(3) side 13).

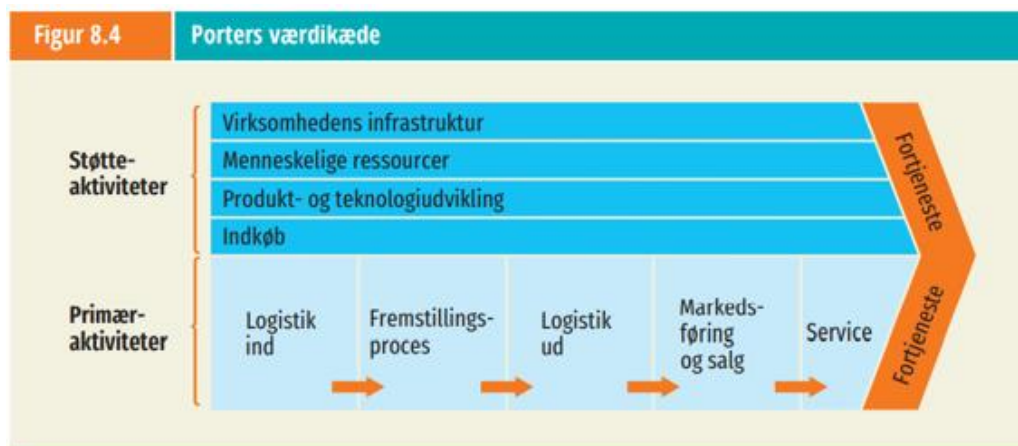
Kapitel 3 - Strategisk analyse af interne og eksterne forhold

Kapitlet vil starte med en analyse af Rockwool International A/S interne forhold, og vil indeholde forskellige analyser heraf. Efterfølgende analyseres de eksterne forhold for Rockwool International A/S.

Analyse af Rockwools interne forhold

3.1 Værdikædeanalyse

Værdikædeanalysen har til formål at identificere, hvilke virksomhedens aktiviteter, som skaber særlig stor værdi for virksomhedens kunder. Disse aktiviteter bør samtidig identificeres som konkurrencemæssige fordele for Rockwool, og er baggrunden for, hvorfor analysen udarbejdes. Med andre ord kan det også betegnes som Rockwools kernekompetencer. Analysen belyser til dels en række primære aktiviteter, som knytter sig til produktet. Herudover ses der en række støtteaktiviteter, som har til formål at understøtte de primære aktiviteter i virksomheden. Analysen kan illustreres ud fra nedenstående model:



Kilde: (Vestergaard Olsen, N., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022), kapitel 8, figur 8.4.

Primære aktiviteter

De primære aktiviteter består af selve produkterne som Rockwool producerer, og hele processen frem til slutbrugeren. Her belyses hvordan de enkelte faser skaber værdi for kunden, og gør at kunderne er tilfredse med produkterne og fortsat vil bruge det. Processen starter med logistikken ind i virksomheden, hvorefter selve fremstillingsprocessen af produktet følger, herefter logistikken ud af virksomheden, markedsføring og salg af produktet samt efterfølgende service efter salget.

Logistik ind i virksomheden

Logistikken ind i Rockwool handler delvist om at have de rigtige leverandører af råvarer, og sikre at

kvaliteten af råvarerne er som de skal være. Herudover er det vigtigt for Rockwool at deres leverandører agerer ordentligt, og har en bæredygtig strategi. Rockwool kontrollerer sine leverandørers bæredygtighedsrapporter, for at sikre sig de lever op til Rockwools krav og forventninger hertil (Rockwool, 2023(2) side 43).

Rockwool har desuden taget gammel stenuld retur til genanvendelse i over 2 årtier, og har et mål om at de skal genanvende stenuld i 30 af de lande de agerer i inden 2030. I 2015 genanvendte de stenuld i 5 lande, hvor de i 2023 er oppe på 21 lande (Rockwool, 2023(2) side 21). Den genanvendte stenuld kommer primært fra byggerier, som rives ned, renovering af bestående ejendomme mv.

Som tidligere nævnt kræver produktionen af stenuld en temperatur på mellem 1.400 og 1.500°C, hvorfor der skal en del energi til at kunne opnå denne varme. Rockwool har derfor fokus på at energien hertil skal være så bæredygtig, som mulig. De har derfor omlagt de største ovne på deres fabrikker i Danmark og Norge til at bruge biogas fremfor tidligere, hvor opvarmningen skete via kul og koks. Samtidig sikrer Rockwool sig at overskudsvarmen fra flere af deres ovne går til fjernvarme til boliger, hvor de på nuværende tidspunkt opvarmer 1.500 boliger med overskudsvarme fra ovnene (Rockwool, 2024(1)).

Fremstillingsproces

Rockwool investerer som sagt nævnt meget i en mere bæredygtig produktion. Herudover har de 51 fabrikker i 23 lande, hvor de producerer deres produkter. De prioriterer derfor at have deres produktion tæt på deres salgskanaler, og mange forskellige steder i verden. På denne måde kan de også teste ny teknologi på forskellige fabrikker, og dermed ikke nødvendigvis på hele produktionen på en gang.

De investerer massivt i udvikling af deres produktion for at kunne effektivisere, og udlede mindre CO₂. Dette involverer blandt andet anvendelse af biogas i produktionen fremfor kul. Hertil kommer genanvendelsen af gamle stenuldsprodukter. Der er et stort fokus på en klimabevidst produktion, som skal udlede så lidt CO₂ som muligt. Udviklingen af produktionen skal samtidig kunne give en mere moderne og effektiv produktion med nye smelteteknologier og en mere stabil energikilde i form af biogas eller elektricitet.

Selve produktionen foregår som nævnt ved at opvarme sten via vulkanske processer, hvorefter den opvarmede masse bliver til fibertråde i en maskine, som spinner det rundt lidt på samme måde som candyfloss. Det er desuden den høje opvarmning af materialet, som gør det særligt brandsikkert. I

spinneren tilføres der samtidig lim, for at binde produktet sammen. Efterfølgende kommer produktet i en tromle, som omdanner det til selve stenulden. Afslutningsvis hærdes, formes og pakkes stenulden (Rockwool, 2024(1)).

Logistik ud af virksomheden

Den udgående logistik er en stor del af Rockwools værdikæde. De har som tidligere nævnt 51 fabrikker fordelt på 23 lande, for at kunne være tæt på de markeder, som de sælger i. Dette giver både hurtig levering og færre omkostninger til transport. Herudover er Rockwool heller ikke så sårbar, ift. hvis de kun havde ganske få fabrikker, som skulle levere til hele verden. Dette har samtidig gjort, at den gennemsnitlige transport for stenuldsprodukterne er 400 km i Europa, hvilket er inklusiv import og eksport (Rockwool, 2023(3) side 11). Dette gør samtidig at 85% af Rockwools salg ikke krydser toldgrænser.

Rockwool står ikke selv for alt transport til kunderne, og har primært outsourcet denne del. Det har de bl.a. gjort til Frode Laursen, som transporterer en del af produkterne på de Europæiske markeder. Herudover bruger Rockwool også allerede i dag lastbiler på el og biogas, for at reducere CO₂-udledningen (Hawin, 2023). De ser også positivt på brug af dobbelttrailere i fremtiden, da vægten typisk ikke er en udfordring ved transporten af Rockwools færdige produkter, men til gengæld er volumen. Transporten ved brug af el og biogas samt dobbelttrailere mindsker også transportudgifterne grundet færre lastbiler, og billigere brændstof i form af el og biogas.

Markedsføring og salg

Rockwool står ikke selv for salget til slutbrugeren, men sælger til byggemarkeder mv., hvor slutbrugeren køber Rockwools produkter. Salget foregår derfor på B2B markedet til større byggemarkedskoncerner, som efterfølgende sælger produktet til forskellige byggevirksomheder, der i sidste ende sælger det til slutbrugeren, som er ejeren af byggeriet. Rockwools største markedsføringsmæssige opgave er derfor at få slutbrugeren oplyst omkring fordelene ved produktet. Herudover er der også en stor synlighed i indpakningen af Rockwool isoleringen, hvor der er store logoer på siden. Det er derfor nemt for folk at genkende produktet, når man ser det blive anvendt på en byggeplads.

Fsva. markedsføring af produktet og dets funktioner, er der nogle punkter som Rockwool særligt fremhæver og markedsfører via deres hjemmeside og andre kanaler. Det drejer sig primært om genanvendeligheden, holdbarheden, de tekniske egenskaber og ikke mindst brandsikkerheden (Rockwool, 2024(2)). Dette uddybes nedenfor omkring de enkelte punkter.

Genanvendeligheden handler primært om at produktet kan genanvendes, når det fjernes i forbindelse med en nedrivning eller renovering. Produktet kan nemt fjernes igen, hvorefter Rockwool kan bruge det til at producere nyt stenuldsisolering. Produktet er desuden et naturligt materiale, og skal derfor ikke behandles på en særlig måde, når det skal fjernes og genanvendes. Dette er også en stor del af Rockwools markedsføring omkring bæredygtighed.

Holdbarheden handler særligt om, at produktet er baseret på sten, som er et naturprodukt. Meget få ting holder så godt, som et så hårdt materiale som sten. Selv efter 65 år virker produkterne ligeså godt, som den dag de blev monteret. Dette er ligeledes en stor del af Rockwools markedsføring omkring bæredygtighed.

Brandsikkerheden har været et godt markedsføringsargument for produktet i mange år, og er det stadig. Stenuldens grundmateriale er sten, og sten kan som udgangspunkt ikke brænde medmindre det er ved meget høje temperaturer. Dette gør at stenulden kan modstå temperaturer over 1.000°C. Selve bindemidlet vil forsvinde ved 250°C, men fibrene og stenulden vil fortsat være intakt.

De tekniske egenskaber handler igen også om bæredygtighed. Isoleringen er meget effektiv, og derfor med til at reducere varmeudgifterne på en ejendom og dermed CO₂ udledningen. Stenulden har desuden den effekt, at den kan holde ejendommen køligere ved varme temperaturer, hvor den holder varmen ude. Til gengæld vil den ved kolde temperaturer holde varmen inde i ejendommen.

Service

Rockwool tilbyder rådgivning af deres kunder i forhold til, hvilke produkter der passer til dem, og hvordan de anvender dem. Man kan kontakte Rockwool direkte ved spørgsmål hertil, og få rådgivning af deres salgskonsulenter. Herudover oplyser Rockwool om CO₂ aftrykket fra deres produkter, hvilket bygherre skal bruge til CO₂-regnskabet eller energimærkningen for ejendommen.

Rockwool tilbyder som tidligere nævnt, at tage kundernes gamle og kasserede stenuldsprodukter retur, hvorefter de genanvender stenulden til produktionen af nyt stenuld. Rockwool kalder det for *Rockcycle*, og tilbyder det både til private og erhvervskunder. Dette sparer både råvarer og transportudgifter til produktion af nyt stenuld (Rockwool, 2024(3)).

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne skal støtte de primære aktiviteter, og sikre at de gennemføres bedst muligt. Støtteaktiviteterne er dermed en stor faktor i succesen af de primære aktiviteter. Selve

støtteaktiviteterne består af virksomhedens infrastruktur, de menneskelige ressourcer, produkt- og teknologiudvikling og indkøb/forsyning til virksomheden.

Virksomhedens infrastruktur

Rockwool har opdelt strukturen i virksomheden indenfor to forskellige segmenter, hvor det ene er isoleringssegmentet, som omfatter stenuldsisoleringen. Dette fortsat er det primære forretningsben i virksomheden, og udgjorde i 2023 77% af den samlede omsætning i Rockwool International A/S (Rockwool, 2023(3) side 14).

Det andet segment er systemsegmentet, som omfatter de underliggende brands Rockfon, Grodan, Rockpandel og Lapinus. Dette forretningsben vedrører plader og elementer til bl.a. lofter og vægge indvendigt på bygninger samt facadeelementer.

En stor og vigtig del af virksomhedens infrastruktur er desuden tilstedeværelsen i de forskellige lande med både salgskontorer og fabrikker til produktion af produkterne. På denne måde kan de nemt agere i de forskellige lande og markeder, da de er fysisk tilstede i dem fremfor at skulle sælge og levere alt ud fra Danmark af. Dette giver mulighed for hurtigere at kunne tilpasse sig ændringer og krav fra kunderne i de enkelte lande og markeder.

Menneskelige ressourcer

De menneskelige ressourcer er en stor og vigtig støtteaktivitet i Rockwool. De går meget op i deres medarbejderes velbefindende, og sikkerhed. I 2023 lavede Rockwool en undersøgelse omkring medarbejdernes trivsel og tilfredshed, hvor 85% af alle medarbejdere besvarede undersøgelsen, hvilket var rekordhøjt. Punkterne i undersøgelsen, som scorede højest var sikkerhed, diversitet og inkludering af medarbejderne (Rockwool, 2023(2) side 36). Herudover støtter Rockwool op om deres medarbejders udvikling og mulighed for at avancere i virksomheden.

Det er desuden vigtigt for Rockwool, at de har dygtige medarbejdere, for at kunne blive ved med at udvikle deres produkter. Det er både for at virksomheden kan blive mere effektiv, men også for at kunne reducere CO2-udleningen, som virksomheden har en klar målsætning omf.

Virksomheden har haft samme direktør, Jens Birgersson, i 9 år, men det er netop blevet meldt ud i februar 2024 at han stopper som direktør i virksomheden, og at der i stedet er ansat en ny direktør Jes Munk Hansen (Breinstrup, T., 2024). Bestyrelsen i Rockwool udtaler selv, at de ikke forventer de store ændringer med baggrund i dette. Den nye direktør har dog desuden stor indsigt i branchen fra tidligere jobs, og sidder i dag i bestyrelsen i Rockwool.

Produkt- og teknologiudvikling

Som tidligere beskrevet har Rockwool et stort fokus på udvikling af deres produkter og produktion. Det er med et særligt fokus på bæredygtighed, herunder genanvendelse af stenuld, som de vil indføre i endnu flere lande. Hertil at de er begyndt i større grad at bruge biogas og elektricitet, som energikilde til deres produktion af stenuld.

Det er vigtigt for virksomheden, at de har de bedste produkter på markedet, men at de samtidig også kan nedbringe udledningen af CO₂. Både i deres egen virksomhed, men også i de byggerier, hvor deres produkter anvendes. Rockwool er klar over, at det er vigtigt hele tiden at udvikle virksomheden, for at kunne følge med på megatrends mv. i samfundet. De har samtidig udviklet nye produkter, og forretningsben, som nu er oppe og udgøre 23% af den samlede omsætning, som tidligere beskrevet

Alt dette støtter markedsføringen, som også primært går på beskrivelse af produktet og dets funktioner samt fordele.

Indkøb

Som tidligere nævnt har Rockwool et stort fokus på at have de rigtige leverandører af råvarer. Rockwool sikrer at deres leverandører lever op til Rockwools krav både i forhold til kvalitet og bæredygtighed mv. Det er særligt i forhold til råvarerne til produktionen af stenulden, både genanvendt og nyt materiale.

Konklusion på Værdikædeanalysen

Baseret på ovenstående analyse kan det konkluderes, at der er flere forskellige områder i Rockwools værdikæde, som skaber særlig værdi for kunderne.

Et af de helt vigtige punkter er at Rockwool er tilstede i 120 forskellige lande, og at de har produktion alle de steder, hvor de har salgskontorer. Dette gør at de har 51 fabrikker i 23 lande. De kan dermed nemt og hurtigt levere, og sparer samtidig en del på transportudgifterne. Dette betyder samtidig, at de ikke er afhængige af en stor fabrik og transport ud fra denne, som hvis de f.eks. havde en stor fabrik i Kina, hvor mange andre i løbet af de seneste år har haft problemer med at få varer nok og få dem i tide. Det giver dem også mulighed for nemmere og hurtigere at kunne tilpasse sig de enkelte markeder i forhold til både produktion og salg.

En anden helt stor styrke i virksomheden ligger i selve produktet. Det er både i forhold til udviklingen heraf, men også de mange anvendelsesmuligheder og funktioner produktet har. Dette indebærer også

Rockwools evne til at blive ved med at finde nye løsninger, som stenuld kan anvendes til samt effektivisering af produktionen af de traditionelle produkter.

Herudover ligger en anden stor fordel i bæredygtigheden og genanvendelsen af produktet. Det er både i forhold til at produktet er ekstremt holdbart og kan holde i rigtig mange år uden at miste ydeevnen. Samtidig kan produktet genanvendes i produktionen af nyt stenuld. Der går derfor meget lidt af deres tidligere produktion tabt, da de kan genanvende stenulden igen og igen til nye produkter. Dette gør også at produktet er meget bæredygtigt, hvilket er positivt for CO2 regnskabet i nye bygninger, for at holde CO2-aftrykket så lavt som muligt.

3.2 Ansoffs Vækstmatrix

Nedenfor ses Ansoffs Vækstmatrix, som har til formål at gennemgå og definere, hvilke vækststrategier Rockwool arbejder med. Modellen tager udgangspunkt i både nuværende markeder og nye markeder for Rockwool samt nuværende produkter og nye produkter. Modellen definerer dermed om Rockwool vil vækste på de nuværende markeder eller nye markeder, og med de nuværende produkter eller nye produkter.

Figur 9.7 Ansoffs vækstmatrix		
	Nuværende produkt	Nyt produkt
Nuværende marked	Markedspenetration – Øget markedsandel – Øget forbrug hos nuværende kunder	Produktudvikling – Produktforbedring – Produktlinjeudvikling
Nyt marked	Markedsudvikling – Udvide markedet til nye segmenter – Geografisk ekspansion	Diversifikation – Koncentrisk diversifikation – Konglomerat-diversifikation

Kilde: (Vestergaard Olsen, N., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022), kapitel 9, figur 9.7.

Markedspenetration

Markedspenetration handler om at øge sin markedsandel på det nuværende marked ved brug af sine nuværende produkter. Dette sker typisk ved yderligere markedsføring, men det kræver også markedsføring for at kunne holde sin position på de nuværende markeder. Det kræves for at kunderne ikke begynder at vælge konkurrenternes produkter, som måske markedsfører sig mere end Rockwool.

I forhold til markedsføring bruger Rockwool, som tidligere nævnt rigtig meget energi på at fortælle om deres produkter, og egenskaberne ved dem. Herudover markedsfører de sig meget omkring bæredygtighed. Det er både i forhold til at deres produkter kan holde rigtig længe, og deres produkter

hjælper med at energioptimere byggerier ifm. nyt byggeri og renovering. Bæredygtighed er en stor del af Rockwool, og det fortæller de meget gerne ifm. deres markedsføring.

Der er dog nogle forbrugere, som mener at Rockwool fokuserer for meget på de gode ting omkring bæredygtighed ved Rockwools produkter, og ikke er transparent nok i forhold til, at det kræver rigtig meget energi at producere stenulden. Rockwool er derfor blevet meldt til Forbrugerombudsmanden for "Greenwashing", og dermed manglende transparens i deres markedsføring (Østergaard, C., 2023).

Dette betyder samtidig at Rockwool bruger rigtig meget energi på markedspenetration, og på at øge sine markedsandele med nuværende produkter på nuværende markeder. Dette sker ved hjælp af en stor del markedsføring, som primært omhandler produkterne og bæredygtighed.

Markedsudvikling

Markedsudvikling handler om at trænge sig ind på et nyt marked med de nuværende produkter. Det nye marked kan defineres både ved nye geografiske markeder, men det kan også være nye markeder i form af nye kundesegmenter.

Som tidligere nævnt er Rockwool til stede med salgsaktiviteter i 120 forskellige lande, og de har etableret 51 fabrikker i 23 forskellige lande. Det har dermed tidligere været, og er fortsat en stor del af Rockwools strategi, at de gerne vil være til stede på flere markeder. Strategien går primært ud på at investere i nye markeder i form af salg i første omgang, hvor de nu er tilstede i 120 lande. De lande, hvor der kommer stor vækst ud fra salget, vil der muligvis blive etableret fabrikker i, hvis det giver mening. Det har derfor tidligere været en stor del af strategien at komme ind på nye markeder med de nuværende produkter.

Rockwool ønsker fremadrettet en organisk vækst, og har primært fokus på markeder i Asien i de kommende år, hvor de ser en efterspørgsel efter deres kvalitetsprodukter (Rockwool, 2023(3) side 10).

Produktudvikling

Produktudvikling handler om at trænge ind på de nuværende markeder, men med nye produkter. Dette kan både gøres ved at udvikle helt nye produkter, som ikke er relaterede til de nuværende produkter. Det kan også gøres ved at udvikle nye produkter, som relaterer sig til de nuværende produkter.

Rockwool har udviklet en del nye produkter af stenuld udover isolering. De nye produkter læner sig dog meget op af det oprindelige produkt, da alle produkterne er stenuldsbaserede. Rockwool har delt deres forretning i to segmenter, hvor den ene er "Isoleringssegmentet", som står for 77% af

omsætningen. Isoleringssegmentet omfatter isoleringsprodukterne lavet af stenuld. Det andet segment er Systemssegmentet, som står for de resterende 23% af omsætningen (Rockwool, 2023(3) side 16). Systemsegmentet omfatter Rockwools øvrige brands og produkter: Rockfon, Grodan, Rockpanel og Lapinus.

Rockfon, Rockpanel og Lapinus vedrører alle byggerier af ejendomme og elementer hertil. Det er derfor primært de nye produkter, men til eksisterende markeder, som Rockwool allerede er til stede i. Det er både Rockwools eksisterende geografiske markeder, men også selve markedet indenfor byggeri. Rockwool har derfor et stort fokus på udvikling af nye produkter til de nuværende markeder, og det er nu oppe på 23% af deres omsætning, og udgør derfor en væsentlig del. Såfremt Rockwool ikke havde haft dette fokus, ville de heller ikke have haft den omsætning på de 23%, men kun omsætningen ud fra isoleringsprodukterne.

Diversifikation

Diversifikation handler om at udbyde nye produkter til nye markeder. Det kan enten ske ved udvikling helt nye produkter til helt nye markeder, som ikke har noget at gøre med de eksisterende produkter eller markeder. Alternativt kan det være nye produkter, som relaterer sig til de eksisterende produkter og markeder.

Rockwool har udviklet en del nye produkter, hvor Rockfon, Rockpanel og Lapinus vedrører de markeder, hvor Rockwool allerede er til stede. Her bruger Rockwool primært de nye produkter til at sælge på de markeder, hvor de allerede er til stede. Det primære fokus er derfor ikke at udvikle helt nye produkter til helt nye markeder. I stedet bruger Rockwool primært energi på at få de tre nævnte produkter ind på de markeder, hvor Rockwool allerede er.

Rockwool har dog gjort en undtagelse med produktet Grodan. Produktet hjælper med styring af rodnet uden brug af jord. Produktet henvender sig primært til miljølandbrug (Rockwool, 2023(3) side 18), og dermed ikke byggeri. Her har Rockwool udviklet et helt nyt produkt til et helt nyt marked, som de ikke var på i forvejen. Geografisk har de været i de markeder, hvor de har udbudt produktet, men ikke i selve branchen for produktet.

Konklusion på Ansoffs Vækstmatrix

Baseret på ovenstående analyse kan det konkluderes, at Rockwool har fokus på forskellige vækststrategier.

De har et stort fokus på markedspenetrering med stor markedsføring af produkterne og særligt Rockwools bæredygtige profil. Dette gøres for til dels at beholde deres nuværende position i markedet, som er ret stor, men også for at få større markedsandele på de eksisterende markeder.

Der er samtidig et stort fokus på markedsudvikling, hvor Rockwool selv udtaler i sit seneste regnskab for 2023, at de har fokus på nye markeder i Asien, hvor de ser en stor efterspørgsel efter deres produkter. Markedsudvikling er derfor den vækststrategi, som de har mest fokus på i den nærmeste fremtid.

Der har desuden tidligere været et fokus på produktudvikling, da Rockwool har udviklet flere nye produkter til de eksisterende markeder, hvor disse produkters andel af omsætningen nu er oppe på 23%. Det tyder dog ikke på at dette er et fokusområde på nuværende tidspunkt. I stedet arbejder Rockwool på at optimere deres produktion af stenulden.

3.3 Porters Generiske Strategier

Ansoffs Vækstmatrix fokuserer som nævnt på, hvordan Rockwool kan øge sin markedsandel, og hvad de har gjort for at øge markedsandele tidligere. Porters Generiske Strategier fokuserer derimod på, hvordan Rockwool agerer i det nuværende marked, og hvordan deres konkurrencestrategi er overfor konkurrenterne. Dermed fokuserer den også på Rockwools konkurrencemæssige fordele i forhold til konkurrenterne. Som tidligere nævnt omhandler projektet primært Rockwools isoleringssegment, og derfor tages der udgangspunkt i dette marked i analysen.

Figur 9.6 Porters generiske konkurrencestrategi		
	Lave omkostninger	Unikt produkt
Hele markedet	Omkostningsleder	Differentiering
En mindre del af markedet	Omkostningsfokus	Differentieret fokus

Kilde: (Vestergaard Olsen, N., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022), kapitel 9, figur 9.6.

Omkostningsleder

Denne strategi omhandler primært at have stordriftsfordele ved at kunne producere til lave omkostninger til hele markedet. Man kan dermed opnå en stor del af markedet, da man kan have lavere priser end konkurrenterne. Dette gøres typisk ved at have en stor og effektiv produktion, som gør at man kan producere store mængder, og dermed holde omkostningerne pr. enhed nede. Det er ret afgørende for Rockwool at være konkurrencedygtige på prisen, for at kunne opnå en stor og god position i markedet overfor konkurrenterne. Dette er derfor et vigtigt strategisk område for Rockwool.

Omkostningsfokus

Denne strategi omhandler at kunne få en mindre del af markedet ved at kunne producere effektivt, og dermed holde priserne nede. Rockwool er en af markedslederne på markedet, og er derfor ikke interesseret i en lille del af markedet. De vil have en stor del af markedet, og derfor vil de ikke benytte sig af denne strategi.

Differentiering

Differentiering omhandler at skabe et unikt produkt, som henvender sig til store dele af markedet. Her vægter selve produktet og kvaliteten af produktet højere end prisen på produktet. Rockwool har meget stor fokus på kvaliteten af deres produkt, og bruger en del penge på at blive ved med at udvikle produktet samt genanvende det. Dette er derfor ligeledes et vigtigt strategisk område for Rockwool.

Fokuseret differentiering

Fokuseret differentiering omhandler at skabe et unikt produkt, som henvender sig til en mindre del af markedet. Det kan sammenlignes med at have et nicheprodukt, hvor man har stor fokus på produktet, og ikke nødvendigvis på omkostningerne. På den måde er der en del af markedet, som gerne vil betale for det unikke produkt, men det vil det store marked typisk ikke. Igen er denne strategi ikke relevant for Rockwool, da de er markedsledere og gerne vil henvende sig til det store marked med deres isoleringsprodukter.

Konklusion på Porters Generiske Strategier

Ud fra analysen kan det konkluderes at Rockwool kun anvender omkostningsleder og differentiering. De anvender primært omkostningsleder, da de bliver nødt til at være konkurrencedygtige på prisen i forhold til deres konkurrenter. De gør dog også meget ud af deres produkts kvalitet og egenskaber, hvorfor de også anvender en del differentiering, eller forsøger herpå.

Når der skal bygges eller renoveres på byggerier er prisen ofte en meget vigtig faktor for kunderne, da de selv vil kunne lave et billigere byggeri og dermed selv have en større fortjeneste. Ofte er det dog også vigtigt at det er et godt byggeri, hvorfor kvaliteten af produkterne også tit er afgørende. Hertil bliver kravene til bæredygtigheden omkring byggerierne vigtigere, og derfor er bæredygtighed også en stor del af Rockwools strategi, hvor de forsøger at differentiere sig.

Analyse af Rockwools eksterne forhold

3.4 PESTEL-analysen

PESTEL-analysen anvendes til at belyse de eksterne forhold, som kan påvirke Rockwool. Det er dermed de forhold, som kan påvirke Rockwool, men som Rockwool modsat de interne forhold, ikke selv kan påvirke. De forskellige forhold og punkter i modellen kan både have positiv og negativ indvirkning på Rockwool. Modellen inddeles i 6 forskellige områder, som påvirker Rockwool:

Modellen er grafisk illustreret nedenfor.

Figur 7.3 PESTEL-analyse	
Faktor	Diverse eksempler på påvirkninger fra fjernmiljøet
P (Politisk)	– Skattepolitiske forhold, fx selskabsskatten – Arbejdsmarkedsregler, fx forhold vedr. udenlandsk arbejdskraft – Politisk fastlagte CO ₂ afgifter ⁶ med det formål at reducere CO ₂ udledningen
E (Økonomisk)	– Høj og lav konjunktur – Renteniveauet fastlagt af Den Europæiske Centralbank ⁷ (ECB)
S (Socialt / Kulturelt)	– Øget kulturel diversitet i samfundet – Me-Too-debatten
T (Teknisk)	– Industriens øgede brug af internettet (Industri 4.0 / Internet of Things) – Teknologiske nyskabelser, fx udvikling af COVID-19 ⁸ vaccine på rekordtid
E (Miljø)	– Mildt og mere regnfuldt vejr. Hyppigere forekomst af skybrud – Øget fokus på biodiversitet
L (Lovgivning)	– Gennemførelse af en CO ₂ -reduktion via lovgivningsmæssig regulering – Omlægning af personbeskatning med henblik på øget arbejdsudbud
Sammenfatning	– Sammenfatning af de udefra givne forhold med angivelse af, hvilke forhold der har størst betydning for virksomheden i den nuværende situation

Kilde: (Vestergaard Olsen, N., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022), kapitel 7, figur 7.3.

De politiske forhold

Der er flere forskellige politiske forhold, som påvirker Rockwool. Et af dem er at der pr. 1. januar 2023 blev indført krav om LCA beregninger ved nye byggerier over 1000 m². Det betyder at en ny bygning over 1000 m². ikke må belaste med mere CO₂ end 12 kg CO₂-ækv/m²/år. Der skal dermed anvendes flere bæredygtige byggematerialer, og der er skærpede dokumentationskrav til, hvordan materialerne er fremstillet mv. (Social- og Boligstyrelsen, 2024). For Rockwool betyder det, at de bliver nødt til at have en bæredygtig produktion, for at de kan blive ved med at levere byggematerialer til de bæredygtige byggerier. Det er formentlig også derfor, at Rockwool har så stort et fokus herpå i forhold til at ændre opvarmningen af deres ovne, genbruge så meget stenuld som muligt, ikke at have så lang transport af produkterne osv. Det giver dermed Rockwool flere udgifter og investeringer, for

at få deres produktion og virksomhed til at være så bæredygtig som mulig. På den anden side giver det også Rockwool en mulighed for flere forretninger, hvis Rockwool gør deres virksomhed og produkter mere bæredygtige end konkurrenternes, vil det formentlig betyde at Rockwools produkter bliver valgt til, for at holde klimaaftrykket på de nye bygninger nede. Rockwool mener også selv, at de nye krav om mere klimavenlige byggerier vil påvirke dem positivt på mellemlangt sigt (Rockwool, 2023(3) side 13).

Et andet politisk forhold, som har påvirket Rockwool er sanktioner i forbindelse med, at de fortsat har aktiviteter i Rusland efter Ruslands invasion af Ukraine i 2022, hvilket har mødt stor modstand blandt flere (Marketwire, 2023). Grundet sanktionerne mod Rusland er Rockwool og deres drift af aktiviteterne i Rusland påvirket. Både pga. skærpede sanktioner i forhold til, hvordan de må agere med deres aktiviteter i Rusland, men også i forhold til Rockwools image ift., at de fortsætter aktiviteterne i Rusland. Dette har ligeledes påvirket Rockwools aktiekurs i en negativ retning særligt, da krigen brød ud og Rockwool blev ved med at have aktiviteter i Rusland. Rockwool mener dog selv, at de ved at blive i Rusland fremfor at sælge deres aktiviteter i Rusland, gør at de kan bevare kontrollen over aktiviteterne. På den måde mener de, at giver det en mindre økonomisk gevinst til Rusland fremfor at sælge aktiviteterne til Rusland (B. Rasmussen, P., 2023 (1)).

De økonomiske forhold

Byggerierne i hele verden bliver i høj grad påvirket af den generelle økonomiske situation, og dermed bliver Rockwool ligeledes påvirket af det, da de leverer materialer til byggebranchen. Der har været en væsentlig nedgang i byggeriet i 2023, og Rockwool forventer selv at nedgangen fortsætter i 2024 (Rockwool, 2023(3) side 12). Nedgangen i byggeriet skyldes den generelle økonomiske situation med højere byggeomkostninger kombineret med stigende renter, hvilket har gjort byggerierne og finansieringen heraf væsentlig dyrere. Dette har derfor lavet en naturlig opbremsning i byggerierne, hvilket påvirker Rockwool direkte med mindre salg. Dette ses direkte i Rockwools omsætning, som falder fra 3,9 mia. euro i 2022 til 3,6 mia. i 2023. Her skal der tages højde for at Rockwool i stort set alle år har oplevet en stigende omsætning. Rockwool forventer ligeledes ingen omsætningsvækst i 2024, hvilket også direkte er påvirket af de generelle økonomiske forhold i samfundet med høj inflation, som dog er aftagende samt fortsat høje renter (Rockwool, 2023(3) side 13). Der forventes dog ikke, at omsætningen bliver falder, og der forventes ikke en økonomisk recession i byggebranchen.

Modsat har Rockwool i 2021 og 2022 været positivt påvirket af de økonomiske forhold og byggeboom i bl.a. Danmark, hvor der har været stor vækst og lav rente, hvilket har medført både mange hushandler, men også mange nybyggerier. Dette synliggøre blot, at Rockwool bliver væsentlig påvirket af de økonomiske forhold i samfundet, da byggebranchen bliver væsentlig påvirket af de økonomiske forhold. Fordelen for Rockwool er dog at de er til stede i over 120 lande, og dermed på rigtig mange markeder. Der kan derfor være perioder, hvor det europæiske marked har det rigtig godt i forhold til byggerier, men hvor det amerikanske marked ikke har det godt. Dermed er der en risikospredning i forhold til dette. På nuværende tidspunkt er der dog en generel nedgang, og dermed påvirkes Rockwool negativt på de fleste markeder, og forventer det samme i 2024 (Rockwool, 2023(3) side 13).

De sociale og kulturelle forhold

Rockwool bliver også påvirket af de sociale og kulturelle forhold i samfundet. Dette ses blandt andet ved den store kritik, som de har mødt ifm., at de fortsat har aktiviteter i Rusland. På trods af den store kritik påvirkede dette ikke Rockwools salg. I STARK som er en af Rockwools store kunder oplevede man ikke en nedgang i salget af Rockwools produkter (B. Rasmussen, P., 2022). Det skyldes formentlig at Rockwool kun henvender sig til B2B markedet, hvor de sælger til bl.a. STARK, som sælger til deres slutbrugere. Kunderne i STARK er desuden typisk forskellige håndværkere og totalentreprenører, som bygger ejendommene. B2B markedet ses ikke at blive påvirket i ligeså høj grad af den negative omtale omkring de fortsatte aktiviteter i Rusland, som B2C markedet muligvis vil være blevet. Hvis Rockwool solgt direkte til Hr. og Fru Jensen, så kunne det muligvis have haft en større negativ effekt. Entreprenørerne og de professionelle kunder, som Rockwool sælger til går mere op i produktet og prisen end de gør i omtalen og kritikken af virksomheden.

Kulturen og samfundet i dag har også fået et større fokus på bæredygtighed, hvilket Rockwools strategi og planer taler meget godt ind i. Den generelle forbruger er blevet mere klimabevidst, og vil gerne have flere bæredygtige produkter. Det er desuden blevet en norm og en agenda ved rigtig mange virksomheder, at de har en bæredygtig strategi. Det er både i forhold til den miljømæssige del, men også i forhold til at behandle sine medarbejder og samfundet ordentligt. Rockwool har et stort fokus både på den klimamæssige del, men også på at behandle deres folk ordentligt samt at have diversitet i deres medarbejderstab. Rockwool har bl.a. 83 forskellige nationaliteter ansat i virksomheden i 2023, hvor tallet var 79 i 2022. Herudover har de 38 forskellige nationaliteter ansat på hovedkontoret, og 27% af alle ledere i virksomheden er kvinder (Rockwool, 2023(2) side 37). Det påvirker ikke Rockwool direkte, men hvis de ikke havde en plan for dette og havde diversiteten i deres

medarbejderstab, så ville det formentlig kunne påvirke dem negativt. Det er blevet et ômust haveô i større virksomheder i dag både med diversitet og påvirkning af miljøet mv.

Vi bliver flere og flere mennesker i hele verden, hvilket også påvirker Rockwool. I år 2022 rundede vi for første gang 8 mia. mennesker på verdensplan, og FN spår at vi i år 2050 vil være 9,7 mia. mennesker, og i år 2100 vil vi være 10,4 mia. mennesker i verden (Tholstrup Bach, J., 2022). Dette vil påvirke Rockwool positivt på længere sigt, da flere mennesker kræver flere ejendomme. Der vil dermed skulle bygges flere ejendomme, hvor Rockwools produkter kan blive brugt, og det bør derfor give en fremgang i salget. Her er det igen en fordel for Rockwool at de sælger til 120 lande på verdensplan, da den primære befolkningstilvækst er i Asien, og markedet derude alt andet end lige vil blive endnu større i fremtiden for Rockwool.

De teknologiske forhold

Det er afgørende for Rockwool at være med på udviklingen af teknologien indenfor deres branche, og afgørende for dem at integrere nye teknologiske fremskridt som en del af deres virksomhed. Det er det for at kunne følge med i forhold til deres konkurrenter, men også for at kunne effektivisere deres produktion af stenuld, og dermed optimere deres indtjening. Rockwool er blandt andet i gang med at omstille deres fabrikker til at producere enten med elektricitet eller med biogas fremfor tidligere, hvor de til dels har brugt en del kul for at kunne varme ovnene op og producere stenulden (Rockwool, 2023(3) side 5). De har investeret massivt i omlægning af flere fabrikker til el i løbet af 2023, og alle nye fabrikker vil fremover blive etableret med el fra starten af. Dette gør også at de ikke vil være så afhængige af priserne på kul, olie osv. til at opvarme deres ovne i produktionen.

Som tidligere nævnt har Rockwool udviklet en teknologi som gør, at de kan genbruge stenulden i deres produktion af nyt stenuld. Denne teknologi anvender de i flere og flere af deres fabrikker, for at kunne blive mere effektive.

De miljømæssige forhold

I forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine oplevede vi en energikrise i Danmark, hvor priserne på særligt el, olie og varme steg rigtig meget (Højberg Bredahl, M. & Boysen Karlsson, J., 2023). Dette fik danskerne til at vaske tøj om natten, tage bad i fitnesscentre og skrue ned for varmen. Befolkningen blev samtidig endnu mere bevidst omkring miljøet. Det betød at, hvis man havde et nyere hus, som var isoleret væsentlig bedre, så steg ens varmeregning ikke ligeså meget, som hvis man havde et ældre hus uden så meget isolering.

Det gjorde samtidig befolkningen opmærksom på, om man havde den rette energikilde til at varme sit hus op, om man skulle have en elbil i stedet for en dieselbil, og om man skulle skifte sine hvidevarer ud til noget nyere og mere energivenligt. Generelt set gjorde det befolkningen endnu mere opmærksomme på de miljømæssige forhold, og dermed blev emnet omkring klima og bæredygtighed endnu mere aktuelt.

For Rockwool fik dette både en positiv og negativ virkning, men det vil have en positiv virkning på længere sigt. I starten gjorde det at Rockwools produktionsomkostninger steg væsentlig, da de bruger rigtig meget energi på at producere stenulden. Dette er blandt andet også en af årsagerne til, at de vil omlægge deres produktion til el og biogas. Rockwool blev derfor i først omgang påvirket negativt. Det gjorde dog samtidig at mange vil energirenovere deres boliger, og dermed isolere dem bedre. Dette gør at Rockwool bør opleve en salgsfremgang, da de kan levere isolering til at gøre boligerne bedre isoleret, og dermed gøre at boligerne ikke har brug for så meget opvarmning. Samtidig giver det også et ekstra fokus på at nye ejendomme, skal være så energivenlige og isolerede som mulig. Dette kræver mere isolering, og dermed vil det alt andet end lige give et mersalg til Rockwool.

Som tidligere nævnt er der også som følge af klimaforandringer indført nye krav til at byggerier skal være mere bæredygtige, hvilket også har påvirket Rockwool. Det har påvirket dem i form af krav til en mere bæredygtig produktion, men også at de nye bygninger skal være bedre isoleret, og dermed kræver det en større mængde af Rockwools produkter.

De lovgivningsmæssige forhold

Der er mange forskellige lovgivningsmæssige forhold som kan påvirke, og allerede påvirker Rockwool. De lovgivningsmæssige krav kommer typisk som følge af de politiske forhold, og dermed hænger disse to punkter sammen. Som tidligere nævnt har de politiske forhold først til lovgivning omkring mere klimavenligt byggeri over 1000 m²., hvilket har påvirket Rockwool. Herudover har de politiske forhold omkring Rusland medført sanktioner og lovgivningsmæssige forhold i forhold til de virksomheder, som fortsat har aktiviteter i landet.

Rockwool har aktiviteter i mange lande, og har dermed import og eksport til mange forskellige lande. Der er typisk mange forskellige regler herom, og de kan ændre sig løbende de forskellige steder. Dette kan derfor påvirke Rockwool i stor stil, hvis afgifter på import og eksport sættes op. Rockwool har dog forsøgt at gardere sig i mod dette, da de har fabrikker i de lande, hvor de har deres største aktiviteter. Det kræver mange ressourcer at være ajour på de forskellige lovgivningsmæssige regler i de forskellige lande, hvilket kan medføre forholdsvis store omkostninger hertil. Det er både til

medarbejdere og advokater mv., som hjælper med dette. Herudover kan der blive indført høje import eller eksport afgifter, som vil kunne påvirke Rockwools indtjening eller tilstedeværelse i et givent marked.

Hertil er der indført et lovgivningsmæssigt krav om at Danmark skal udlede 70% mindre CO₂ i 2030 ift., hvad Danmark udledte af CO₂ i 1990 (Klima-, Energi- og Forsyningsministeriet, 2023). De danske virksomheder skal være med til at løfte en stor del af dette, og bliver derfor påvirket til at udlede mindre CO₂. Rockwool er dog rigtig godt i gang med dette i form af omlægning af deres energikilder i fabrikkerne og genbrug af stenuld i produktionen mv. Rockwool var forud for de øvrige danske virksomheder, og var allerede i mål med 70% mindre CO₂ udledning ved årsskiftet mellem 2020 og 2021 (B. Rasmussen, P., 2020). Rockwool er derfor gået forrest og har været et forbillede for mange andre danske virksomheder. Dette viser også, at det er noget som fylder rigtig meget ved Rockwool, og som de har et stort fokus på. Lovgivningskravet har dermed påvirket Rockwool væsentligt til at reducere deres CO₂ udledning, hvilket har krævet mange tilpasninger og mange mio. kr. i investeringer, for at få det til at lykkes. De har arbejdet med det i mange år, og har dermed været på forkant i forhold til det lovkrav som kom med de mere bæredygtige byggerier over 1000 m². De er dermed godt med i forhold til den grønne omstilling, som formentlig kommer til at fylde endnu mere fremover.

Konklusion på PESTEL-analysen

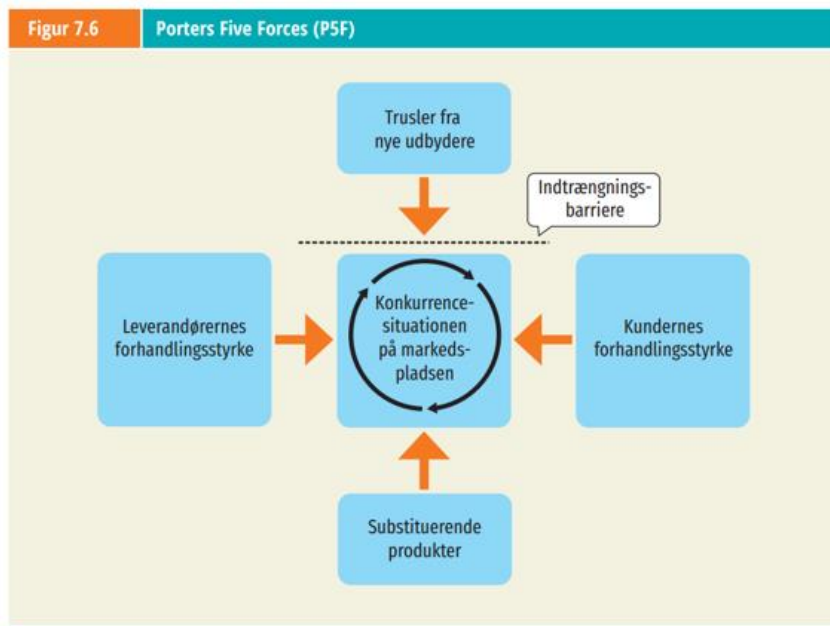
Ud fra ovenstående analyse kan det konkluderes, at mange af de forskellige punkter påvirker Rockwool. Det er dog de økonomiske forhold, som påvirker virksomheden allermest. Byggeriet i verden er i stor grad påvirket af, hvordan økonomien er i verden. Herunder inflation, renter, priser på byggematerialer mv. Hvis der er lavkonjunktur bliver der ikke bygget så meget, og det påvirker Rockwool meget og direkte, da de leverer byggematerialer til byggebranchen. Fordelen for Rockwool er dog, at de ikke har et produkt som man kan fravælge ved byggerier. Der skal være isolering i en bygning, hvor der måske er nogle luksus- og eller dyreløsninger ved et byggeri, som man vil kunne vælge fra eller spare på. På grund af de nye energikrav til bygninger kan man typisk heller ikke vælge at bruge mindre isolering, da bygningen skal være isoleret efter bestemte krav, hvilket også er en fordel for Rockwool. Herudover er Rockwool i mange forskellige lande, og derfor kan der være en god fremgang på nogle markeder for Rockwool i mens der er tilbagegang på andre markeder. De har derfor lavet en god risikospredning ved at være tilstedet i mange forskellige lande.

Det som påvirker Rockwool næstmest er de politiske og efterfølgende lovgivningsmæssige forhold. De påvirker både i forhold til at der er flere og flere krav til bæredygtige byggerier, hvilket betyder mere isolering og dermed en merforretning for Rockwool. Til gengæld kræver det også at Rockwool skal have en mere bæredygtig produktion, hvilket kræver mange investeringer og tilpasninger for Rockwool, og det kræver rigtig mange penge at gennemføre de investeringer.

Hvis man skal se bort fra de enkelte punkter og se samlet set på påvirkningerne, så er det den grønne omstilling og bæredygtighed generelt, som påvirker Rockwool rigtig meget. Det er den agenda, som giver de politiske tiltag, som fører til nye lovgivningsmæssige tiltag. Det påvirker dermed både de politiske forhold, de sociale og kulturelle forhold, de miljømæssige forhold og de lovgivningsmæssige forhold. Til dels påvirker det også de økonomiske forhold, da det er dyrere at bygge bæredygtigt. Det kan dermed gøre, at nogle byggerier muligvis ikke gennemføres, da det ikke kan hænge sammen, og derfor giver det en lavere aktivitet for nybyggeri.

3.5 Porters Five Forces

Efter PESTEL-analysen som viser de eksterne faktorer, som kan påvirke Rockwool, udarbejdes der nu en analyse for hele branchen og konkurrencesituationen. Det anvendes Porters Five Forces til. Formålet med analysen er at definere, hvor attraktiv branchen er samt hvor svært det er for nye udbydere at trænge ind på markedet. Selve konkurrencesituationen på det marked virksomheden befinder sig i, har også en stor påvirkning på værdisætningen af virksomheden. Modellen består af fire forskellige elementer, som påvirker konkurrencesituationen: Trusler fra nye udbydere, kundernes forhandlingsstyrke, trussel fra substituerende produkter og leverandørernes forhandlingsstyrke. De fire elementer påvirker hele konkurrencesituationen og afgør om det er et attraktivt marked at være i.



Kilde: (Vestergaard Olsen, N., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022), kapitel 7, figur 7.6.

Trusler fra nye udbydere

Der er flere store spillere på markedet for isolering, hvor Rockwool er en af dem. Det vil kræve en del kapital, og knowhow for nye udbydere at kunne trænge sig ind på markedet. Det vil desuden også kræve meget store produktionsfaciliteter, for at kunne producere isoleringen i den mængde, og til den pris der skal til, for at man kan true Rockwool og de andre store spillere på markedet. Hertil kommer der at produktionen skal være bæredygtig, for at kunne overholde kravene hertil i forhold til kravene for mere energivenlige byggerier.

Det vil først og fremmest tage lang tid at finde de rette personer med den rette knowhow. Herefter skal man finde den rette lokation til at kunne producere isoleringen, hvorefter man skal bygge produktionsfaciliteterne, hvilket kræver rigtig mange ressourcer i form af både penge og timer. Rockwool har brugt rigtig mange år på at opnå det bedste produkt, og effektivisere deres produktion. Det er ikke noget man gør nemt og på kort tid.

Når man har fået den rette produktion på plads, og kan producere produktet til den rette pris og i de rette mængder, vil det efterfølgende kræve en massiv markedsføringsindsats, for at man kan trænge ind på markedet. Dette skyldes bl.a. at Rockwool er en stor og etableret spiller, som har været på markedet i mange år, og som mange kender.

Samlet set vurderes truslen fra nye udbydere på markedet derfor at være relativt lille. Det vil kræve mange ressourcer og meget kapital for at kunne etablere sig. Det vil derfor kræve at en stor spiller på

markedet for byggematerialer beslutter sig for, at de også vil ind på markedet for isolering. Det vil typisk ikke kunne være en mindre virksomhed, som vil kunne true, da de ikke vil have kapitalen hertil.

Kundernes forhandlingsstyrke

Rockwool sælger til mange forskellige grossister, som forhandlere deres produkter til slutbrugerne. Der kan i nogle tilfælde være tale om forholdsvis store grossister, som bl.a. STARK. De større grossister vil have en større forhandlingsevne end de mindre grossister. Forhandlingsstyrken er lidt blandt, da nogle af slutbrugerne vil bruge Rockwools produkter, og derfor kan de forskellige grossister være nødsaget til at have Rockwools produkter i sortimentet. Dette kan også være i tilfælde af, at det bæredygtige byggeri kræver for eksempel Rockwools produkter for at overholde kravene, eller at Rockwools produkter er en del af udbudsmaterialet fra bygherre. I disse tilfælde er kundernes forhandlingsstyrke forholdsvis svag.

Modsat kan kundernes forhandlingsstyrke være stærk, da de vil kunne skifte Rockwool ud til en af konkurrenterne, hvis Rockwool f.eks. ikke leverer et godt nok produkt, eller hvis Rockwool ikke leverer det til en skarp nok pris. Mange af grossisterne er store kæder, og derfor kan det påvirke Rockwools omsætning en del, hvis en grossist ikke længere vil forhandle Rockwools produkter. Det samme gør sig naturligvis gældende for Rockwools konkurrenter, som agerer på i det samme marked.

Kundernes forhandlingsstyrke afhænger også af aktiviteten i byggebranchen. Hvis der er stor aktivitet i byggebranchen, og det måske er svært at få materialer, som vi så under COVID19 og den efterfølgende tid, vil kundernes forhandlingsstyrke være svagere. Her vil det typisk være de grossister, som vil betale mest for produktet, som vil få det leveret. På den anden side, hvis der ikke er så stor aktivitet i byggebranchen, som lige nu, er kundernes forhandlingsstyrke stærkere. Her vil det være til at få leveret produkter, og derfor har grossisterne flere produkter at vælge i mellem, og der er det særligt afgørende at Rockwool kan levere til den rigtige pris.

Samlet set vurderes kundernes forhandlingsstyrke til at være middel, men kan vende til den stærke eller svage side afhængigt af den økonomiske situation.

Substituerende produkter

Der er mange forskellige produkter, som kan anvendes til isolering. Der er dog ikke noget som kan erstatte isolering. En bygning vil kræve isolering for at kunne holde på varmen. Der er dog mange substituerende produkter til stenulden, som Rockwool producerer. Udover stenulden er det typiske

produkt glasuld, hvilket minder meget om stenuld, og produceres på stort set samme måde, og overordnet set har de samme egenskaber. Den primære forskel ligger i, at glasulden er produceret af glas, hvor stenulden er produceret af sten (Sonne Glatz, S. & Trolle Boding, J., 2022). Stenulden og glasulden anvendes typisk til isolering af rør, yder og indervægge samt tag og loft. Rockwool beskæftiger sig som nævnt med stenuld. Der er flere forskellige substituerende produkter, hvor de mest brugte er nævnt herunder.

En af de største konkurrenter til stenulden og glasulden er papirisolering. Papirisoleringen anvendes primært til hulmursisolering og isolering af lofter. Papirisoleringen egner sig ikke til isolering af ydervægge, da det er modtageligt overfor vand. Til gengæld har papirisoleringen et meget lavt klimaaftryk i forhold til stenuld og glasuld, da det ikke kræver høj opvarmning under produktionen (Sonne Glatz, S. & Trolle Boding, J., 2022).

Herudover er der træfiberisolering, som også har et lavt klimaaftryk i forhold til stenulden og glasulden. Træfiberisoleringen anvendes både til lofter, tagkonstruktioner og ydervægge dog på træhuse. Herudover egner det sig godt til efterisolering af f.eks. loftrum.

Afslutningsvis er der skumisolering, som typisk laves i blokke med aluminium i mellem. Dette anvendes både til ydervægge, tage og terrændæk. Fordelen ved dette er at der ikke skal anvendes samme tykkelse isolering, som ved glasuld og stenuld. Derfor vil væggene ikke blive ligeså tykke ved dette produkt. Klimaafttrykket er dog her også forholdsvis stort, som på stenuld og glasulden, da dette ligeledes skal varme op ved høj varme under produktionen.

Samlet set vurderes truslen fra substituerende produkter at være forholdsvis stor. Det skyldes at der er mange forskellige substituerende produkter, som har mange forskellige egenskaber. På nogle områder kan de være bedre end Rockwool, men på andre områder kan de være dårligere. Der er desuden risiko for at der udvikles nye produkter, som vil kunne overhale Rockwools produkter. Hertil at nogle af de substituerende produkter er mere klimavenlige end stenulden udgør også en trussel overfor Rockwool.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke og trussel fra dem vurderes at være forholdsvis lav. Det skyldes at stenulden primært består af sten, som er en forholdsvis tilgængelig vare at få fat på. Herudover er det en ressource, som man umiddelbart ikke vil løbe tør for. Rockwool også genbruger stenuld i deres produktion, hvilket også bør være relativt nemt tilgængeligt, hvis det affaldssorteres korrekt.

Konkurrencesituationen

Rockwool har forskellige konkurrenter på markedet for isolering. De største konkurrenter producerer primært glasuld, og er Isover, som er ejet af den store franske koncern Saint-Gobain (Saint-Gobain, 2024). Hertil kommer Knauff isolation, som er ejet af den tyske koncern Knauff (Knauff, 2024). Begge virksomheder leverer en bred vifte af byggematerialer, heriblandt glasuldsisolering. De har dog et generelt fokus på byggematerialer, og ikke kun isolering, som er Rockwools primære fokus. En anden stor konkurrent til Rockwool er det irske Kingspan (Kingspan, 2024), som dog laver skumisolering, som dermed er mindre pladskrævende end glasuld og stenuld, men grundlæggende har de samme egenskaber.

Konklusion på Portes Five Forces

Ud fra ovenstående analyse kan det konkluderes, at Rockwool er i et attraktivt marked på grund af den størrelse og plads de har i markedet. De har nogle få store konkurrenter, som de vil komme til at kæmpe med markedspladsen om. Der er overordnet set lave trusler fra nye konkurrenter på markedet, da det vil kræve meget kapital og knowhow, som Rockwool og konkurrenterne har brugt mange år på at opbygge. Herudover er der en lav forhandlingsstyrke ved leverandørerne, da sten er en forholdsvis tilgængelig vare, som man kan få mange steder. Sten er desuden en ressource, som man ikke forventer at løbe tør for.

Truslerne er størst fra de substituerende produkter, da der er mange af dem, og flere af dem har bedre egenskaber en stenuldsisolering på nogle områder, herunder klimaaftrykket. Der er dog også områder, hvor stenulden har de bedste egenskaber. Dette hænger også godt sammen med, at Rockwool bruger rigtig meget af deres markedsføringsenergi både på at fortælle om deres bæredygtige profil nu og i fremtiden samt produktets egenskaber og fordele. Den næststørste trussel er forhandlingsstyrken fra kunderne og dermed grossisterne, hvor denne vil være højere og lavere afhængig af den økonomiske situation samt hvad den endelige forbruger kræver enten af produktet, eller hvis den endelige forbruger kræver at produktet skal være Rockwool.

3.6 Konklusion på Strategisk Analyse

Rockwool gør sig mange forskellige strategiske overvejelser, og står generelt i en stærk position i markedet. Fsva. Rockwools værdikæde, er de afgørende punkter at de er tilstede i mange forskellige lande med både salg og produktion. De har fabrikker i de lande, hvor de har de største aktiviteter, hvilket er en klar strategi fra Rockwools side. Dette gør at de er mindre sårbare i forhold til f.eks. udfordringer med en lang fragt af deres produkter. Det gør også, at de kan tilpasse produktionen i de

forskellige lande i forhold til efterspørgslen i de forskellige lande. Herudover spiller selve produktet og bæredygtigheden en stor rolle i Rockwools strategi. De bruger mange ressourcer på hele tiden at udvikle produktet og deres processer. Herudover er bæredygtighed og behovet for at blive endnu bedre til bæredygtighed et stort fokus område og en stor styrke ved Rockwool. De har et stort fokus på, at produktet er genanvendeligt, og at de bruger en del gammelt stenuld i deres produktion. Herudover er de i gang med at omlægge produktionen på deres fabrikker til at være mere bæredygtige. De går forrest, når det kommer til bæredygtighed, hvilket blandt andet ses i at de har nået målet omkring 70% mindre CO2 udledning før tid, og endda før mange andre danske virksomheder.

Rockwool er en stor spiller på markedet for isolering. Det er særligt på det europæiske marked, hvor det hele startede, men de er også tilstede både i USA og Asien, hvor der opleves større efterspørgsel efter deres produkter. Rockwool udvider derfor både med de nuværende produkter til nye markeder, men udvikler samtidig også nye produkter til både de nuværende markeder, men også nye markeder. Dette ses også ved at system-segmentet hos Rockwool nu er oppe på 23% af den samlede omsætning. Dette er samtidig en omsætning, som de ikke ville have haft, hvis de ikke havde udviklet de nye produkter. På grund af Rockwools størrelse og position i markedet, har de mulighed for både at have en konkurrencedygtig pris på deres produkt og dermed være omkostningsleder. Samtidig gør de meget ud af produktets kvaliteter og egenskaber, og derfor samtidig anvender de differentiering. De vil meget gerne fortælle om produktets egenskaber og det unikke ved deres produkt fremfor konkurrenternes.

Rockwool er desuden i et meget attraktivt marked og markedsposition, da de netop er en stor spiller på markedet. Det vil være svært for nye konkurrenter at komme ind på markedet, da det kræver en stor knowhow, men samtidig også rigtig meget kapital. Samtidig er der en meget lav trussel og påvirkning fra leverandørerne, da Rockwools primære råvare er sten, som er en stort set uudtømmelig ressource på jorden. Herudover er der rigtig mange, som kan levere stenene til dem. Rockwool skal dog blive ved med både at være skarpe på produktet, og på deres pris. Det skyldes at der er andre store konkurrenter til dem, som vil kunne presse prisen overfor grossisterne, som vil få grossisterne til at vælge de andre produkter fremfor Rockwools. Herudover er der en del forskellige andre isoleringsprodukter, som vil kunne anvendes i stedet for Rockwools. Hvis Rockwool derfor ikke holder et fortsat fokus på de her områder, kan de risikere at miste markedsandele til konkurrenterne med samme produkter og substituerende produkter.

Rockwool påvirkes en del af omverdenen på forskellige områder, hvor nogle af områderne har en positiv påvirkning, og nogle har en negativ påvirkning. Det som påvirker Rockwool allermest er den økonomiske situation i verden, da byggeriet i høj grad påvirkes af den økonomiske situation. Hvis der er godt gang i væksten i samfundet, er der typisk bedre gang i byggeriet. Omvendt hvis der er stigende renter og priser mv., vil det påvirke byggeriet og dermed Rockwools indtjening. Dette kan desuden resultere i, at der kan komme en recession og finanskrise, hvilket gør at byggeriet kan bremse væsentligt op, og vil påvirke Rockwool endnu mere. Den økonomiske situation kan dermed påvirke Rockwool både positive og negativt.

Der er desuden en del politiske og lovgivningsmæssige krav, som påvirker Rockwool. Dette ser dog ud til primært at være positivt i den nærmeste fremtid. Det skyldes primært de større krav til bæredygtige byggerier, både i forhold til anvendelsen af materiale i byggerierne, men også i forhold til bygningens energimærke og behov for opvarmning efterfølgende. I og med at Rockwool er ved at omlægge deres produktion til at blive mere bæredygtig, og er foran på dette parameter, vil det gøre at deres produkter muligvis foretrækkes til de nye byggerier. Herudover kræver de nye bygninger mere isolering, for at kræve mindre energi til opvarmning af bygningerne. Dette giver samtidig et større behov for Rockwools produkter eller mere af Rockwools produkter i de enkelte bygninger, og dermed en større omsætning og indtjening for Rockwool. Generelt set er det den grønne omstilling og bæredygtige agenda, som fører til de lovgivningsmæssige og politiske påvirkninger af Rockwool, hvorfor dette er en af de helt store påvirkninger af Rockwool. Dette har Rockwool dog heldigvis forudset for flere år siden, og har derfor fået det indarbejdet som en stor del af deres strategi og strategiske overvejelser.

Kapitel 4 ñ Regnskabsanalyse

Der udarbejdes i dette kapitel en regnskabsanalyse på baggrund af Rockwools regnskaber for de seneste 5 år, og dermed fra år 2019 til og med 2023. Regnskaberne følger kalenderåret og dermed er det en periode fra samlet 01.01.2019 til 31.12.2023. Med baggrund i de offentliggjorte regnskaber fra Rockwools egen hjemmeside er der udarbejdet en sammenlagt resultatopgørelse for de 5 år, som er vedhæftet som bilag 3. Herudover er der udarbejdet en sammenlagt balance for de 5 år, som er vedlagt som bilag 4. Rockwool udarbejder sine regnskabstal i millioner euro, hvorfor tallene i analysen ligeledes er i millioner euro.

Fremgangsmåden for regnskabsanalysen er taget fra Gabriel Hawawini og Claude Viallets fremgangsmåde i deres bog *Finance for Executives* 7th edition fra år 2022. Denne fremgangsmåde har et fokus på cash flow, hvilket er særligt relevant for projektet med baggrund i den senere værdiansættelse af Rockwool International A/S ud fra DCF-metoden, som netop benytter cash flowet. Budgettet i næste kapital vil desuden blive udarbejdet med baggrund i den strategiske analyse og efterfølgende regnskabsanalyse inden værdiansættelsen kan foretages.

Udover benyttelsen af resultatopgørelsen og balancen i regnskaberne fra 2019-2023, er revisors påtegning samt anvendt regnskabspraksis fra regnskaberne ligeledes benyttet. Formålet med dette er at kontrollere, at de samme forudsætninger er benyttet i alle regnskaberne, og der dermed er de samme forudsætninger for tallene i regnskabsanalysen.

Revisors påtegning

Det kan konstateres at regnskaberne er udarbejdet af samme revisionsselskab for alle regnskabsårene. Herudover kan det konstateres, at ingen af påtegningerne indeholder supplerende oplysninger eller forbehold. Der er derfor ikke baggrund for korrektioner til regnskabsanalysen med baggrund i revisors påtegning. Regnskaberne vurderes derfor valide, og oplysningerne kan uden problemer anvendes til regnskabsanalysen.

Anvendt regnskabspraksis

Den anvendte regnskabspraksis beskriver, hvordan elementerne i årsregnskabet indregnes. Rockwool International A/S er et børsnoteret selskab, og der foreligger derfor helt klare retningslinjer for, hvordan regnskabet skal aflægges. Regnskabet skal aflægges ud fra EU's IFRS regelsæt. Rockwool har derfor ingen mulighed for selv at påvirke valget af regnskabspraksis. Af samme årsag sker der ikke ændring af regnskabspraksis i perioden fra 2019-2023, da selskabet har været børsnoteret igennem hele perioden, og stadig er det. De eventuelle ændringer, som er foretaget følger ændringerne i IFRS regelsættet. Der er dermed heller ikke ændringer i regnskabspraksis, som kan påvirke analysen og udfaldet heraf.

4.1 Resultatopgørelse til analyseformål

Det er nødvendigt at omskrive resultatopgørelsen i regnskaberne til en resultatopgørelse til analyseformål. Dette gøres for at få de korrekte tal hentet ud fra resultatopgørelsen, som skal anvendes til regnskabsanalysen. Samtidig samles flere poster, og irrelevante poster for analysen skilles ud. Tallene for alle regnskabsårene samles desuden på en side, som kan give overblikket i analysen og vise udviklingen i tallene.

Resultatopgørelse til analyseformål

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Omsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Driftsomkostninger	-2.225	-2.086	-2.492	-3.284	-2.856
EBITDA	548	522	602	638	779
Af- og nedskrivninger	-176	-184	-201	-236	-261
EBIT	372	338	401	402	518
Finansielle omkostninger	-5	-13	-8	-44	4
EBT	367	325	393	358	522
Skat	-82	-74	-90	-85	-133
EAT	285	251	303	273	389

Udarbejdet med baggrund i den udarbejdede resultatopgørelse i bilag 3

Resultatopgørelsen til analyseformål viser nøgletallene markeret med **fed**. Omsætningen er samlet under en post, og det samme er driftsomkostningerne. De to fratrækker hinanden giver EBITDA, som er overskuddet før afskrivninger, renter og skat. Herefter fratrækkes af- og nedskrivninger, hvorefter vi får nøgletallet EBIT, som er overskuddet før renter og skat. Efterfølgende fratrækkes renterne, hvilket giver os nøgletallet EBT, som er overskuddet før skat. Herefter fratrækkes skatten, hvilket giver tallet EAT, som er resultatet efter skat. Resultatopgørelsen til analyseformål giver dermed en mere kortfattet sammenslutning af tallene i regnskabet, og danner de korrekte nøgletal, som skal bruges til analyseformål.

4.2 Managerial Balance Sheet

På samme måde som resultatopgørelsen fra regnskabet omskrives til en resultatopgørelse til analyseformål, gøres det samme med balancen fra regnskabet. Balancen fra regnskabet omskrives til et Managerial Balance Sheet. Der ændres dog en del mere fra den almindelige balance til et Managerial Balance Sheet i forhold til ændringerne fra resultatopgørelsen i regnskabet til resultatopgørelsen til analyseformål. Den store forskel ligger i, at der foretages en flytning af de passivposter, som ikke er rentebærende til aktivsiden, og dermed indgå de som en del af den investerede kapital. De nævnte passivposter kommer til at indgå i posten WCR, som er arbejdskapitalen. Samtidig tilføjes år 2018 til balancen, for at have sammenligningstal til 2019.

Managerial Balance Sheet

mio. EUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Likvider	386	275	241	166	209	354
Arbejdskapital (WCR)	34	81	70	189	303	204
Anlægsaktiver	1.468	1.825	1.927	2.129	2.301	2.361
Invested capital	1.888	2.181	2.238	2.484	2.813	2.919
Kortfristet gæld (rentebærende)	9	25	119	29	133	43
Langfristet gæld (rentebærende)	2	38	27	61	100	72
Egenkapital	1.877	2.118	2.092	2.394	2.580	2.804
Capital employed	1.888	2.181	2.238	2.484	2.813	2.919

Udarbejdet med baggrund i den udarbejdede balance i bilag 4

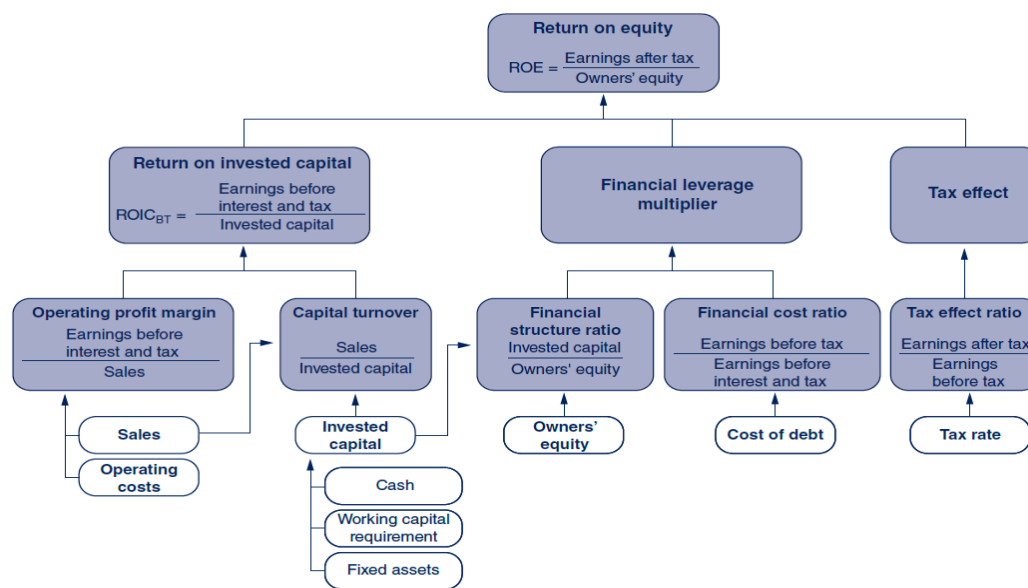
Arbejdskapitalen/WCR udregnes på baggrund af varebeholdninger, tilgodehavender fra salg, andre tilgodehavender, periodeafgrænsningsposter (forudbetalinger) og tilgodehavende selskabsskat. Disse tal lægges sammen, og efterfølgende fratrækkes de ikke rentebærende passivposter, som er udskudte skatteforpligtelser, pensionsforpligtelser, hensatte forpligtelser, leverandørgæld, hensatte forpligtelser, skyldig selskabsskat og anden gæld. Herefter har man arbejdskapitalen, som Rockwool har til rådighed. Udover arbejdskapitalen består Managerial Balance Sheet på aktivsiden af de likvide beholdninger og anlægsaktiverne. På passivsiden består den af den rentebærende kortfristede gæld, som er kreditinstitutter, bankgæld og leasingforpligtelser. Hertil den rentebærende langfristede gæld, som består af leasingforpligtelser og kreditinstitutter/andre lån. Og til sidst på passivsiden er egenkapitalen.

Som det fremgår af Managerial Balance Sheet, stiger arbejdskapitalen en hel del over perioden fra 34 mio. euro i 2018 til 303 mio. euro i 2022. Efterfølgende falder den til 204 mio. euro i 2023. Stigningen skyldes primært både et meget stigende lager og tilgodehavender fra salg. Samtidig stiger leverandørgæld og anden gæld slet ikke tilsvarende, hvorfor der kommer en meget stigende arbejdskapital. Den stigende arbejdskapital kommer som følge af en stor vækst i omsætningen, hvilket har krævet større lagerbeholdning og tilgodehavender fra salg. Dette er ligeledes årsagen til, at arbejdskapitalen falder igen til 2023, hvor omsætningen er faldet i forhold til 2022. Herudover skyldes det at tilgodehavenderne og lageret ikke er finansieret af leverandørerne og anden gæld. I stedet finansieres det primært af en stigende egenkapital, men også af de rentebærende gældsforpligtelser, særligt i 2022. Rockwool har dermed givet længere kredittid til sine kunder og opbygget et større lager, men har ikke fået væsentlig længere kredittid ved sine egne leverandører, og har derfor finansieret det via egenkapitalen og rentebærende gæld. Herudover ses det også at de likvide beholdninger samtidig falder en smule over perioden, indtil de stiger i 2023, hvor arbejdskapitalen er faldet igen.

4.3 Analyse af profitabilitetsnøgletal

Til udarbejdelse og analyse af nøgletal er taget udgangspunkt i bogen Finance For Executives af Gabriel Hawawini og Claude Viallet 2022. Bogen er desuden pensum på HD 2. del i Regnskab og Økonomistyring i faget Regnskabsanalyse og Virksomhedens Finansielle Planlægning. Formler og modeller for beregning af nøgletal er indhentet fra bogen. Der er taget udgangspunkt i nedenstående figur, som viser en oversigt over de enkelte nøgletal. Modellen tager udgangspunkt i nøgletallet ROE (Return on Equity), og viser hvordan alle de øvrige nøgletal her en forbindelse og en påvirkning på dette nøgletal.

EXHIBIT 6.7 The Drivers of Return on Equity.



Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 205.

Baseret på ovenstående model er nøgletallene beregnet til de nedenstående værdier, og vil blive gennemgået enkeltvis. Herunder påvirkningen af de forskellige nøgletal.

Nøgletalsanalyse

	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	13,46%	12,00%	12,66%	10,58%	13,87%
ROIC	17,06%	15,10%	16,14%	14,29%	17,75%
EBIT%	13,42%	12,96%	12,96%	10,25%	14,25%
Capital Turnover	1,27	1,17	1,25	1,39	1,25
Financial Cost Ratio	0,99	0,96	0,98	0,89	1,01
Financial Structure Ratio	1,03	1,07	1,04	1,09	1,04
Financial Leverage Multiplier	1,02	1,03	1,02	0,97	1,05
Tax Effect Ratio	0,78	0,77	0,77	0,76	0,75

Udarbejdet med baggrund i bilag 3, bilag 4 og modellen fra (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 205.

ROE ñ Return on Equity

ROE viser indtjeningen i forhold til egenkapitalen, og dermed afkastet for ejernes og dermed aktionærernes egenkapital i selskabet. Nøgletallet beregnes som udgangspunkt ved at dividere EAT, som fremgår af resultatopgørelsen til analyseformål, med egenkapitalen, som fremgår af Managerial Balance Sheet. Formlen ser ud som nedenstående:

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Owners equity}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 194

Nøgletalsoversigten viser at ROE varierer en del over perioden, hvor den er på sit højeste i 2023 med 13,87% og på sit laveste i 2022 med 10,58%. Tallet beregnes som nævnt ved at dividere EAT med egenkapitalen. Der er en forholdsvis stor egenkapital i selskabet, hvorfor nøgletallet kan virke relativt lavt sammenlignet med andre virksomheder. Den umiddelbare forklaring på det laveste niveau i 2022 er en relativt lav EAT i forhold til den stigende egenkapital, hvorimod i det højeste niveau i 2023 er EAT på sit højeste niveau, og det samme er egenkapitalen. EAT er derfor steget forholdsvis mere end egenkapitalen i 2023 fremfor de tidligere år.

Som nævnt påvirker de øvrige nøgletal i oversigten ROE, og ROE kan desuden beregnes ud fra en anden formel, som involverer de øvrige nøgletal, hvilket vil blive gennemgået via de øvrige nøgletal og i konklusionen. ROE kan dermed også beregnes ved at gange ROIC med Finansiell Leverage Multiplier ganget med Tax Effect Ratio.

ROIC ñ Return on Invested Capital

ROIC viser indtjeningen før skat og renter i forhold til den samlede investerede kapital. Det er dermed et udtryk for, hvor stort et afkast Rockwool genererer i forhold til den investerede kapital. Det udtrykker samtidig den driftsmæssige indtjening pr. krone investeret kapital. Nøgletallet beskrives desuden også som Return on Invested Capital before tax, da skatteelementet ikke spiller ind på dette nøgletal. Dette fremgår også af modellen længere oppe, at skatteelementet kommer fra den anden del af modellen og påvirker ROE. Nøgletallet udregnes ved at tage EBIT fra resultatopgørelsen til analyseformål og dividere med den investerede kapital fra Managerial Balance Sheet. Formlen ser således ud:

$$\text{Return on invested capital before tax (ROIC}_{\text{BT}}) = \frac{\text{Earnings before interest and tax (EBIT)}}{\text{Invested capital}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 197

Som det fremgår af nøgletalsoversigten er ROIC på sit højeste niveau i 2023 på 17,75%, hvor den er på sit laveste niveau i 2022 på 14,29%, og varierer en del over den 5 årige periode. Den umiddelbare forklaring er, at EBIT stiger forholdsvis mindre end den investerede kapital, og viser dermed samme tendens som med ROE (som ROIC påvirker). EBIT er på sit højeste i 2023, og samtidig er ROIC på sit højeste. EBIT er forholdsvis lav i 2022 sammenlignet med en stigende investeret kapital over hele perioden, hvorfor niveauet i 2022 er det laveste.

Som det fremgår af modellen øverst i kapitlet påvirkes ROIC af Operating Profit Margin (EBIT%) og Capital Turnover, hvorfor forklaringen på udviklingen nedenfor analyseres ud fra de nøgletal, og dermed ikke kun den umiddelbare årsag, som anført ovenfor. ROIC kan dermed også beregnes ved at gange EBIT% med Capital Turnover.

EBIT% - Operating Profit Margin

Operating Profit Margin viser forholdet med EBIT og omsætningen fra resultatopgørelsen til analyseformål, og er dermed EBIT i procent af omsætningen. Den viser dermed, hvor stor en del af Rockwools omsætning, som er tilbage efter driftsomkostningerne og af- og nedskrivningerne er fratrasket. Nøgletallet viser dermed virksomhedens evne til at tjene penge ved at tilpasse sine driftsomkostninger til sin omsætning. Nøgletallet beregnes ved at dividere EBIT med omsætningen. Formlen ser således ud:

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 198

Nøgletallet forbedres dermed enten ved at virksomheden hæver sin omsætning uden at hæve driftsomkostningerne tilsvarende, eller ved at virksomheden fastholder omsætningen, men i stedet optimerer på driftsomkostningerne, så de bliver lavere. Rockwools EBIT% er forholdsvis stabil de første 3 år, hvorefter den får et forholdsvis stort fald til 2022, for så igen at stige til 2023. Omsætningen stiger over perioden frem til og med 2022, hvor de første 3 år er driftsomkostningerne tilpasset til den stigende omsætning. Det er de dog ikke i 2022, hvor driftsomkostningerne stiger forholdsmæssigt mere end omsætningen. Til 2023 falder omsætningen i forhold til 2022, men driftsomkostningerne falder forholdsmæssigt mere, hvorfor EBIT% forbedres og er på det bedste niveau i alle årene. Rockwool har dermed formået at tilpasse sine driftsomkostninger til omsætningen i 2023, og endda på et bedre niveau end noget andet år i perioden.

Capital Turnover

Capital Turnover viser forholdet mellem omsætningen i resultatopgørelsen til analyseformål og den investerede kapital fra Managerial Balance Sheet. Den viser dermed, hvor meget omsætning pr. krone der bliver skabt pr. krone kapital. Nøgletallet beregnes ved at dividere omsætningen med den investerede kapital. Formlen ser således ud:

$$\frac{\text{Sales}}{\text{Invested capital}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 198

Som det fremgår af nøgletalsoversigten er Capital Turnover forholdsvis stabil over hele perioden, men er lavest i 2020 og højest i 2022. Dette giver god mening, da omsætningen er den laveste i perioden i 2020, og den højeste i perioden i 2022. Den investerede kapital er samtidig stabilt stigende over hele perioden, hvor omsætningen stiger forholdsvist mere i 2022. I de øvrige år stiger begge dele forholdsmæssigt stort set lige meget, hvorfor nøgletallet er ret stabilt over perioden.

EBIT% og Capital Turnovers påvirkning af ROIC

Som tidligere nævnt kan ROIC også beregnes ved at gange EBIT% med Capital Turnover. ROIC består dermed af disse to nøgletal ganget med hinanden. Det kan konkluderes på baggrund af analysen af de to nøgletal, at det er Rockwools EBIT%, som har påvirket ROIC mest. Det er denne, som varierer forholdsmæssigt mest og dermed påvirker ROIC mest. Her ses det særligt i 2022, hvor EBIT% er den laveste i perioden, mens Capital Turnover er den højeste i perioden. Samtidig er ROIC på det laveste i perioden i 2022. Dermed har EBIT% den største indvirkning på Rockwools ROIC. Det viser samtidig, at den lave ROIC i 2022 skyldes, at Rockwool har haft for store driftsomkostninger i forhold til den rekordhøje omsætning i perioden, og at det skyldes den laveste ROIC i perioden.

Formlen for ROIC kan dermed også beregnes således:

$$\text{ROIC}_{\text{BT}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Invested capital}} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Invested capital}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 198

Financial Leverage Multiplier

Financial Leverage Multiplier viser, hvor stor en andel af Rockwools investerede kapital, som er finansieret med fremmedkapital. Den beskriver dermed, om hvor stor en del af gælden i

virksomheden, som er brugt til at øge den investerede kapital. For at kunne beregne nøgletallet anvendes nøgletallene Financial Cost Ratio og Financial Structure Ratio, som ganges med hinanden og giver Financial Leverage Multiplier. Formlen ser således ud:

$$\text{Financial Leverage Multiplier} = \text{Financial Cost Ratio} * \text{Financial Structure Ratio}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 202

Ud fra nøgletalsoversigten ses det, at Financial Leverage Multiplier er forholdsvis stabil over hele perioden. Tallet er på enten 1,02 eller 1,03 i de første 3 år, og falder efterfølgende til 0,97 i 2022 og stiger til 1,05 i 2023. Der ses derfor ikke den store ændring. Som nævnt skal påvirkningen af Financial Leverage Multiplier findes i de to andre nøgletal Financial Cost Ratio og Financial Structure Ratio, som beskrives herunder.

Financial Cost Ratio

Financial Cost Ratio viser forholdet mellem EBT og EBIT i resultatopgørelsen til analyseformål. Det viser med andre ord, hvordan renteomkostningerne påvirker resultatet forholdsmæssigt. Nøgletallet vil ligeledes påvirke ROE, og er en del af formelen herfor, da ROE tager udgangspunkt i resultatet både efter renter og skat. Såfremt virksomheden forholdsmæssigt øger sine finansielle udgifter/gæld vil nøgletallet falde. Dermed jo mindre nøgletallet er, jo større finansielle udgifter har virksomheden forholdsmæssigt. Nøgletallet udregnes ved at dividere EBT med EBIT. Formlen ser således ud:

$$\text{Financial cost ratio} = \frac{\text{Earnings before tax (EBT)}}{\text{Earnings before interest and tax (EBIT)}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 202

Nøgletallet ligger meget stabilt henover de 3 første år, hvor det kun varierer fra 0,96 til 0,99. Herefter falder det til 0,89 i 2022, hvor de finansielle omkostninger er størst herefter stiger det til 1,01 og bliver dermed over 1 i 2023. Dette skyldes at de finansielle poster giver et positivt resultat i 2023. Det ses desuden i Managerial Balance Sheet at den rentebærende gæld er størst i 2022, hvorfor de finansielle omkostninger også er størst, og dermed bliver Financial Cost Ratio lavest.

Financial Structure Ratio

Financial Structure Ratio viser forholdet mellem den investerede kapital og egenkapitalen i Managerial Balance Sheet. Det betyder dermed, at hvis egenkapitalen erstattes af øget finansiering og dermed gearing, så vil Financial Structure Ratio ligeledes stige. Hvis værdien af nøgletallet er præcis 1 viser det, at hele den investerede kapital er finansieret via egenkapitalen. Nøgletallet

udregnes ved at dividere den investerede kapital fra Managerial Balance Sheet med egenkapitalen fra Managerial Balance Sheet. Formlen ser således ud:

$$\text{Financial structure ratio} = \frac{\text{Invested capital}}{\text{Owners' equity}}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 203

Financial Structure Ratio er meget stabil over hele perioden, og varierer kun fra 1,03 til 1,09. Det viser dermed, at stigningen i egenkapitalen følger stigningen i den investerede kapital forholdsvis meget. Året hvor nøgletallet er højest er dog i 2022, hvor virksomheden dermed har fået mest fremmed finansiering til finansiering af den investerede kapital. Tallet er næsthøjest i 2020, hvor det samme er tilfældet, dog ikke i samme grad som 2022.

Financial Cost Ratio og Financial Structure Ratios påvirkning af Financial Leverage Multiplier

Som nævnt består Financial Leverage Multiplier af Financial Cost Ratio og Financial Structure Ratio. Det er dermed de to, som påvirker udviklingen i Financial Leverage Multiplier og i sidste ende ROE. Ud af de to har det i perioden været Financial Cost Ratio, som har påvirket Financial Leverage Multiplier mest, da det er denne, som har varieret forholdsvis mest. Det er både den, som har trukket Financial Leverage Multiplier under 1 i 2022, og trukket den op på det højeste niveau overhovedet i 2023 ved at Financial Cost Ratio blev over 1.

Det betyder dermed, at det er selve omkostningerne for finansiering, som påvirker Financial Leverage Multiplier og dermed ROE mest, og ikke forholdet mellem den investerede kapital og egenkapitalen.

Tax Effect Ratio

Tax Effect Ratio er den sidste del af den samlede model, som påvirker ROE. Tax Effect Ratio viser forholdet mellem EBT og EAT i resultatopgørelsen til analyseformål. Det er dermed den effektive skatteprocent, som Rockwool samlet har betalt i de forskellige år. Tax Effect Ratio beregnes ved at dividere EAT fra resultatopgørelsen til analyseformål med EBT fra resultatopgørelsen til analyseformål. Formlen ser således ud:

$$\begin{aligned}\text{Tax effect ratio} &= \frac{\text{EAT}}{\text{EBT}} = \frac{\text{EBT} (1 - \text{Effective tax rate})}{\text{EBT}} \\ &= 1 - \text{Effective tax rate}\end{aligned}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 203

Som nøgletalsoversigten viser, falder Tax Effect Ratio stødt over perioden fra 0,78 i 2019 til 0,75 i 2023. Det påvirker dermed ROE negativt, da der betales for forholdsmæssig højere skat, og dermed bliver EAT lavere.

Konklusion på analyse af profitabilitetsnøgletal

Som nævnt kan udviklingen i ROE forklares ud fra de øvrige nøgletal i analysen. ROE kan regnes ved at gange ROIC med Financial Leverage Multiplier ganget med Tax Effect Ratio. Dette kan ses i formelen her:

$$\text{ROE} = \text{ROIC}_{\text{BT}} \times \text{Financial leverage multiplier} \times (1 - \text{Effective tax rate})$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 205

ROIC påvirker i høj grad ROE, hvilket også kan ses da tallene følges ad henover hele perioden. Som nævnt under analysen af ROIC, påvirkes denne i perioden mest af EBIT%, og dermed de forholdsmæssige høje driftsomkostninger i forhold til omsætningen. Dette ses særligt i 2022, hvor ROE er på sit laveste samtidig med at ROIC og EBIT% er på sit laveste. Samtidig i 2023 er ROE på sit højeste, hvilket både ROIC og EBIT% samtidig er. Capital Turnover ligger herimod forholdsvis stabilt i hele perioden, og varierer ikke ligeså meget, som Rockwools EBIT% gør. På trods af at Capital Turnover er på sit højeste i 2022, er det ikke nok til at kunne trække ROIC op på sit højeste niveau, men i stedet er ROIC på sit laveste niveau. Dermed er det EBIT%, som har påvirket ROIC mest i perioden.

Financial Leverage Multiplier påvirker også ROE en del, og følger udviklingen i ROE. I 2022 er Financial Leverage Multiplier på sit laveste, og det samme er ROE. I 2023 er Financial Leverage Multiplier på sit højeste og det samme er ROE. Som tidligere nævnt er Financial Leverage Multiplier mest påvirket af Financial Cost Ratio, som varierer mest i perioden modsat Financial Structure Ratio. Financial Leverage Multiplier er dog ikke nok til at kunne trække ROE op alene. Såfremt Financial Leverage Multiplier havde været på sit højeste i 2022, havde ROE stadig været på sit laveste med de øvrige nøgletal.

Tax Effect Ratio påvirker ikke ROE væsentligt, da denne ikke varierer væsentligt. Vi kan desuden se, at i 2023, hvor Tax Effect Ratio er på sit laveste, er det ikke nok til at kunne trække ROE ned under sit højeste niveau i hele perioden.

Det kan dermed konkluderes at det er ROIC, som påvirker ROE allermest, og det er EBIT%, som påvirker ROIC allermest. Hvis ROIC havde været på niveau med 2023 i 2022, så ville ROE havde været 13,14%. Dermed havde ROE været på et mellemniveau fremfor at være på det laveste niveau i perioden. Det samme gør sig ikke gældende for hverken Financial Leverage Multiplier eller Tax Effect Ratio. Det er dermed ROIC som har den største både positive og negative effekt på ROE, og som tidligere nævnt har EBIT% den største påvirkning af ROIC.

4.4. Analyse af finansiering

Som en del af regnskabsanalysen analyseres sammensætningen af finansieringen i koncernen. Dette gøres ud fra matching princippet, som omhandler at de langfristede aktiver og investeringer er finansieret med langfristet gæld (eller egenkapital). Herudover skal de kortfristede investeringer og aktiver været finansieret af kortfristede gældsforpligtelser. Til beregning af dette bruges nøgletallene NLF (Long Term Financing) og NSF (Short Term Financing). Herudover beregnes Rockwools Liquidity Ratio.

Nøgletallene beregnes således:

$NLF = \text{Egenkapital} + \text{langfristet rentebærende gæld} - \text{anlægsaktiver}$.

$NSF = \text{Kortfristet rentebærende gæld} - \text{likvider}$.

$Liquidity Ratio = NLF/WCR$

Analyse af finansiering					
	2019	2020	2021	2022	2023
NLF	331	192	326	379	515
NSF	-250	-122	-137	-76	-311
Liquidity Ratio	4,09	2,74	1,72	1,25	2,52

Kilde: Beregnet på baggrund af Managerial Balance Sheet.

NLF er pænt positiv i hele perioden, hvilket viser at Rockwool har mere egenkapital og langfristet rentebærende gæld end de har anlægsaktiver. Isoleret set kunne dette godt være et problem afhængig af sammensætningen mellem egenkapital og langfristet rentebærende gæld. Det er dog ikke tilfældet her, da egenkapitalen udgør lang den største del, og den langfristet rentebærende gæld er meget begrænset. Dette betyder dermed at de langfristede aktiver primært er finansieret via egenkapitalen. Såfremt der var mere langfristet gæld end egenkapital havde det været et tegn på, at der ikke var balance i finansieringen af virksomheden. I så fald skulle NLF have været negativ således, at der var flere langfristede aktiver end langfristet gæld og egenkapital.

NSF er negativ i hele perioden, hvilket viser at Rockwool har flere likvider end de har kortfristet rentebærende gæld. Dette betyder samtidig at Rockwool har likviditet til at kunne stå i mod eventuelle højere kortfristede gældsforpligtelser. Dette er hermed et sundt tegn for Rockwool.

Liquidity Ratio viser forholdet mellem arbejdskapitalen og NLF. Den er dermed et udtryk for, hvor stor en del af arbejdskapitalen, som er finansieret via langfristet gæld/egenkapitalen. I dette tilfælde er det et udtryk for, at NLF er større end WCR. Det betyder dermed, at arbejdskapitalen er finansieret primært via NLF, og dermed primært via egenkapitalen. Dette er igen et sundt tegn for Rockwool.

Konklusion på analyse af finansiering

Overordnet set er Rockwool godt med på alle 3 nøgletal. Dette skyldes primært at Rockwool har en forholdsvis stor egenkapital, og forholdsvis store likvide beholdninger. Hvis man kiggede isoleret set på NLF kunne tallet godt indikere, at Matching Princippet ikke er opfyldt. Dette skyldes dog at der er en meget stor egenkapital, og ikke ret stor langfristet rentebærende gæld. Samlet set er Rockwool derfor en solid virksomhed, som er modstandsdygtig overfor eventuelle tab i fremtiden.

4.5 SGR

Det sidste punkt i regnskabsanalysen er Rockwools SGR (Self-Sustainable Growth Rate). Nøgletallet viser hvor stor en vækst Rockwool kan bære ud fra den nuværende kapitalstruktur og dividendepolitik i forhold til udlodning af udbytte. Med andre ord er det den vækst, som Rockwool kan opnå uden yderligere kapital fra aktionærer, aktieudvidelse, optagelse af finansiering eller ændring af dividende politikken i forhold til udlodning af udbytte. Det er særligt vigtigt at se på dette i forhold til den vækst, som Rockwool har været igennem, og muligvis vil opnå senere i fremtiden. Nøgletallet beregnes på baggrund af Profit Retention Rate gange med ROE, som vi kender fra tidligere i analysen. Profit Retention Rate er et udtryk for, hvor meget af overskuddet Rockwool beholder og øger egenkapitalen med.

SGR	2019	2020	2021	2022	2023
Profit retention rate	67,02%	62,55%	66,34%	62,64%	67,87%
ROE	13,46%	12,00%	12,66%	10,58%	13,87%
SGR	9,02%	7,50%	8,40%	6,63%	9,42%

Kilde: Beregnet på baggrund af Resultatopgørelsen til analyseformål og profitabilitetsnøgletallene.

Tallene viser en stabil Profit Retention Rate, og at Rockwool dermed udlodder cirka 1/3 del af overskuddet hvert år, og beholder resten for at styrke egenkapitalen til fremtidig vækst. Beregningen viser desuden, at Rockwool vil kunne klare en pæn vækst på mellem 6,63% og 9,42% uden at skulle

hente kapital, finansiering eller at skulle ændre i dividendepolitikken. Her skal der endda tages højde for at året, hvor tallet er lavest i 2022 samtidig er et år med relativ lav ROE i forhold til væksten i omsætningen mv., som er beskrevet tidligere i regnskabsanalysen.

Konklusion på SGR

SGR bekræfter hvad de andre nøgletal også har gjort, at Rockwool er en meget sund drevet virksomhed, som endda kan klare en helt del mere vækst. Det er endda uden at skulle optage yderligere finansiering, kapital eller ændre i dividende politikken.

4.6 Konklusion på regnskabsanalyse

Baseret på den samlede regnskabsanalyse kan det konkluderes, at Rockwool er en sund drevet og har sunde kapitalforhold. I forhold til ROE formår Rockwool at holde denne forholdsvis stabil over hele perioden på trods af en flot vækst både i omsætning og EAT (undtagen 2022). ROE er særligt vigtigt nøgletal, da det er det resultat som genereres holdt op mod egenkapitalen. Det er dermed det resultat som aktionærerne får ud af at eje aktien. Det kan derfor være vigtigt for dem at have en stabil ROE samtidig med, at der sker vækst i virksomheden, således at aktiekursen kan stige, og der kan betales mere i udbytte til aktionærerne.

Det bemærkes at ROE umiddelbart kan virke forholdsvis lav, men dette skyldes til dels at Rockwool har en rigtig stor egenkapital i forhold til aktiverne, og dermed en høj soliditet. ROE kan som nævnt beregnes ved at dividere EAT med egenkapitalen. Dermed giver en større egenkapital en lavere ROE. Det kan dermed østraffe Rockwools ROE, at de har så stor en egenkapital. Hertil skal det dog nævnes, at alternativet til egenkapitalen vil være gæld, som har en finansiell omkostning i regnskabet, og det vil dermed påvirke EAT, og i sidste ende ROE. Det er derfor en balancegang, hvor Rockwool har opvejet SGR, og at de selv kan finansiere væksten uden behov for finansiering. Det ses desuden i regnskabsanalysen ved både NLF og Liquidity Ratio, at en stor del af aktiverne netop er finansieret af egenkapitalen.

2022 er året, som stikker ud i forhold til de forskellige nøgletal på indtjeningen. Som nævnt tidligere i regnskabsanalysen skyldes det primært en lavere EBIT% fremfor de tidligere år. Årsagen til dette er højere driftsomkostninger i forhold til omsætningen. Rockwool påpeger selv at årsagen til dette var stigende energipriser, og stigende råvarepriser (Rockwool, 2022(2) side 27). Omsætningen var samtidig rekordhøj, hvilket primært skyldes stor salgsaktivitet i 1. halvår, hvorefter salgsaktiviteten dalede væsentligt.

Sammenholdes regnskabet for 2022 med aktiekursen, som tidligere er beskrevet, hænger det godt sammen. Aktiekursen steg op til 2022, hvor der blev oplevet end sund vækst og drift af virksomheden, men blandt andet pres på indtjeningen fik aktiekursen i 2022 til at falde rigtig meget. Det er dog sammenholdt med de øvrige faktorer beskrevet under udviklingen af aktiekursen. Aktiekursen har dog ikke udviklet sig væsentlig positivt igen i 2023 på trods af en rigtig god indtjening og et flot regnskab, som viser at Rockwool er tilbage på rette kurs efter et turbulent 2022.

Kapitel 5 ñ Rockwools fremtidige budgettering

Til brug for værdiansættelsen af Rockwool International A/S, udarbejdes der i dette kapitel et resultat- og balancebudget på en 5 årig periode, og et efterfølgende terminalår, som danner baggrund for den fremtidige budgettering. Der tages udgangspunkt i en 5 årig periode, da det forventeligt vil give det mest retvisende billede. Hvis man for eksempel i stedet lavede en 10 årig periode, vil der forventeligt blive for store udsving. Dette ses også med baggrund i de sidste 5 års regnskaber for Rockwool, som har været meget svingende både i forhold til omsætning og indtjening. En 10 årig periode vil derfor blot give for store usikkerheder til de budgetterede tal og validiteten heraf.

De budgetterede tal skal bruges til at beregne Rockwools frie cash flow på baggrund af de forventede fremtidige pengestrømme ud fra budgettet. Det fremtidige cash flow bruges til at beregne værdiansættelsen af Rockwool International A/S i næste kapitel ud fra DCF-modellen. Forudsætningerne i budgettet vil tage udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen samt konklusionerne herpå. Herudover vil Rockwools egne forventninger til fremtiden blive inddraget til at danne baggrund for budgettallene.

5.1 Budgetteret resultatopgørelse

Der udarbejdes i første omgang en budgetteret resultatopgørelse til analyseformål, som er sammenlignelig med resultatopgørelsen til analyseformål med regnskabet. Denne bruges videre i analysen til at beregne det frie cash flow, og efterfølgende værdien af Rockwool International.

Omsætning

Rockwools omsætningen oplevede en stor stigning samlet set til og med 2022, hvorefter den faldt væsentligt til 2023, grundet stigende renter og inflation mv. Forventningen til den fremtidige omsætning er derfor svær at spå om, da det vil afhænge af, hvornår væksten i økonomien begynder for alvor igen. Det kræver dog, at man først får inflationen helt under kontrol, hvorefter man kan

sænke renten og få gang i væksten i samfundet igen. Med baggrund i dette forventer Rockwool ikke en omsætningsvækst for 2024, men en omsætning i samme niveau som 2023 (Rockwool, 2023(3) side 13). Omsætningen for 2024 lægges derfor ind i budgettet med samme omsætningen som i 2023.

For de næste år forventes de amerikanske 10 årige statsobligationsrente at falde til cirka 3,5%, hvor den var på det højeste i 2023 med omkring 5%. Sammenlignet med dette forventes den danske og tyske statsobligationsrente at falde til cirka 2%, hvor den var på sit højeste i 2023 med 3% (Jyske Bank, 2024). Hvis man samtidig ser på Rockwools vækst i omsætningen fra 2015 til og med 2019, som var årene inden COVID-19, krig i Ukraine, energikrise, hyperinflation, stigende renter med videre. Her er den en gennemsnitlig vækst i omsætningen på 5,3% jf. nedenstående. Væksten i disse tal må anses for at være mest retvisende, da de ikke er påvirket af de nævnte faktorer med COVID-19 osv.

mio. EUR	2015	2016	2017	2018	2019	Gennemsnit
Omsætning	2.208	2.202	2.374	2.671	2.757	2.442
Vækst%		-0,27%	7,25%	11,12%	3,12%	5,30%

Kilde: Udarbejdet med baggrund i (Rockwool, 2019).

Med baggrund i forventningerne til renten, og den tidligere almindelige omsætningsvækst lægges omsætningsvæksten ind med 4% for 2025, 5% for 2026, 6% for 2027 og 7% for resten af årene inklusiv terminal året og dermed de fremtidige år. Væksten forventes lavere i 2025 og 2026, da verden skal i gang igen efter rentestigningerne mv. Herudover forventes der en højere omsætningsvækst på 7% for årene i fremtiden fremfor de tidligere 5,3% i gennemsnit. Dette skyldes konklusionen til den strategiske analyse om flere bæredygtige byggerier i fremtiden, som forventeligt vil påvirke Rockwool positivt. Herudover vækst på markederne i blandt andet Asien, hvor Rockwool er ved at gå godt fat. Rockwool forventer desuden selv at EU's bygningsdirektiv omkring mere bæredygtige byggerier vil få en positiv indvirkning på dem på mellemlangt sigt (Rockwool, 2023(3) side 13).

EBITDA og EBIT

Hvis man ser på den gennemsnitlige EBIT% i de 5 år, som indgår i regnskabsanalysen ligger denne på 12,77% jf. nedenstående. Her stikker årene 2022 og 2023 ud, hvor den er meget lav i forhold til de andre år i 2022, og i 2023 er den relativt høj i forhold til de andre år. I de første år 3 år ligger den stabilt omkring 13%. Rockwool forventer desuden at EBIT% skal ligge på omkring 13% for 2024 (Rockwool, 2023(3) side 13).

	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
EBIT%	13,42%	12,96%	12,96%	10,25%	14,25%	12,77%

Kilde: Udarbejdet med baggrund i regnskabsanalysen og tallene herfra.

Med baggrund i Rockwools egne forventninger, gennemsnittet af de seneste 5 år samt det forholdsvis stabile niveau omkring 13% i de første 3 år, indregnes der en EBIT% på 13% i 2024 og de fremtidige budgetår inklusiv terminalåret.

EBIT% er dermed fastsat for hele budgetperioden. Ovenover EBIT i budgettet ligger af- og nedskrivningerne og derover EBITDA. Afskrivningerne afhænger reelt set af aktivmassen, og dermed ikke direkte af omsætningen. I Rockwool er der dog en stabilt stigning i anlægsaktiverne, hvilket der typisk også er i omsætningen. Af- og nedskrivningerne har i gennemsnit været 6,62% over de sidste 5 år jf. nedenfor. De indregnes derfor afrundet til 6,5% af omsætningen i 2024 og i resten af budgetårene inklusiv terminalåret.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Omsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635	3.206
Afskrivninger	176	184	201	236	261	212
Afskrivninger % af omsætning	6,35%	7,06%	6,50%	6,02%	7,18%	6,62%

Kilde: Udarbejdet med baggrund i regnskabsanalysen og tallene herfra.

Vi får dermed også indregnet EBITDA i budgettet, da denne vil udgøre EBIT, som nu er lagt fast tillagt afskrivningerne, som ligeledes er lagt fast. Dermed er driftsomkostningerne også fastsat, da de udgør omsætningen fratrullet EBITDA.

De finansielle poster

Rockwools finansielle poster har udviklet sig en del i løbet af den 5 årige periode for regnskabsanalysen, hvor de ender med at have finansielle indtægter, som overstiger de finansielle udgifter i 2023. Dette skyldes til dels at Rockwool har flere likvider end de har lån, men også at renten er steget, og de dermed nu får en renteindtægt af deres likvider. Renten bør falde i fremover, som tidligere nævnt, men dette gør sig gældende for både indlåns og udlånsrenten. Derfor er det ikke usandsynligt, at tendensen i 2023 med flere finansielle indtægter fremfor udgifter fortsat er tilfældet. Her tages der også højde for, at Rockwool har meget begrænsede lån i koncernen i dag.

Dette bakkes desuden op af Rockwools SGR jf. regnskabsanalysen, som viser at den vækst der er indregnet i omsætningen, vil kunne serviceres af Rockwool selv uden nye lån eller yderligere kapitalindskud. Dermed er der ikke noget, som indikerer yderligere finansielle udgifter til Rockwool

i budgetperioden. De finansielle poster budgetteres derfor samlet set til at være de samme i hele budgetperioden, som de har været i 2023, og dermed 4 mio. EUR.

Skatteprocent

Hvis man ser på skatteprocenten og Tax Effect Ratio for Rockwool svinger denne i løbet af den 5 årige regnskabsperiode, hvor den stiger en del til 2023. I og med skatteprocenten i Danmark for selskaber ikke har ændret sig i perioden, formodes 2023 at være en engangstilfælde med den relativt høje skatteprocent for året. Den gennemsnitlige skatteprocent for alle årene giver 23,45% jf. nedenstående, og der indregnes derfor 23,5% i skat i budgettet for alle årene.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Skatteprocent	22,34%	22,77%	22,90%	23,74%	25,48%	23,45%

Kilde: Udarbejdet med baggrund i regnskabsanalysen og tallene herfra.

Samlet budgetteret resultatopgørelsen til analyseformål

Ud fra ovenstående punkter der er nu udarbejdet en ny resultatopgørelse til analyseformål, som både indeholder de 5 budgetterede år og terminal året efterfølgende. Budgettet er udarbejdet ud fra de forudsætninger, som er angivet ovenfor.

Budgetteret resultatopgørelse til analyseformål

mio. EUR	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
Omsætning	3.635	3.780	3.969	4.208	4.502	4.817
Driftsomkostninger	-2.926	-3.043	-3.195	-3.388	-3.624	-3.878
EBITDA	709	737	774	820	878	939
Af- og nedskrivninger	-236	-246	-258	-273	-293	-313
EBIT	473	491	516	547	585	626
Finansielle omkostninger	4	4	4	4	4	4
EBT	477	495	520	551	589	630
Skat	-112	-116	-122	-129	-138	-148
EAT	365	379	398	422	451	482

Kilde: Udarbejdet med baggrund i regnskabsanalysen og budgetforudsætningerne.

Budgettet viser en stabil vækst i følge forudsætningerne, og denne vurderes realistisk i forhold til de angivne forudsætninger samt forholdende i den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

5.2 Balance til analyseformål og budgetteret Managerial Balance Sheet

Anden del af budgetteringen for at kunne lave værdiberegningen ud fra DCF er en budgetteret balance. Denne laves primært for at kunne danne Managerial Balance Sheet, hvoraf WCR (arbejdskapitalen) fremgår. Dette skyldes at ændringen i arbejdskapitalen er en del af det frie cash flow, som bruges til at beregne værdien af virksomheden ved DCF-modellen. Balancetallene som nævnes igennem afsnittet kan ses i bilag 4.

Anlægsaktiver

Anlægsaktiverne er i regnskabsanalyseperioden i gennemsnit steget med 6,2% jf. nedenstående oversigt, hvoraf det højeste er 9,49% i 2021, og det laveste er 2,54% i 2023. Rockwool har fortsat planer om yderligere investering i deres produktionsfaciliteter, hvorfor anlægsaktiverne antages at de fortsat vil stige i samme tempo, som indtil nu. Det budgetteres konkret med investeringer for 375 mio. EUR i 2024 (Rockwool, 2023(3) side 13).

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Anlægsaktiver i alt	1.825	1.927	2.129	2.301	2.361	2108,6
Stigning i%		5,29%	9,49%	7,48%	2,54%	6,20%

Udarbejdet på baggrund i bilag 4

Med baggrund i ovenstående bør stigningen i anlægsaktiverne alene være 6,2%. Dette harmonerer dog ikke helt med de investeringer, som Rockwool ønsker at foretage i 2024, som primært vil påvirke balancen på anlægsaktiverne. Derfor sættes stigningen i anlægsaktiverne procentmæssigt til 8% årligt for hele budgetperioden inklusiv terminalåret. Dette er fortsat under tallet i 2021 på 9,49%, som er det højeste af de anførte år.

Varebeholdninger og tilgodehavender fra salg

Varebeholdningerne og tilgodehavender fra salg er steget i takt med omsætningen over de 5 analyserede regnskabsår, hvor de samtidig med omsætningen faldt fra 2022 til 2023. Varebeholdningerne har været på det højeste med 11,04% af omsætningen i 2022, og på sit laveste med 8,28% af omsætningen i 2020 jf. nedenstående oversigt. Tilgodehavenderne fra salg har været mere stabile, og været på det højeste med 9,92% af omsætningen i 2019 og 2021, og på sit laveste i 2022 med 8,85% af omsætningen.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Omsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635	3.206
Varebeholdninger	236	216	317	433	375	315
Varebeholdninger i %	8,51%	8,28%	10,25%	11,04%	10,32%	9,68%
Tilgodehavender fra salg	275	247	307	347	337	303
Tilgodehavender fra salg i %	9,92%	9,47%	9,92%	8,85%	9,27%	9,49%

Udarbejdet på baggrund i bilag 4

Dette giver et gennemsnit for 9,68% for varebeholdningerne i forhold til omsætningen og 9,49% for tilgodehavenderne fra salg i forhold til omsætningen. Der indregnes derfor 9,7% af omsætningen i varebeholdninger i budgettet og 9,5% af tilgodehavender fra salg i budgettet. Dette gøres for alle årene inklusiv terminalåret.

Øvrige omsætningsaktiver

Der ses ikke en generel tendens for de øvrige omsætningsaktiver i balance jf. bilag 4. Der ses dog, at de likvide beholdninger har været relativt lavere i de år, hvor tilgodehavender har været relativt større, hvorfor de vil udligne hinanden ved et gennemsnit af alle posterne. Der ses heller ikke en sammenhæng mellem omsætningen og de øvrige omsætningsaktiver, eller en sammenhæng mellem anlægsaktiverne og de øvrige omsætningsaktiverne.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Andre tilgodehavender	54	60	98	80	53	69
Periodeafgrænsningsposter	15	15	24	31	30	23
Tilgodehavende selskabsskat	14	38	39	27	44	32
Likvide beholdninger	275	241	166	209	354	249

Udarbejdet på baggrund i bilag 4

Ud fra ovenstående indregnes det gennemsnitlige tal for hver af regnskabsposterne i budgettet for alle årene inklusiv terminalåret. Dette er dog undtaget de likvide beholdninger, som vil udgøre forskellen på passiverne jf. nedenfor, og de øvrige kortfristede og langfristede aktiver. Dette giver Rockwool en fortsat relativt stor likvid beholdning, hvilket de historisk set har haft i forhold til deres balance. De likvide beholdninger ender dermed med at være passende i forhold til balancen i regnskabsårene.

Egenkapital

Egenkapitalen udregnes ved at tage egenkapitalen for året før tillagt EAT*gennemsnitlig retention rate jf. nedenstående tabel. Dette gøres for alle budgetårene og terminalåret. Det svarer til at overskuddet efter skat fratrasket det gennemsnitlige udbytte for de 5 regnskabsår tillægges egenkapitalen.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Profit retention rate	67,02%	62,55%	66,34%	62,64%	67,87%	65,28%

Udarbejdet med baggrund i regnskabsanalysen

Langfristede forpligtelser

Fsva. de udskudte skatteforpligtelser er der en generel stigning over hele analysen af regnskabsperioden på de 5 år. Stigningen er i gennemsnit 10,07% jf. nedenstående, hvorfor der stigning indregnes en stigning på 10% årligt i budgettet for hvert år inklusiv terminalåret.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Udskudt skatteforpligtelse	43	47	51	55	66	52
Vækst i %		8,51%	7,84%	7,27%	16,67%	10,07%

Udarbejdet med baggrund i bilag 4

Fsva. de øvrige langfristede gældsforpligtelser ses der ikke en generel tendens i dem i forhold til omsætning eller andet. Der er heller ikke en generel stigning over hele perioden, som der er ved de udskudte skatteforpligtelser. Der er derfor udregnet et gennemsnit for hver post jf. nedenstående, hvor gennemsnittet er indtastet i budgettet for hvert år inklusiv terminal året.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Pensionsforpligtelser	62	66	35	32	39	47
Leasingforpligtelser (langfristede)	34	27	44	61	48	43
Hensatte forpligtelser (langfristede)	17	18	16	19	22	18
Kreditinstitutter og andre lån	4	-	17	39	24	17

Udarbejdet med baggrund i bilag 4

Kortfristede gældsforpligtelser

I forhold til kreditinstitutter og andre lån samt bankgæld, forventes disse at være på et minimum for de fremtidige år, da den vækst som er indregnet bør kunne indeholdes i SGR, som tidligere nævnt. Derfor bør der ikke være behov for at optage lån, og dermed bør disse poster være relativt små. Begge poster sættes derfor til at være det samme som i regnskabet for 2023, igennem hele budgetperioden og terminalåret.

Fsva. leasingforpligtelserne og den anden gæld ses der en stigning i dem over hele den analyserede regnskabsperiode, hvor der er en gennemsnitlig stigning på leasingforpligtelserne på 10,83% jf. nedenstående oversigt og en gennemsnitlig stigning på 7,04% på den anden gæld jf. nedenstående oversigt. Stigningen på de 10,83% på de kortfristede gældsforpligtelser harmonerer dog ikke med faldet på leasingforpligtelserne på de langfristede gældsforpligtelser. Leasingforpligtelserne indregnes derfor med 19 mio. EUR årligt i alle budget år inklusiv terminalåret. Dette gøres med baggrund i, at dette var normalen inden den høje stigning i 2022 og 2023, som følge af ekstra høje langfristede leasingforpligtelser i 2021, 2022 og 2023. Den anden gæld indregnes i hvert budgetår inklusiv terminalåret med en vækst på 7%. Det er naturligt at denne stiger i takt med en stigende omsætning. Væksten heri harmonerer desuden med væksten i omsætningen på den lange bane.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Leasingforpligtelser	18	18	19	24	29	22
Vækst i %		0,00%	5,26%	20,83%	17,24%	10,83%
Anden gæld	157	158	177	196	211	180
Vækst i %		0,63%	10,73%	9,69%	7,11%	7,04%

Udarbejdet med baggrund i bilag 4

Leverandørgælden stiger fra 196 mio. EUR i 2019 op til 283 mio. euro i 2021, hvorefter den falder igen til 2023 til 241 mio. euro. Der er derfor ikke en generelt stigende tendens i denne, men i og med omsætningen stiger jf. budgettet og tilgodehavender fra salg stiger jf. budgettet, vil det ikke give et korrekt billede med et gennemsnit af de 5 år. Derfor indregnes det højeste tal på 283 mio. EUR i hele budgetperioden inklusiv terminal året.

De hensatte forpligtelser (kortfristede) og den skyldige selskabsskat indregnes i budgettet for alle årene inklusiv terminalåret, som et gennemsnit af begge tal for hele den analyserede periode af regnskaberne jf. nedenstående.

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Hensatte forpligtelser (kortfristede)	9	8	8	17	15	11
Skyldig selskabsskat	29	25	26	26	41	29

Udarbejdet med baggrund i bilag 4

Budgetteret Managerial Balance Sheet

På baggrund af ovenstående tal i balancen og de nye budgetterede tal, er der udarbejdet en ny balance for Rockwool International A/S for de 5 budgetterede år og terminalåret sammenholdt med de 5 analyserede regnskabsår. Balancen fremgår af bilag 5.

Med baggrund i dette er der lavet et opdateret Managerial Balance Sheet, hvoraf den budgetterede WCR (arbejdskapital) er beregnet for de enkelte år. WCR er beregnet ud fra de samme forudsætninger som i regnskabsanalysen. Managerial Balance Sheet inklusiv WCR fremgår af nedenstående.

Budgetteret Managerial Balance Sheet							
mio. EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
Likvider	354	449	488	517	535	545	553
Arbejdskapital (WCR)	204	136	140	152	171	198	227
Anlægsaktiver	2.361	2.550	2.754	2.974	3.212	3.469	3.747
Invested capital	2.919	3.135	3.383	3.643	3.918	4.213	4.527
Kortfristet gæld (rentebærende)	43	33	33	33	33	33	33
Langfristet gæld (rentebærende)	72	60	60	60	60	60	60
Egenkapital	2.804	3.042	3.290	3.550	3.825	4.120	4.434
Capital employed	2.919	3.135	3.383	3.643	3.918	4.213	4.527

Udarbejdet med baggrund i bilag 5

Nettoinvesteringer

Som nævnt forventer Rockwool nettoinvesteringer for 375 mio. EUR i 2024. Med udgangspunkt i den vækst, som er indregnet i budgettet, budgetteres der også med 375 mio. EUR i nettoinvesteringer for alle årene i budgettet og terminalåret. De 375 mio. EUR kan indeholdes i Rockwools egen indtjening, og der skal ikke optages yderligere lån hertil, hvilket også er en forudsætning i de øvrige

nøgletal i budgettet. Herudover har Rockwools historiske investeringer i regnskabsårene lagt i samme niveau jf. de tidligere regnskaber.

Kapitel 6 ñ Værdiansættelse

Der er nu udarbejdet et budget for Rockwool for de næste 5 år, som skal bruges til beregningen af værdien af Rockwool International A/S. Målet med værdiansættelsen er at fastlægges Rockwools værdi pr. 31.12.2023 beregnet ud fra regnskabstallene og budgettet. Værdien fastsættes ved hjælp af DCF (Discounted Cash Flow)-modellen. Der findes andre metoder til beregning af værdien af en virksomhed, bl.a. modellen, som tager udgangspunkt i multipler. Denne kræver sammenlignelige virksomheder for at estimere multiplerne, som anvendes til værdiansættelsen. Man beregner P/E (price to-earnings-ration), P/B (price-to-book ratio) og EV/EBITDA (enterprise-value-to-EBITDA ratio) på sammenlignelige virksomheder, og den faktor man kommer frem til, bruger man til at holde op mod resultatet for den virksomhed, som man gerne vil værdiansætte. Modellen vil derfor indeholde en grad af usikkerhed, og skøn, hvilket DCF-modellen ikke har i samme omfang.

DCF-modellen er indkomstbaseret, og opgør værdien af en virksomheden ved at tilbagediskontere værdien af de forventede fremtidige pengestrømme (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022 side 328). Modellen tager derfor udgangspunkt i det budget, som er udarbejdet, og de forventede fremtidige pengestrømme herfra. Pengestrømmene tilbagediskonteres til en nutidsværdi ved brug af WACC'en, som diskonteringsfaktor, og den forventede vækstrate ud i fremtiden. Modellen tager desuden udgangspunkt i at cash flowet fortsætter ud i det uendelige, hvilket ikke er tilfældet for alle virksomheder. Rockwool har dog eksisteret i mange år, og forventer fortsat at eksistere langt ude i fremtiden.

Den forsimplede formel for beregningen ser således ud:

$$\text{DCF value(constant growth)} = \frac{CF_1}{k - g}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022)

CF er det fremtidige cash flow, k er WACC'en og g er den forventede vækstrate ud i fremtiden. For at kunne beregne værdien af Rockwool, skal Rockwools WACC først beregnes. Herefter beregnes det frie cash flow, og til sidst fastsættes vækstraten. Vækstraten er den konstante vækst, som forventes i fremtiden.

6.1 Beregning af Rockwools WACC

Kapital koster og har derfor en omkostning i en virksomhed. WACC står for Weighted Average Cost of Capital. Det er dermed Rockwools vægtede kapitalomkostninger, og det afkast Rockwool mindst skal have ud af sine investeringer for at tilfredsstille udbyderne af kapitalen. WACC'en tager dermed højde for både ejernes (aktionærernes) og långivernes krav til afkastet. Formlen for beregning af WACC ser således ud:

$$WACC = k_E \frac{E}{E + D} + k_D (1 - T_c) \frac{D}{E + D}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022)

Indholdet i formelen kan oversættes således:

KE = Omkostningerne ved finansiering med egenkapital

E = Andelen af egenkapital

D = Andelen af fremmed kapital

KD = Omkostningerne ved finansiering med fremmedkapital

Tc = Selskabsskattesatsen

Omkostninger ved finansiering med egenkapital (Cost of Equity)

Cost of Equity beregnes således = Risikofri rente + (Beta*Markedsrisikopræmie). Derfor skal disse 3 værdier fastlægges. Herefter kan Cost of Equity beregnes, som skal bruges til at beregne WACC, og i sidste ende værdien af Rockwool International.

Den risikofrie rente

Ved den risikofrie rente forstås, hvor man kan investere sine penge, og få en rente risikofrit, eller så risikofrit som muligt. Dette plejer derfor at være via de 10 årige statsobligationer. De 10 årige danske og tyske statsobligationer ligger i øjeblikket på cirka 2,3% (Jyske Bank, 2024), hvorfor der tages udgangspunkt i denne rente, som den risikofrie rente.

Markedsrisikopræmie

Markedsrisikopræmien udgør forskellen på aktieafkastet og den risikofrie rente. Det er således det ekstra afkast ejerne og dermed aktionærerne vil have, for at investere med markedsrisiko i aktier i en virksomhed, fremfor at få den risikofrie rente ved statsobligationerne. Skattestyrelsen har udarbejdet en vejledning i forbindelse med værdiansættelser ved DCF-modellen. Her er der beregnet og

anbefalet en markedsrisikopræmie på 6% (Skat, 2024(1)), hvorfor denne anvendes til beregning af Rockwools Cost of Equity, og dermed WACC.

Beta

Betaværdien på en aktie viser om værdien af aktien varierer mere eller mindre end værdien af det samlede aktiemarked. Betaværdien er dermed et udtryk for kursfølsomheden på den enkelte aktie i forhold til markedet. Dette kan typisk deles ind i forskellige brancher, som har samme betaværdi. Dette skyldes at aktierne i den samme branche generelt har de samme forudsætninger i forhold til markedet, og derfor typisk har den samme betaværdi.

En betaværdi på 1 viser at aktien følger markedet 100%, og dermed ikke er ekstra kursfølsom i forhold til det generelle marked. Samtidig viser en betaværdi på 1,25, at kursen på aktien varierer 25% mere end det samlede marked. Hvis betaværdien derimod er 0,75, viser det at kursen på aktien varierer 25% mindre end det samlede marked.

Til at fastlægge betaværdien tages der udgangspunkt i statistikken, som Aswath Damodaran indsamler for de forskellige brancher og markeder. Aswath Damodaran er professor i finansiering ved Stern School of Business i New York (Damodaran Online, 2024). Der tages derfor udgangspunkt i betaværdien for Building Materials i Europa, som er Rockwools primære marked. Dette giver en levered betaværdi på 1,07 (Se Bilag 6). Denne betaværdi betyder dermed at aktierne for byggematerialer i Europa typisk varierer 7% mere end det samlede marked. Det er en betaværdi forholdsvis tæt på 1, hvilket betyder at aktien følger det generelle marked og den generelle økonomi forholdsvis tæt. Dette passer godt sammen med konklusionerne på de tidligere analyser omkring, at Rockwool er meget påvirket af den generelle økonomiske situation.

Beregning af Cost of Equity

På baggrund af ovenstående kan Cost of Equity nu beregnes ud fra følgende:

$2,3\% + 6\% \cdot 1,07 = 8,72\%$, som dermed er Rockwools samlede Cost of Equity.

Omkostninger ved finansiering med fremmedkapital

Omkostningerne ved fremmedkapital forstås virksomhedens udgifter til finansieringen før skat, og efterfølgende indregnes skattefradraget i beregningen. Det beregnes derfor ved at tage selskabets finansielle omkostninger og dividere med selskabets gæld. Tallene er taget ud fra bilag 3 og bilag 4.

Finansielle omkostninger = 36 mio. EUR.

Samlede gældsforpligtelser = 750 mio. EUR

$36/750 = 4,8\%$.

Omkostningerne til finansiering med fremmedkapital er derfor 4,8%, som indregnes i beregningen af WACC.

I beregningen af WACC tages der samtidig højde for skattefradraget. Skatteprocenten er ifølge budgettet fastsat til 23,5% for alle budgetårene, hvilket er tilsvarende gennemsnittet for de 5 analyserede regnskabsår. Samme skatteprocent på 23,5% bruges derfor også til beregningen af værdien af Rockwool International A/S.

Egenkapitalandel og fremmedkapitalandel

Der skal beregnes fordelingen mellem egenkapitalen og fremmedkapitalen i Rockwools kapitalstruktur. Dette skyldes at egenkapitalen har en omkostning, og fremmedkapitalen har en anden omkostning, hvilket er konstateret ovenfor. Som tidligere nævnt har Rockwool i løbet af alle regnskabsårene haft en forholdsvis stor egenkapitalandel i forhold til fremmedkapitalandelen. Herudover er der budgetteret med, at Rockwool kan klare den budgetterede vækst via de resultater, som de selv skaber, fratrasket udbytte. Dermed forventes der ikke at komme mere fremmedkapital til ud fra budgettet. Andelen af egenkapital og fremmedkapital for de 5 analyserede regnskabsår ses nedenfor.

	2019	2020	2021	2022	2023	Gennemsnit
Egenkapital %	78,62%	76,24%	77,73%	75,26%	78,90%	77,35%
Fremmedkapital %	21,38%	23,76%	22,27%	24,74%	21,10%	22,65%
Samlet	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Udarbejdet med baggrund i bilag 4

Med baggrund i den gennemsnitlige kapitalstruktur for Rockwool for de 5 regnskabsår. Indregnes egenkapitalandelen med 77% i WACC og fremmedkapitalandelen med 23%.

Beregning af WACC

Ud fra ovenstående kan WACC nu beregnes. Formlen fra tidligere kan oversættes og kortes ned til dette:

$$WACC = \text{Egenkapitalandel} \cdot \text{Cost of Equity} + \text{Fremmedkapitalandel} \cdot \text{Omkostninger ved finansiering med fremmedkapital} \cdot (1 - \text{skatteprocenten}).$$
 Udregningen ser derfor således ud:

$$WACC = 0,77 \cdot 8,72\% + 0,23 \cdot 4,8\% \cdot (1 - 23,5\%) = 7,56\%$$

Ud fra ovenstående er WACC for Rockwool beregnet til 7,56%. WACC er et udtryk for det afkast, som Rockwool mindst skal opnå, for at udbyderne af kapitalen er tilfredse. Derfor anvendes WACC som en tilbagediskonteringsfaktor, når det fremtidige frie cash flow, og terminalværdien skal udregnes.

WACC'en virker umiddelbart til at være på et realistisk niveau nu, hvor den tidligere har været mindre. Det skyldes en lavere risikofri rente, og muligvis en lavere markedspræmie i de tidligere år.

6.2 Det frie cash flow

Nu hvor WACC er beregnet, er næste skridt at beregne det frie cash flow for Rockwool International A/S. Det frie cash flow er det, som skabes af virksomheden ud fra drifts- og investeringsaktiviteter. Det indeholder ikke finansieringsaktiviteter, og derfor er renteudgifterne ikke et element af det frie cash flow, da dette kan være meget individuelt fra virksomhed til virksomhed. Der anvendes normalt en periode på 5-10 år for det frie cash flow, hvor der her er taget udgangspunkt i de 5 budgetår og det efterfølgende terminal år (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022 side 350). Det frie cash flow kan beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{FCF} = \text{EBIT}(1 - T_c) + \text{Depreciation expenses} - \Delta\text{WCR} - \text{Net capital expenditure}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 350

EBIT tages ud fra det tidligere udarbejdede budget, hvorefter det fratrækkes 1-skatteprocenten, som er fundet tidligere under WACC. Herefter tillægges afskrivningerne, hvorefter ændringen i arbejdskapitalen og nettoinvesteringer fratrækkes. Herefter ses det frie cash flow, som er den likviditet Rockwool genererer efter investeringerne er foretaget. Afskrivningerne og nettoinvesteringerne er tidligere beskrevet under budgettet, hvor arbejdskapitalen også fremgår af budgetteret Managerial Balance Sheet. Det frie cash flow beregnes nedenfor for alle budgetårene. Arbejdskapitalen for 2023 er medregnet, for at kunne beregne ændringen i arbejdskapitalen fra 2023 til 2024.

mio. EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
WCR	204	136	140	152	171	198	227
Nettoinvesteringer		375	375	375	375	375	375
Omsætning		3.635	3.780	3.969	4.208	4.502	4.817
Driftsomkostninger		-2.926	-3.043	-3.195	-3.388	-3.624	-3.878
Afskrivninger		-236	-246	-258	-273	-293	-313
EBIT		473	492	516	546	585	626
EBIT*(1-Tax)		362	376	395	418	448	479
+Afskrivninger		236	246	258	273	293	313
-Ændring i arbejdskapital		68	-5	-11	-19	-28	-29
-Nettoinvesteringer		-375	-375	-375	-375	-375	-375
Frit cash flow		291	242	267	297	338	388

Kilde: Udarbejdet på baggrund af det tidligere udarbejdede budget

Der ses en stabil stigning i det frie cash flow ovenfor i takt med den budgetterede vækst i virksomheden, som tidligere beskrevet.

Vækstrate i terminalperioden

Det sidste år af budgettet er terminalperioden 2029T. Fra dette år og fremefter forudsættes det at der er en vækstrate på et konstant niveau i forhold til DCF-modellen. Vækstraten er samtidig ôgôetô, som tidligere beskrevet under formelen for DCF. Denne vækstrate er svær at fastsætte, da den er afgørende for alle årene i fremtiden. Den bør dog ligge i et niveau, som følger den samfundsmæssige vækst. Vækstraten sættes derfor til 2%, da det ofte tales om at en optimal inflation i samfundet er mellem 1 og 4%. Herudover bruger Rockwool selv en vækstrate på 2% i deres egne prognoser (Rockwool, 2023(1) side 67).

6.3 Værdiansættelse efter DCF-modellen

For at kunne beregne værdien af Rockwool International A/S ud fra DCF-modellen skal nutidsværdien af de frie cash flow for de 4 budgetår udregnes. Dette gøres ved at tilbagediskontere de frie cash flow til nutidsværdi pr. 31.12.2023 med WACC'en som tilbagediskonteringsfaktor.

Herefter beregnes terminalværdien, som er den værdi, der følger efter budgetårene er slut og ud i fremtiden. I dette tilfælde vil det være 2029 og årene efter, da budgetperioden er fra 2024 til og med 2028. Terminalværdien beregnes ud fra nedenstående formel.

$$TV_5 = \frac{FCF_6}{WACC - g}$$

Kilde: (Hawawini, G. & Viallet, C., 2022) side 351.

Herefter laves der en nutidsværdi pr. 31.12.2023 af terminalværdien, som indgår i den endelige beregning af værdien af Rockwool International A/S.

mio. EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
WCR	204	136	140	152	171	198	227
Nettoinvesteringer		375	375	375	375	375	375
Omsætning		3.635	3.780	3.969	4.208	4.502	4.817
Driftsomkostninger		-2.926	-3.043	-3.195	-3.388	-3.624	-3.878
Afskrivninger		-236	-246	-258	-273	-293	-313
EBIT		473	492	516	546	585	626
EBIT*(1-Tax)		362	376	395	418	448	479
+Afskrivninger		236	246	258	273	293	313
-Ændring i arbejdskapital		68	-5	-11	-19	-28	-29
-Nettoinvesteringer		-375	-375	-375	-375	-375	-375
Frit cash flow		291	242	267	297	338	388
Terminal værdi		6.977					
WACC	7,56%						
Vækst i terminalperiode	2%						
NPV af cash flow 2024-2028	1.151						
NPV af terminal værdi	4.846						
NPV i alt	5.998						
+Livkider	354						
-Rentebærende gæld	-115						
Samlet værdi	6.237						

Kilde: Udarbejdet med baggrund i de tidligere udarbejdede budget

Som det fremgår af ovenstående beregning er nutidsværdien af cash flowet i budgetperioderne 1.151 mio. EUR, hvor nutidsværdien af terminal værdien er 4.846 mio. EUR. Afslutningsvis tillægges de likvide beholdninger pr. 31.12.2023, og den rentebærende gæld fratrækkes. De likvide beholdninger og den rentebærende gæld tages fra det tidligere nævnte Managerial Balance Sheet. Herefter viser DCF-modellen en samlet værdi af Rockwool International A/S på 6.237 mio. EUR.

Kursen på EUR i forhold til DKK var pr. 31.12.2023 på 7,456 (Skat, 2024(2)). Dette giver dermed Rockwool International A/S en værdi på 46.503 mio. DKK pr. 31.12.2023.

6.4 Følsomhedsanalyse

I ovenstående værdiberegning af Rockwool International A/S, er der indeholdt en del forskellige punkter, som har en estimeret værdi. Herunder selve budgettet som er udarbejdet og indgår i det frie cash flow, beregning af WACC med beta-værdi og markedsrisikopræmie samt estimering af selve vækstraten. Der er derfor flere usikkerhedsfaktorer i værdiberegningen, som vil kunne afvige i den ene eller anden retning. Såfremt en eller flere af faktorerne ændrer sig vil det betyde en anden værdi af Rockwool International A/S. For at afdække og belyse denne usikkerhed er der nedenfor lavet en følsomhedsanalyse, som viser ændringen i værdien af Rockwool International A/S ved ændring af WACC og af vækstraten.

Følsomhedsanalyse		WACC				
Vækstrate		6,50%	7,00%	7,56%	8,00%	8,50%
	1,50%	7.052	6.418	5.837	5.451	5.075
	1,75%	7.350	6.657	6.028	5.613	5.211
	2,00%	7.681	6.921	6.237	5.789	5.358
	2,25%	8.051	7.212	6.465	5.981	5.517
	2,50%	8.467	7.535	6.716	6.189	5.689

Ovenstående analyse viser at værdien er forholdsvis følsom både ved ændring af WACC og vækstraten. Det ses særligt ved at værdien af Rockwool International A/S vil falde fra 6.237 mio. EUR til 5.789 mio. EUR, hvis WACC er 0,44% højere end i værdiansættelsen. Herudover vil værdien stige til 6.921 mio. EUR, hvis WACC er 0,56% lavere end den beregnede. Sammenligneligt vil værdien stige til 6.716 mio. EUR, hvis vækstraten stiger fra 2,0% til 2,5%, og falde til 5.837 mio. EUR, hvis vækstraten falder til 1,5%. Det kan derfor konkluderes at værdiansættelsen er meget følsom overfor ændringer i både WACC og vækstraten. Dette er dog naturligt, da der som nævnt er forbundet en hel del usikkerhedsfaktorer i beregningerne.

6.5 Konklusion på værdiansættelsen af Rockwool International A/S

Værdiansættelsen for Rockwool International A/S er ud fra DCF-modellen i ovenstående analyse beregnet til 6.237 mio. EUR, og 46.503 mio. DKK. Hvis man samtidig ser på lukkekursen på B-aktien pr. 31.12.2023, var denne på kurs 1.976 DKK for en aktie. Der er 11.626.444 stk. Rockwool B-aktier, som handles på børsen (Nasdaq, 2024(2)), og 9.994.265 Rockwool A-aktier (Nasdaq, 2024(1)). Dette giver Rockwool International A/S en samlet værdi på børsen på 42.723 mio. DKK pr. 31.12.2023 under forudsætning af at kursen er den samme for A og B-aktierne. Denne værdi stemmer derfor godt overens med værdien ifølge DCF-modellen, men børsværdien er dog en smule lavere end den beregnede værdi.

Følsomhedsanalysen viste at der var stor følsomhed i både WACC og vækstraten i forhold til værdiansættelsen. Ændringer i den ene eller den anden vil medføre en anden beregnet værdi af Rockwool International A/S. Dermed vil det også kunne medføre en værdi, som vil være lig børsværdien på selskabet pr. 31.12.2023. Det viste samtidig at der er en del usikkerhedsfaktorer i beregningen af værdien ifølge DCF-modellen, men det er der samtidig også på markedet, hvor aktien handles. Dette ses også i starten af projektet, hvor udviklingen i aktiekursen beskrives, og de store påvirkninger og usikkerheder der er herved.

Kapitel 7 ñ Konklusion

Baseret på analyserne og delkonklusionerne undervejs i projektet er det nu muligt at lave en samlet konklusion, og dermed besvarelse af problemformuleringen fra start af projektet.

Der er mange interne og eksterne strategiske overvejelser, som er aktuelle for Rockwool International A/S. I forhold til de interne strategiske overvejelser, er det klart et af hovedpunkterne at være tilstede med fabrikker i mange forskellige lande. Dette er både for at kunne levere produkterne hurtigt til kunderne, men også for at have en mere bæredygtig profil ved ikke at skulle transportere produkterne så langt. Dette har også vist sig at være en fordel for dem i de senere år, hvor der har været høje fragtpreiser. Det formentlig største hovedpunkt og omdrejningspunkt, som de fleste øvrige strategiske overvejelser tager udgangspunkt i, er bæredygtighed. Det er blevet en inkarneret del af Rockwools strategi at udvikle forretningen til at være mere bæredygtig. Dette gøres blandt andet ved at genanvende en stor del gammel stenuld til produktionen af nyt, men også at udvikle fabrikkerne til at producere mere bæredygtigt på biogas eller elektricitet. Herudover er der som nævnt også fokus på ikke at fragte produkterne ret langt, og dermed ikke belaste miljøet på den måde. Der er ligeledes et stort fokus på medarbejdertrivsel og diversitet, hvilket også er en stor del af de interne strategiske overvejelser.

Ift. de eksterne strategiske overvejelser, er der her en del som påvirker Rockwool International A/S. På markedspladsen påvirkes de mest af kunderne (grossisterne) samt af trusler fra substituerende produkter. Kunderne er i forhold til, at de skal have skarpe priser på deres produkter, og den rigtige funktionalitet samt kunne levere til tiden. Dette gør at Rockwool har stort fokus på at optimere deres produktion, således de kan holde produktionsomkostningerne nede, og være konkurrencedygtige på priserne. Herudover har de stort fokus på, at udvikle deres produkter, for at holde konkurrencen fra substituerende produkter nede. Her spiller det også ind med en mere bæredygtig produktion, da andre substituerende produkter ikke belaster miljøet i samme grad under produktionen af produkterne. Herudover påvirkes Rockwool i høj grad af både den økonomiske situation, og af de lovgivningsmæssige krav. Den økonomiske situation er i forhold til, at der oftest ikke bygges så meget, når der er lavkonjunktur, hvilket påvirker Rockwool meget. Rockwool har dog spredt sig på mange forskellige globale markeder, og derfor kan der godt være stor efterspørgsel på nogle markeder, og mindre efterspørgsel på andre markeder. Dette gør Rockwool mindre sårbare. Herudover påvirker de lovgivningsmæssige krav Rockwool, herunder senest med sanktioner mod de virksomheder, som fortsat har aktiviteter i Rusland. En anden lovgivningsmæssig påvirkning er

yderligere krav til bæredygtighed, og bæredygtige byggerier, hvilket påvirker Rockwool positivt grundet potentiale for større efterspørgsel af mere isolering, og isolering som er produceret af en virksomhed med fokus på bæredygtighed.

Baseret på regnskabsanalysen kan det konkluderes, at Rockwool står i en rigtig fornuftig økonomisk situation. Årene for regnskabsanalysen har haft store påvirkninger både op og nedture i forhold væksten i samfundet, COVID-19, krig i Ukraine, stigende renter og inflation. Overordnet set har Rockwool International A/S stået rigtig godt i mod de udsving, som har været. Det eneste år, som stikker ud er dog 2022, men selv her klarede Rockwool sig rigtig fornuftigt på trods af stigende renter, og et byggeri som pludselig bremsede op. Her viser Rockwool også sin økonomiske styrke ved at få rettet det hele op igen til 2023, på trods af at selve markedet ikke var blevet bedre end i andet halvår af 2022. Rockwool har desuden en rigtig flot egenkapital, som gør at de har meget begrænset fremmedfinansiering. Dette gør at de er mindre påvirket på de finansielle poster af en stigende rente end andre med større fremmedfinansiering ville være. Rockwool har dermed bevist at de kan følge med i væksten, når der er rigtig høj vækst, men at de også kan få tilpasset virksomheden til en vækst, som pludselig ændrede sig, og hurtigt være helt på rette spor igen efterfølgende. Den økonomiske situation for Rockwool International A/S er derfor samlet set meget positiv. Regnskabsanalysen viste desuden, at det er ROIC, som påvirker ROE allermest, og at det er EBIT%, som påvirker ROIC allermest.

Det fremtidige budget for Rockwool International A/S er i høj grad påvirket af både analysen af de interne og eksterne strategiske overvejelser samt regnskabsanalysen. Overordnet set er det de analyser, som danner baggrund for det meste af det fremtidige budget. De strategiske overvejelser påvirker i høj grad i forhold til den fremtidige vækst i budgettet, da det i høj grad er påvirket af den økonomiske situation. Herudover påvirker hele strategien omkring omlægning til mere bæredygtig produktion, da det gør at Rockwool vil investere en del i årene fremadrettet. Der investeres ligeledes i forhold til udvikling af produkter. Selve regnskabsanalysen er grundstenen i det nye budget, og det som det fremtidige budget baseres på. Herudover er der en del tal i budgettet, som er beregnet ud fra et gennemsnit af tallene i regnskabsanalysen, eller beregnet ud fra den vækst, som har været på den enkelte post i løbet af regnskabsårene. Både den strategiske analyse og regnskabsanalysen har derfor også hjulpet til, at kunne udarbejde et så realistisk budget som muligt. Dermed har analyserne også hjulpet med at give en så realistisk værdiansættelse af Rockwool International A/S som muligt.

Værdien af Rockwool International A/S er på baggrund af de strategiske analyser, regnskabsanalyse og budget beregnet til 6.237 mio. EUR, og 46.503 mio. DKK pr. 31.12.2023. Sammenlignet med børsværdien på samme tidspunkt er denne 42.723 mio. DKK. De to værdier ligger derfor relativt tæt på hinanden, hvorfor den regnskabsmæssige værdi er forholdsmæssigt godt afspejlet i den samlede børsværdi. Følsomhedsanalysen viste dog en del usikkerheder, som relativt nemt vil kunne påvirke den beregnede værdi af Rockwool. Derfor er det realistisk at den beregnede værdi pr. 31.12.2023 kunne have været lig med børsværdien pr. 31.12.2023.

Litteraturliste

Bøger

- Hawawini Gabriel & Viallet, Claude, 2022, Finance for executives ñ Managing for Value Creation, 7. udgave, Cengage, United Kingdom
- Vestergaard Olsen, Niels, Staunstrup, Erik & Hermann, Lone, 2022, STRATEGI ñ det strategiske lederskab 1. udgave, Trojka, København

Internetartikler

- B. Rasmussen, Peter, 2019(1), ôPryglet Rockwoolaktie tabte 55 procent på 13 måneder ñ håb om medvind fra vesteuropæisk vækstô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/pryglet-rockwoolaktie-tabte-55-procent-paa-13-maaneder-haab-om-medvind-fra-vesteuropaeisk-vaekst-37y3k?b_source=rockwool-2019&b_medium=row_1&b_campaign=list_15
- B. Rasmussen, Peter, 2019(2), ôRockwool-boss ser tilbage på rekordår i 2018 og skuffer investorer med lavere forventninger til 2019ô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwool-boss-ser-tilbage-paa-rekordaar-i-2018-og-skuffer-investorer-med-lavere-forventninger-til-2019?b_source=rockwool-boss-ser-tilbage-pa-rekordar-i-2018-og-skuffer-investorer-med-lavere-forventninger-til-2019&b_medium=row_1&b_campaign=1740382
- B. Rasmussen, Peter, 2020, ôRockwool halverer CO2-udledning fra årsskiftet ñ reduktion svarer til udslip fra 34.000 biler årligtô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwool-i-enorm-reduktion-af-co2-udslip?b_source=rockwool-teknologi&b_medium=row_1&b_campaign=list_1
- B. Rasmussen, Peter, 2021, ôAnalytiker efter monsterstigning i Rockwools aktiekurs: ôVar Rockwool et selskab inden for bæredygtighed, skulle det handles 40 pct. højereôô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwools-meget-dyre-aktie-kan-have-mere-i-sig?b_source=rockwool-2020&b_medium=row_1&b_campaign=list_4
- B. Rasmussen, Peter, 2022, ôVoldsom kritik af Rockwool i Rusland, men salget går strygendeô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/voldsom-kritik-af-rockwool-i-rusland-men-ingen-tager-konsekvensen?b_source=rockwool-2022&b_medium=row_1&b_campaign=list_22

- B. Rasmussen, Peter, 2023, ôRockwool-boss: Carlsbergs skæbne bekræfter, at vi skal blive i Ruslandô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwool-boss-carlsbergs-skaebne-bekraefter-at-vi-skal-blive-i-rusland?b_source=rockwool-carlsberg-rusland&b_medium=row_1&b_campaign=list_3
- B. Rasmussen, Peter, 2023, ôRockwool skuffer over hele linjen: Aktien styrtdykker 16,8 pct.ô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwool-skuffer-over-hele-linjen-aktien-styrtdykker-18-pct?b_source=rockwool-2022&b_medium=row_1&b_campaign=list_8
- Breinstrup, Thomas, 2024, ôRockwools topchef træder tilbageô, Berlingske
<https://www.berlingske.dk/virksomheder/rockwools-topchef-traeder-tilbage>
- Hawin, 2023, ôRockwool ser stort potentiale med dobbelttrailereô, Lager & Transport Logistikmagasinet
<http://ltl.dk/artikel/transport/rockwool-ser-stort-potentiale-med-dobbeltrailere>
- Højberg Bredahl, Martin & Boysen Karlsson, Jeppe, 2023, ôSådan har Putins invasion påvirket Europas økonomiô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/okonomi/saadan-reagerede-den-europaeiske-okonomi-paa-putins-invasion?b_source=energikrise&b_medium=row_1&b_campaign=list_5
- Marketwire, 2023, ôRockwool afviser at have brudt sanktioner mod Ruslandô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwool-afviser-at-have-brudt-sanktioner-mod-rusland?b_source=rockwool-sanktioner&b_medium=row_1&b_campaign=list_2
- Sonne Glatz, Sarah & Trolle Boding, Julie, 2022, ôIsolering ñ få det store overblik over isoleringsmaterialerô, Videnscenter Boliu
<https://www.boliu.dk/isolering-faa-det-store-overblik-98118>
- Tholstrup Bach, Jeppe, 2022, ôVerden har rundet opsigtsvækkende milepæl ñ og der kan vente svære udfordringerô, TV2 Nyheder
<https://nyheder.tv2.dk/samfund/2022-10-19-verden-har-rundet-opsigtsvaekkende-milepael-og-der-kan-vente-svaere-udfordringer>
- Wraae, Lasse, 2022, ôIsoleringskæmpen Rockwool spår salgsvækst på 15-20 pct. i 2022ô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/isoleringskaempen-rockwool-spaar-salgsvaekst-paa-15-20-pct-i-2022?b_source=rockwool-2022&b_medium=row_1&b_campaign=list_1

- Østergaard, Christian, 2023, ôBorger anklager Rockwool-reklamer for greenwashingô, Børsen
https://borsen.dk/nyheder/baeredygtig/rockwool-anklaget-for-greenwashing?b_source=rockwool-anklaget-for-greenwashing&b_medium=row &b_campaign=3332747

Internetkilder

- Berlingske, Rockwool-historien,
<https://www.berlingske.dk/business/rockwool-historien>, 2006 (opdateret 2012) (09.03.2024)
- Damodaran Online, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, 2024 (15.03.2024)
- Jyske Bank, Langstrakt rentetop,
https://www.jyskebank.dk/wps/wcm/connect/jfo/e3fdbf12-b53b-4eaa-9143-d57410f152af/Renteprognoose+marts+2024.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE.Z18_P20418S0N05640Q0MBPDF1PE7-e3fdbf12-b53b-4eaa-9143-d57410f152af-oUOSyeF, 2024 (15.03.2024)
- Kingspan, Isoleringsplader,
<https://www.kingspan.com/dk/da/produkter/isoleringsplader/>, 2024 (09.03.2024)
- Klima-, Energi- og Forsyningsministeriet, Klimaprogram 2023: Regeringen vil bygge vejen til 2025- og 2030-målet færdig,
<https://kefm.dk/aktuelt/nyheder/2023/sep/klimaprogram-2023-regeringen-vil-bygge-vejen-til-2025-og-2030-maalet-faerdig>, 2023 (09.03.2024)
- Knauf, Isolering, <https://knauf.com/da-DK/p/produkter/isolering-30340>, 2024 (09.03.2024)
- Nasdaq, Rock A, Rockwool A,
<https://www.nasdaqomxnordic.com/shares/microsite?languageId=5&Instrument=CSE3454&symbol=ROCK%20A&name=Rockwool%20Int.%20A>, 2024(1) (15.03.2024)
- Nasdaq, Rock B, Rockwool B,
<https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3456&name=Rockwool%20B&ISIN=DK0010219153>, 2024(2) (15.03.2024)
- Rockwool, Annual report 2023,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports>, 2023(1)
- Rockwool, Annual report 2022,

- <https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2022(1)
- Rockwool, Annual report 2021,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2021
 - Rockwool, Annual report 2020,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2020
 - Rockwool, Annual report 2019,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2019
 - Rockwool, Et vigtigt skridt mod en grøn fremtid,
<https://production.rockwool.dk/>, 2024(1) (09.03.2024)
 - Rockwool, Hvad skal du isolere?
<https://www.rockwool.com/dk/produkter-og-konstruktioner/>, 2024(2) (09.03.2024)
 - Rockwool, Rockcycle ñ ROCKWOOL retursystem,
<https://www.rockwool.com/dk/raadgivning-og-inspiration/genanvendelse/returordning/>,
2024(3) (09.03.2024)
 - Rockwool, Rockwool koncernen,
<https://www.rockwool.com/dk/om-os/rockwool-koncernen/>, 2024(4) (09.03.2024)
 - Rockwool, Sustainability report 2023,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/sustainability/sustainability-report-2023/>,
2023(2)
 - Rockwool, Årsresume 2023,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2023(3)
 - Rockwool, Årsresume 2022,
<https://www.rockwool.com/group/about-us/investors/financial-reports/#downloadreports,>
2022(2)
 - Saint-Gobain, Om Isover,
<https://www.saint-gobain.dk/isover/om-isover#>, 2024 (09.03.2024)

- Skat, Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav,
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>, 2024(1) (15.03.2024)
- Skat, Fortegnelse over EURO-kurser,
<https://info.skat.dk/data.aspx?oid=204711>, 2024(2) (15.03.2024)
- Slots- og Kulturstyrelsen, Rockwool,
<https://slks.dk/omraader/kulturarv/bevaringsvaerdige-bygninger-og-miljoeer/bevaringstemaer/industrikultur/industrihistoriens-danmarkskort/rockwool>, 2019
(09.03.2024)
- Social- og Boligstyrelsen, Klimakrav (LCA) i bygningsreglement,
<https://www.sbst.dk/byggeri/baeredygtigt-byggeri/national-strategi-for-baeredygtigt-byggeri/klimakrav-lca-i-bygningsreglementet>, 2024 (09.03.2024)

Bilag

Bilag 1



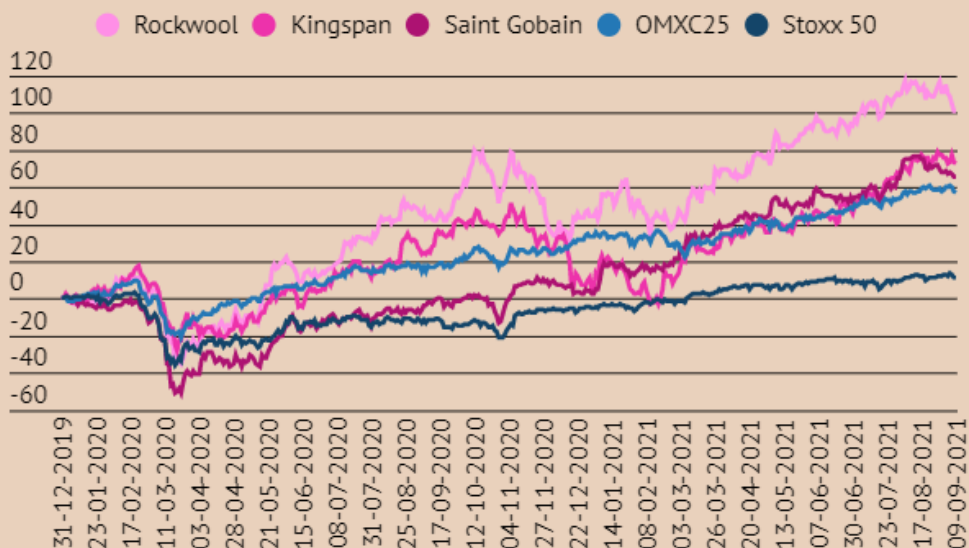
Kilde: Nasdaq, Rock B, Rockwool B,
<https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/microsite?Instrument=CSE3456&name=Rockwool%20B&ISIN=DK0010219153>, 2024(2)

Bilag 2

Rockwools aktie slår konkurrenterne med flere længder

Isoleringsgiganter slår også det samlede aktiemarked

Kursafkast i procent



Kilde: Børsen Fakta, Bloomberg • Grafik: MHH

Kilde: B. Rasmussen, Peter, 2021, "Analytiker efter monsterstigning i Rockwools aktiekurs: Var Rockwool et selskab inden for bæredygtighed, skulle det handles 40 pct. højere", Børsen https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/rockwools-meget-dyre-aktie-kan-have-mere-i-sig?b_source=rockwool-2020&b_medium=row_1&b_campaign=list_4

Bilag 3

Resultatopgørelse

mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	2.757	2.602	3.088	3.907	3.620
Andre driftsindtægter	16	6	6	15	15
Driftsindtægter i alt	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Råvare- og materialeomkostninger	-929	-845	-1.116	-1.682	-1.302
Leveringsomkostninger og indirekte omkostninger	-381	-363	-438	-518	-437
Andre eksterne omkostninger	-218	-184	-205	-273	-300
Personaleomkostninger	-697	-694	-733	-811	-817
Driftsomkostninger i alt	-2.225	-2.086	-2.492	-3.284	-2.856
EBITDA	548	522	602	638	779
Af- og nedskrivninger	-176	-184	-201	-236	-261
EBIT	372	338	401	402	518
Resultat efter skat i associerede virksomheder	-	1	1	1	2
Finansielle indtægter	5	8	10	16	38
Finansielle omkostninger	-10	-22	-19	-61	-36
Resultat før skat/EBT	367	325	393	358	522
Skat af årets resultat	-82	-74	-90	-85	-133
Årets resultat efter skat/EAT	285	251	303	273	389

Kilde: Udarbejdet af Lasse Østergaard Lemvig på baggrund af Rockwools årsregnskaber 2019-2023

Bilag 4

Balance					
mio. EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Immaterielle aktiver i alt	192	181	176	165	145
Materielle aktiver i alt	1.506	1.632	1.829	1.987	2.079
Leasingaktiver	52	44	61	88	72
Finansielle aktiver i alt	75	70	63	61	65
Langfristede aktiver i alt	1.825	1.927	2.129	2.301	2.361
Varebeholdninger	236	216	317	433	375
Tilgodehavender fra salg	275	247	307	347	337
Andre tilgodehavender	54	60	98	80	53
Periodeafgrænsningsposter	15	15	24	31	30
Tilgodehavende selskabsskat	14	38	39	27	44
Likvide beholdninger	275	241	166	209	354
Kortfristede aktiver i alt	869	817	951	1.127	1.193
Aktiver i alt	2.694	2.744	3.080	3.428	3.554
Egenkapital	2.118	2.092	2.394	2.580	2.804
Udskudte skatteforpligtelser	43	47	51	55	66
Pensionsforpligtelser	62	66	35	32	39
Leasingforpligtelser (langfristede)	34	27	44	61	48
Hensatte forpligtelser (langfristede)	17	18	16	19	22
Kreditinstitutter og andre lån	4	-	17	39	24
Langfristede forpligtelser i alt	160	158	163	206	199
Kreditinstitutter og andre lån	1	100	9	102	13
Bankgæld	6	1	1	7	1
Leverandørgæld	196	184	283	270	241
Leasingforpligtelser (kortfristede)	18	18	19	24	29
Hensatte forpligtelser (kortfristede)	9	8	8	17	15
Skyldig selskabsskat	29	25	26	26	41
Anden gæld	157	158	177	196	211
Kortfristede forpligtelser i alt	416	494	523	642	551
Forpligtelser i alt	576	652	686	848	750
Passiver i alt	2.694	2.744	3.080	3.428	3.554

Kilde: Udarbejdet af Lasse Østergaard Lemvig på baggrund af Rockwools årsregnskaber 2019-2023

Bilag 5

Balance											
mio. EUR	2019R	2020R	2021R	2022R	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	2029T
Anlægsaktiver samlet	1.825	1.927	2.129	2.301	2.361	2.550	2.754	2.974	3.212	3.469	3.747
Varebeholdninger	236	216	317	433	375	353	367	385	408	437	467
Tilgodehavender fra salg	275	247	307	347	337	345	359	377	400	428	458
Andre tilgodehavender	54	60	98	80	53	69	69	69	69	69	69
Periodeafgrænsningsposter	15	15	24	31	30	23	23	23	23	23	23
Tilgodehavende selskabsskat	14	38	39	27	44	32	32	32	32	32	32
Likvide beholdninger	275	241	166	209	354	449	488	517	535	545	553
Kortfristede aktiver i alt	869	817	951	1.127	1.193	1.271	1.338	1.403	1.467	1.534	1.602
Aktiver i alt	2.694	2.744	3.080	3.428	3.554	3.821	4.092	4.377	4.679	5.003	5.349
Egenkapital	2.118	2.092	2.394	2.580	2.804	3.042	3.290	3.550	3.825	4.120	4.434
Udskudte skatteforpligtelser	43	47	51	55	66	73	80	88	97	106	117
Pensionsforpligtelser	62	66	35	32	39	47	47	47	47	47	47
Leasingforpligtelser (langfristede)	34	27	44	61	48	43	43	43	43	43	43
Hensatte forpligtelser (langfristede)	17	18	16	19	22	18	18	18	18	18	18
Kreditinstitutter og andre lån	4	-	17	39	24	17	17	17	17	17	17
Langfristede forpligtelser i alt	160	158	163	206	199	197	205	213	222	231	242
Kreditinstitutter og andre lån	1	100	9	102	13	13	13	13	13	13	13
Bankgæld	6	1	1	7	1	1	1	1	1	1	1
Leverandørgæld	196	184	283	270	241	283	283	283	283	283	283
Leasingforpligtelser (kortfristede)	18	18	19	24	29	19	19	19	19	19	19
Hensatte forpligtelser (kortfristede)	9	8	8	17	15	11	11	11	11	11	11
Skyldig selskabsskat	29	25	26	26	41	29	29	29	29	29	29
Anden gæld	157	158	177	196	211	226	242	258	277	296	317
Kortfristede forpligtelser i alt	416	494	523	642	551	582	598	614	633	652	673
Forpligtelser i alt	576	652	686	848	750	779	802	827	854	883	915
Passiver i alt	2.694	2.744	3.080	3.428	3.554	3.821	4.092	4.377	4.679	5.003	5.349

Kilde: Udarbejdet af Lasse Østergaard Lemvig med baggrund i de angivne budgetforudsætninger og Rockwools årsregnskaber 2019-2023

Bilag 6

Date updated:	05-jan-24		
Created by:	Aswath Damodaran, adamodar@stern.nyu.edu		
What is this data?	Total Beta (beta for completely undiversified investor)		
Home Page:	http://www.damodaran.com		
Data website:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html		
Companies in each industry:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/indname.xls		
Variable definitions:	https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm		
Industry Name	Number of firm	Average Unlevered Beta	Average Levered Beta
Advertising	89	0,84	1,01
Aerospace/Defense	61	0,89	0,90
Air Transport	34	0,90	1,34
Apparel	110	0,94	1,00
Auto & Truck	31	0,95	1,40
Auto Parts	59	1,08	1,40
Bank (Money Center)	112	0,36	1,22
Banks (Regional)	72	0,21	0,47
Beverage (Alcoholic)	55	0,45	0,59
Beverage (Soft)	15	0,58	0,71
Broadcasting	22	0,78	0,93
Brokerage & Investment Banking	74	0,76	0,87
Building Materials	89	0,96	1,07

Kilde: Damodaran Online,

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html (downloadet under
"Total Beta by Industry Sector" og "Europe"), 2024 (15.03.2024)