



Strategisk analyse og værdiansættelse

ROCKWOOL INTERNATIONAL A/S

Afgangsprojekt HD 2. del – Regnskab og økonomistyring

FREDERIK DOHN – STUDIENR: 20230114

VEJLEDER – ALLAN PAULSEN

AFLEVERINGSDATO – 10. DECEMBER -2024

Indholdsfortegnelse

Abstract.....	3
1. Indledning	4
1.1 Problemformulering.....	5
1.2 Afgrænsning	5
1.3 Metode.....	6
2. Virksomhedsbeskrivelse	7
2.1 Rockwools historie.....	8
2.2 Rockwool i dag.....	9
2.3 Rockwools forretningsområder	10
2.3.1 Isoleringssegmentet.....	10
2.3.2 Systemssegmentet.....	10
3. Strategisk analyse	12
3.1 Intern analyse	12
3.1.1 VRIO-analyse.....	12
3.2 Ekstern analyse.....	16
3.2.1 Pestel-analyse.....	16
3.2.2 Porters five forces	22
3.3 Fremtidige muligheder og trusler	26
3.3.1 SWOT-analysen.....	26
3.4 Delkonklusion på den strategiske analyse	29
4. Regnskabsanalyse	30
4.1 Reformulering	31
4.2 Rentabilitetsanalyse.....	32
4.3 Delkonklusion på rentabilitetsanalysen.....	39
5. Kapitalomkostninger	40
5.1 Cost of equity	40
5.1.1 Den risikofrie rente	41
5.1.2 Markedsrisikopræmien	41
5.1.3 Beta	42
5.2 Cost of debt.....	43
5.3 Target capital structure.....	44
5.4 Beregning af WACC.....	45
6. Budgettering.....	45
6.1 Resultatbudgettet	45

6.1.1 Salgsvækst	46
6.1.2 Budgetteret EBIT	46
6.1.3 Skattesats	47
6.2 Balancebudgettet	47
6.2.1 Nettoinvesteringer	48
6.2.2 Arbejdskapital	48
7. Frit cash-flow	50
7.1 Terminalværdien af det frie cash-flow	50
8. Værdiansættelse	51
8.1 Delkonklusion værdiansættelse	52
8.2 Følsomhedsanalyse	52
8.3 Alternative værdiansættelsesmetoder	53
9. Konklusion	55
Bibliografi	57
Datakilder	61
Bilagsoversigt	63
Bilag 1 – Saint-Gobain til sammenligning	63

Abstract

This project includes a strategic analysis, financial analysis and a valuation of the Danish mineral wool group, Rockwool international A/S. Rockwool is the world renowned producer of stone wool insulation, which is used in many different buildings around the world like the Empire State building and the Eiffel tower. Rockwool is a company with global reach, with production facilities in 51 different countries and sales in more than 120 countries. Today Rockwool employs more than 12.400 people around the globe.

Rockwool's mission is to provide sustainable products which embrace modern living. They do that by providing sustainable products all the way from building insulation to farmers' products, minimizing the required water and space, while still granting a higher yield for farmers.

The main purpose of this project is to estimate the theoretical value of Rockwool's share value and to compare it to the actual market price from the 31st of December 2023. The value is based on various points which have been reviewed in the strategic analysis and the financial analysis from 2019-2023.

The strategic analysis shows that Rockwool operates in a very aggressive market, which is dominated by a few large companies. The market in general is expected to benefit from the overall increased focus on climate change, but are very dependent on energy prices, as production consumes a lot of energy.

The financial analysis concludes that Rockwool are running a very healthy business, where overall key figures have been stable and at a satisfactory level in the entire period of analysis. The analysis is further compared to key figures from Rockwool's biggest rival, the French company Saint-Gobain. This comparison shows that Rockwool, measured on key figures, runs a more profitable business, where the main key figures of Rockwool are better than the ones of Saint-Gobain.

The theoretical valuation of Rockwool shows that the share price of Rockwool is higher than the actual share price, which means the actual share price, has a share potential of 8,22%.

The valuation of Rockwool is heavily affected by the calculated capital costs and growth rate, which is shown by the sensitivity analysis. This analysis shows that even minor changes have a relatively big impact on the calculated theoretical equity value.

1. Indledning

Rockwool International A/S (herefter Rockwool) er et dansk børsnoteret selskab, som herhjemme er mest kendt for deres aktiviteter i moderselskabets Rockwool Danmark A/S, som producerer brandhæmmende stenuldsisolering til bl.a. byggebranchen.

Rockwool består i alt af 5 brands, Rockwool Danmark, Rockfon, Rockpanel, Lapinus og Grodan, hvor de af disse er verdensførende eller verdens ledende inden for deres aktiviteter i Rockwool Danmark og Grodan.

Rockwool havde i 2023 en omsætning på 3.620 mio. eur., hvilket svarer til en vækst siden 2019 på ca. 31%. Af dette bidrog koncernens isoleringssegment med 2.792 mio. eur., svarende til ca. 77%, hvilket gør segmentet særligt interessant at analysere.

Rockwool var børsnoteret med en aktiekurs på hhv. 1965 kr. og 1977 kr. for A- og B aktier ved udgangen af 2023. Den samlede aktiekapital udgjorde ved udgangen af 2023, 216.207.090 dkr.

Rockwools hovedsegment isolering har i senere år været påvirket af højere renter og generelt højere priser på byggematerialer, hvilket har haft indflydelse på antallet af nybyggerier rundt om i verden, men også Rockwools tilstedeværelse i Rusland og klimarelaterede udfordringer er en reel risiko for Rockwool.

Ovenstående gør at Rockwool er en spændende virksomhed at analysere og se om den teoretiske aktiekurs afviger fra den faktiske kurs, samt at vurdere hvorvidt aktiekursen afspejler Rockwools fremtidige muligheder og risici.

Dybdegående strategiske- og regnskabsmæssige analyser skal bidrage til at fastsætte Rockwools fremtidsøkonomiske muligheder, hvilket i sidste ende skal bidrage til at fastlægge den teoretiske aktiekurs, som holdes op mod den faktiske aktiekurs pr. 31/12-2023.

Slutteligt vil den teoretiske beregnede kurs sammenlignes med alternative værdiansættelsesmetoder, for at se de eventuelle afvigelser af metoderne der kan anvendes til at fastsætte værdien, samtidigt med at følsomheden af den teoretiske aktiekurs vil blive vurderet.

1.1 Problemformulering

På baggrund af en dybdegående analyse af Rockwool International A/S, fremkommer der en afvigelse af den teoretiske og faktiske værdi af selskabet?

For at svare på problemformuleringen, vil følgende under- og delspørgsmål blive besvaret.

- Hvordan påvirkes Rockwool af den interne- og eksterne omverden?
 - o Hvilke eksterne forhold har væsentlig påvirkning på Rockwool?
 - o Hvordan er konkurrencesituationen for isoleringsmaterialer?
 - o Hvilke fremtidige muligheder og risici kan have indflydelse på Rockwool?
 - o Hvordan kan Rockwool forbedre eller fastholde sin position på markedet?
- Hvordan er den økonomiske situation i Rockwool?
 - o Hvordan har den økonomiske situation udviklet sig over de seneste 5 år?
 - o Hvordan står Rockwool økonomisk overfor deres konkurrenter på markedet?
 - o Hvilke muligheder har Rockwool for at vækste i fremtiden?
- Hvor meget er Rockwool teoretisk værd?
 - o Hvad er kapitalomkostningerne i Rockwool?
 - o Hvordan er den fremtidsøkonomiske situation i Rockwool?
 - o Hvordan vil værdiansættelsen se ud ved brug af alternative metoder?
 - o Hvor følsomme er beregningerne og i hvilken grad påvirker det beregningerne væsentligt?

1.2 Afgrænsning

Til dette afgangsprojekt anvendes skæringsdatoen 31/12-2023. Dette er gældende til analyse af de strategiske- og regnskabsmæssige forhold, hvilket vil sige at informationer der omhandler et senere tidspunkt ikke inddrages i projektet.

Afhandlingen vil omfatte Rockwool koncernen som helhed, samt have et øget fokus på isoleringssegmentet, især fra det danske selskab Rockwool Danmark A/S' perspektiv, da det er det største segment i Rockwools drift. De øvrige segmenter inddrages i det omfang det findes væsentligt for projektets helhed og vil blive beskrevet i virksomhedsbeskrivelsen.

Som tidligere nævnt er Rockwools aktiekapital opgjort af både A- og B aktier, som hver især har en forskellig kurs. Forskellen på disse aktier er stemmeandelen, men dette tages der ikke

højde for i forbindelse med værdiansættelsen. Der vil således anvendes en middeldkurs af A- og B aktierne.

1.3 Metode

I projektet vil de tre taksonomiske niveauer alle blive anvendt, det redegørende-, analyserende- og vurderende niveau.

Det redegørende niveau anvendes til en kortere redegørelse af Rockwool. Redegørelsen indeholder en kort beskrivelse af selskabets historie, samt hvad deres primære aktiviteter er og om disse har ændret sig gennem årene.

Det analyserende niveau anvendes til at analysere Rockwools strategiske situation, som klarlægges via en række analyser og modeller anvendt i undervisningen. Disse analyser og modeller er PESTEL analysen, som har til formål at analysere de eksterne forhold der måtte berøre Rockwool, samt VRIO analysen som har til formål at analysere de interne forhold i Rockwool. Dertil anvendes Porters Five forces til at analysere konkurrencesituationen i branchen for isoleringsmaterialer. Slutteligt i den strategiske analyse anvendes SWOT-modellen til at sammenkoble de øvrige analyser, for at klarlægge fremtidige muligheder og trusler for Rockwool i branchen for isoleringsmaterialer. SWOT-modellen vil være det primære værktøj til at drage en delkonklusion af den strategiske analyse. Den strategiske analyse tager udgangspunkt i undervisningsbogen, "*Strategi – Det strategiske lederskab*" af Niels Vestergaard Olsen, Erik Staunstrup og Lone Hermann.

Den strategiske analyse efterfølges af en regnskabsanalyse, hvor der primært er tale om det analyserende- og vurderende niveau. Det analyserende niveau anvendes til at analysere kendte tal til at klarlægge Rockwools økonomiske situation ud fra kendte tal fra deres seneste årsrapport, mens det vurderende niveau anvendes til at den fremtidige økonomiske situation i form af et budget for 2024. Regnskabsanalysen vil i det nødvendige omfang blive sammenholdt med konkurrerende selskaber i branchen for isoleringsmaterialer. De anvendte tal i regnskabsanalysen vil være baseret på ultimo tal.

Værdiansættelsen vil være på baggrund af både det analyserende- og vurderende niveau. Værdiansættelsen vil indeholde elementer fra tidligere analyser for at fastsætte det Rockwools fremtidige cash-flow, hvilket skal danne grundlag for værdiansættelsen efter DCF-metoden, som vil være den primære metode der sammenholdes med. Øvrige metoder stammer også fra undervisningen og er mindre komplekse, hvorfor man mener DCF-metoden som

udgangspunkt er den mest retvisende. Det vurderende niveau kommer særdeles til udtryk ved følsomhedsanalysen af værdiansættelsen, hvor det vurderes hvorvidt værdiansættelsen er troværdig eller om den er forbundet med visse risici for væsentlige afvigelser.

Regnskabsanalysen og værdiansættelsen vil tage udgangspunkt i modeller og teorier fra bogen *"Finance for executives – Managing for Value Creation"* af Gabriel Hawawini og Claude Viallet.

Dataindsamlingen for projektet vil udelukkende være af sekundær karakter i form af primært offentligt tilgængelige internet kilder, primært fra Rockwools egen hjemmeside og årsrapporter, den strategiske analyse vil samtidigt indeholde diverse figurer og grafer med data fra Danmarks statistik. Øvrige hjemmesider og bøger anvendes i det nødvendige omfang for projektets udarbejdelse. For at sikre mindst mulig risiko for fejlagtige kilder vil der udvises den nødvendige form for kildekritik og så vidt muligt kun anvendes anerkendte og pålidelige kilder.

Da Rockwool både oplyser tal i DKK og EUR vil valuta altid efterkommes med en valutaangivelse.

2. Virksomhedsbeskrivelse

Rockwool er en verdensomspændende koncern og er verdensførende inden for produktion af stenuldbaserede løsninger i forskellige sektorer. Rockwools stenuldisolering er så anerkendt at den blandt andet er anvendt i ikoniske byggerier som Empire State Building og Eiffeltårnet. Udover bygningsisolering leverer de også løsninger til alt fra transportindustrien til gartnerisektoren. Fokus på disse forskellige sektorer for stenuldbaserede løsninger er opdelt på fem forskellige brands – Rockwool, Rockfon, Rockpanel, Lapinus og Grodan, disse redegøres kort for under gennemgangen af de forskellige brands under Rockwool. (Rockwool, 2024)

Rockwool er som tidligere nævnt baseret på løsninger produceret af stenuld, som er et naturligt materiale først opdaget på Hawaii for mere end 100 år siden. Siden fandt man ud af at stenulden er exceptionelt godt til isolering og samtidigt havde gode brandegenskaber. I 1937 investerede Rockwools grundlæggere Gustav Kähler og Finn Henriksen derfor i licens til at udnytte princippet i produktionen af bygningsisolering. (Rockwool, 2024)

Produktionen foregår i dag ved at omsmelte sten og genanvendte materialer om til fibre der anvendes til deres ikoniske isoleringsprodukter. Den primære ressource i Rockwools produktion er stenen basalt, som jorden hvert år producerer enorme mængder af via pladetektonik og vulkanske udbrud, med andre ord er der rigeligt med ressourcer for Rockwool at producere af deres stenuldsfibre af. (Rockwool, 2024)

2.1 Rockwools historie

Som tidligere nævnt blev Rockwool grundlagt af Gustav Kähler og Finn Henriksen, som dengang var hhv. teglværksejer og murermester. I 1909 åbnede de to sammen en grusgrav i Storebælt på en lille ø kaldet Omø, som ligger sydvest for Sjælland. Grundlaget for Rockwoolkoncernen var hermed blevet skabt. Frem mod 1933 opkøbte Rockwool en række grusgrave og skærfefabrikker, inden man i 1935 opkøbte et amerikansk selskab, som havde erhvervet sig rettigheder til at producere stenuld. To år efter, i 1937, påbegyndtes produktionen af stenuld i Danmark ved en grusgrav i Hedehusene på Sjælland og allerede året efter åbnede endnu et produktionssted, denne gang i Larvik i Norge. (Slots- og Kulturstyrrelsen, 2019).

Rockwools første fabrik i Hedehusene brændte tre år efter opførslen, men blev genopbygget og havde allerede ti år efter, i 1948, 70 medarbejdere ansat til produktionen af stenuld. (Slots- og Kulturstyrrelsen, 2019).

I løbet af 1950- og 60'erne tog produktionen rigtig fart og man åbnede derfor sin første ikke-skandinaviske fabrik i Tyskland, i 1954. I samme årti åbnede man sin anden fabrik i Norge, denne gang i Trondheim. I 1962 blev den daværende forretning splittet op mellem de to grundlæggeres familier, hvor Kähler familien overtog det der i dag kendes som Rockwool, dengang kendt som I/S Kähler & Co. I 1960'erne begynde produktionen af akustisk isolering, samt produktionen af diverse løsninger til gartneribranchen, hhv. Rockfon og Grodan. Først i 1970 fik Rockwool sit navn, da man stiftede Holdingselskabet Rockwool International. (Rockwool, 2024)

Rockwool har altid stået for bæredygtig tænkning og genanvendelse af materialer, hvilket kom særligt til udtryk i 1970'erne, hvor man opdagede at det var muligt at producere sine produkter på en måde, så det kunne erstatte asbest i bygninger. I samme årti opdagede man i Hedehusene at gamle stenuldsprodukter kunne genanvendes og omdannes til ny stenuld eller

andre produkter som Rockwool producerer. Siden er Rockwools fokus på klimavenlige produkter steget i takt med at samfundet er blevet mere klimabevidste. (Rockwool, 2024)

I dag har Rockwool 51 fabrikker fordelt over hele verden og sælger i dag sine produkter i over 120 forskellige lande. Koncernen er siden begyndelsen i 1909 vokset fra 2 medarbejdere til i dag at have ca. 12.400 ansatte på verdensplan samlet over Rockwools fem brands. Rockwool har i dag fortsat hovedkontor ved den oprindelige grusgrav i Hedehusene. (Rockwool, 2024)

2.2 Rockwool i dag

Som tidligere nævnt er Rockwool i dag verdensførende inden for produktionen af stenuldsprodukter i alt fra isolering til gartneri. Rockwool er i dag ledet af svenske Jens Birgersson, som overtog rollen som CEO tilbage i 2015, Jens Birgersson har tidligere erfaring som bestyrelsesformand fra bl.a. Randers Reb International.

Det er ligeledes tidligere nævnt at Rockwool er til stede i størstedelen af verden, mest kontroversielt af disse steder er Rusland, hvor Rockwool insisterer på fastholde sine aktiviteter, trods Ruslands krig mod Ukraine, som man har godkendt en donation af 300 mio. dkk., til genopbygning af landet. (Rockwool, 2023)

Samtidigt er Rockwool i øjeblikket mærket rentestigningerne, som i den seneste tid har været implementeret for at modkæmpe inflationen. De højere renter har betydet at markedet for nybyg og renovering har været mindre attraktivt, hvilket har påvirket Rockwools salg de seneste år, dette er ligeledes gældende i forhold til de høje råvarepriser der var gældende for få år tilbage, som dog blev mere stabile i 2023. (Rockwool, 2023)

Bæredygtighed og klima er fortsat et af hovedprincipperne i Rockwool, som i løbet af 2023 investerede 317 mio. eur. i grøn omstilling af deres fabrikker. Hovedparten af denne investering vedrørte deres fabrik i Flums, Schweiz, hvor man konverterede det produktionsapparat der smelter stenene til en elektrisk smelter. En mindre investering fandt sted på en fabrik i Tyskland, hvor man konverterede en produktionslinje fra at køre på kul til i stedet at fungere med naturgas. Der er i løbet af de næste år planlagt flere investeringer som disse, da man ønsker at udskifte flere nuværende produktionslinjer med elektriske løsninger. (Rockwool, 2023)

Rockwools dedikation til bæredygtighed og klima er ligeledes beskrevet i deres strategi: *"Release the natural power of stone to enrich modern living"* (Rockwool, 2024)

Rockwool i helhed tager et stort socialt ansvar ved at fokusere og investere store mængder ressourcer på bæredygtige løsninger og tiltag. I løbet af 2023 har Rockwool bl.a. meldt ud at man har et mål om at være Co2 neutrale i 2050, med en reduktion på 20% allerede i 2030, set ud fra deres baseline udledning fra 2015. Rockwools 2030 mål omfatter endvidere at skulle reducere hvor meget vand der indgår i produktionen, her målte man i 2023 et fald på 16% sammenlignet med deres 2015 baseline.

2.3 Rockwools forretningsområder

2.3.1 Isoleringssegmentet

Rockwools isoleringssegment består af brandet Rockwool, som er det brand, som står for de produkter, vi i Danmark er mest kendte med, nemlig isoleringsmaterialer til byggebranchen. Rockwool Danmark, som er koncernens moderselskab, er en del af Rockwool brandet og indgår i det Rockwool selv kalder Rockwool Nordics. Herudover udgøres Rockwool brandet af en række øvrige Rockwool selskaber, med produktion i flere forskellige lande. Rockwool er i sin oprindelse grundfundamentet til Rockwool koncernens øvrige brands, da processerne og materialerne alle indeholder mange af grundelementerne, som produceres i forbindelse med isoleringsmaterialerne. Rockwool er i øvrigt koncerns største segment, hvor man som tidligere nævnt i 2023 omsatte for 2.792 mio. eur., svarende til ca. 77%. (Rockwool, 2024)

Isoleringssegmentet har i nyere tid været særligt ramt af høje materialepriser og højere renter, hvilket har skabt en tilbageholdenhed på markedet for nybyg og renovering af bygninger. I 2023 var de høje renter især gældende for Rockwool, hvor man trods et tilfredsstillende regnskab, havde en negativ udvikling på salget, som faldt med 242 mio. eur., sammenlignet med året før. Rockwool formåede dog at omstille sig og hjulpet af lavere energipriser sammenlignet med 2022, var Rockwools EBIT procent forbedret med 4,6 procentpoint. (Rockwool, 2023)

2.3.2 Systemssegmentet

Systemssegmentet omfatter Rockwool koncernens øvrige 4 brands, Rockfon, Rockpanel, Lapinus og Grodan. Samlet omsatte systemssegmentet for 828 mio. eur., i 2023, svarende til et fald på 45 mio. eur., segmentet formåede dog, ligesom Rockwool at forbedre deres EBIT procent med 0,2 procentpoint til 10,5%. I de efterfølgende afsnit vil disse brands kort blive beskrevet.

2.3.2.1 Rockfon

Rockfon er verdensførende akustikproducent. Rockfon producerer akustikplader, der bruges til at absorbere støj, så f.eks. skolebørn nemmere kan høre deres lærere. Samtidigt har Rockfon et stort fokus på at deres paneler også kan reflektere dagslys, modstå fugt og afvise bakterier. (Rockfon, 2024)

Rockfon oplevede i 2023 en fremgang på omsætningen på flere af deres markeder. En fremgang, som primært var drevet højere salgspriser. I helhed er Rockfons markeder påvirket positivt af regeringers investeringsplaner omfattende nybyg og renovering af gamle bygninger, samt den private sektors fokus på renovering af ældre bygninger. Investeringsplaner som Rockfon i øjeblikket nyder godt af, omfatter blandt andet flere landes fokus på en forbedring af sundhedssektoren, hvor der f.eks. i Danmark bygges flere supersygehuse, som Rockfon kan levere løsninger til. (Rockwool, 2023)

2.3.2.2 Rockpanel

Rockpanel producerer facadematerialer til beklædning af bygninger, men også produkter som kan anvendes til ventilerende klimaskærm og tagbeklædning. Ligesom de øvrige Rockwool brands er produkterne baseret på stenuld og dets egenskaber til at isolere. (Rockpanel, 2024)

Rockpanel var i 2023 ramt af at den almene byggeindustri var i tilbagegang på de fleste markeder. Rockpanel fokuserer for tiden mange ressourcer til udvikling af et loyalitetsprogram for installatører og mindre entreprenører, kaldet MyRockpanel. Loyalitetsprogrammet har til formål at indirekte fokusere på forbrugerne, som Rockpanel mener er et marked med stort uudnyttet potentiale. (Rockwool, 2023)

2.3.2.3 Lapinus

Lapinus er en fællesbetegnelse for en række underselskaber der hvert specialiserer sig indenfor mere specifikke løsninger. Lapinusselskaberne leverer stenuldsbaserede løsninger til en bred vifte af industrier. I øjeblikket har Lapinus fire hovedområder, regnvandshåndtering, præfabrikerede bygningssystemer, OEM (Original equipment manufacturer) løsninger til bilfabrikanter og industrien, samt løsninger til jernbaner for at minimere vibrationen fra disse og dermed minimere støj. (Rockwool, 2023)

I 2023 oplevede Lapinus en mindre tilbagegang grundet inflationen og tilbagegang på byggemarkedet. Lapinus' største segment er bilindustrien, hvor man leverer fibre der

anvendes til bilens bremseskiver, markedet for dette oplevede som de fleste øvrige markeder en svag tilbagegang. (Rockwool, 2023)

2.3.2.4 Grodan

Grodan er verdensledere for løsninger inden for jordfrie rodløsninger, der giver gartnerier mulighed for at dyrke planter med op til en besparelse på 50% vand og 75% mindre plads, mens at man samtidigt kan få et bedre udbytte fra sin produktion. (Grodan, 2024)

Grodan oplevede som de øvrige selskaber i Rockwool koncernen en tilbagegang i 2023, grundet højere renter og generel usikkerhed omkring økonomien. Grodans markeder oplevede næsten alle en tilbagegang, mens dyrkningen af medicinsk cannabis var i fremgang i Nord Amerika. Et af Grodans nye satsninger er stenuldsløsninger til dyrkning af jordbær, en udvidelse man startede på i 2021. Satsningen viste i 2022 og 2023 gode resultater ift. udbyttet fra planterne. (Rockwool, 2023)

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse har til formål klarlægge Rockwools interne og eksterne omverden for at fastsætte fremtidige muligheder og trusler.

3.1 Intern analyse

Den interne analyse har til formål at belyse den interne situation i selskabet og kan anvendes til at klarlægge de interne ressourcer og kompetencer. (Olsen, et al., 2022) Den interne analyse er især væsentlig når selskabet er meget ressourcetrengende, hvilket f.eks. Rockwool kan anses at være ift. deres kompetencer inden for produktudvikling og forskning inden for kontinuerlige forbedringer af deres produkter.

3.1.1 VRIO-analyse

VRIO-analysen har til formål at vurdere om Rockwool er i stand til at skabe vedvarende konkurrencemæssige fordele på markedet, med de interne kapabiliteter ift. konkurrenterne på markedet. (Olsen, et al., 2022)

VRIO-analysen fokuserer på 4 hovedpunkter; Værdiskabende (value), Sjældne ressourcer (Rarity, Imiterbare ressourcer (Inimitability) og Organisatorisk forankring (Organisational Support).

Analysen tager udgangspunkt nogle antaget kapabiliteter, som bliver vurderet og beskrevet nedenfor. VRIO-analysen vil blive konkluderet på sammen med de øvrige punkter i den eksterne analyse, i en SWOT-analyse til sidst i den eksterne analyse.

Kapabiliteterne ses i nedenstående figur og vil efterfølgende blive beskrevet.

VRIO, Rockwool 20224				
	Value	Rarity	Inimitability	Organisational support
Stordriftsfordele	✓	✓	(✓)	✓
Medarbejderkompetencer	✓	✓		✓
Lokal produktion	✓	✓	(✓)	✓
Bæredygtighed	✓	✓	(✓)	✓
Udtømmelige ressourcer	✓		✓	✓
Proaktiv beslutningstagen	✓	✓	(✓)	✓

Figur 1 -VRIO, egen tilvirkning

3.1.1.1 Stordriftsfordele

Rockwool har gennem årene opbygget en enorm kapacitet i form af mange fabrikker og know-how, som må anses for give Rockwool en unik kapabilitet i en branche hvor man tillige er verdensledere. Kapabiliteten stordriftsfordele anses for at være værdifuld, sjælden og dels ikke imiterbar. Årsagen til at det kun er dels ikke imiterbar er at det er muligt at opbygge lignende stordriftsfordele, men for mange konkurrenter vil det kræve meget kapital for at opnå denne kapabilitet. Stordriftsfordelene er ligeledes velintegreret i organisationen, hvorfor det ses som en konkurrencemæssig fordel.

3.1.1.2 Medarbejderkompetencer

Rockwool slår sig meget på at det er medarbejdernes kompetencer der driver forretningsstrategien.

"The ROCKWOOL business strategy is driven by our people and our commitment to creating solutions that connect global trends with profitable business opportunities (...)" (Rockwool, 2023)

Rockwool fokuserer ligeledes meget på at fastholde dygtige og motiverede medarbejdere da de som nævnt mener medarbejderne er grundlaget for den kontinuerlige vækst.

Kompetente medarbejdere anses for at være imiterbare, da det må anses for værende muligt for konkurrerende virksomheder at fastholde dygtige medarbejdere. Ellers anses kapabiliteten for at være værdiskabende, sjældne og forankret i organisationen.

3.1.1.3 Lokal produktion

Rockwool har som tidligere nævnt fabrikker i store dele af verden, hvilket betyder deres produkter bliver produceret forholdsvis lokalt ift. hvor de skal bruges. Udover at give en masse eksponering for Rockwool minimerer det ligeledes hvor langt produkter skal transporteres, hvilket betyder færre transportomkostninger. Det betyder i sidste ende at produktet vil være billigere for forbrugeren, end hvis det skulle transporteres over længere afstande. Rockwool opgjorde for 2023 at produkter i Europa i gennemsnit transporteres blot 400 km fra produktionen til hvor produktet skulle bruges. Ligeledes blev det opgjort at 85% af alle produkter aldrig krydsede toldgrænser. (Rockwool, 2023)

Kapabiliteten om lokal produktion anses som stordriftsfordelene for at være værdiskabende, sjælden og integreret organisatorisk, mens det kun er dels ikke imiterbart. Årsagen for dette er ligesom stordriftsfordelen at det vil kræve en stor kapital at kunne bygge fabrikker nok, til at kunne dække en lige så stor del af markedet, uden at have væsentligt højere transportomkostninger.

3.1.1.4 Bæredygtighed

Hele Rockwool organisationen omhandler bæredygtighed, lige fra produktet som har til formål at minimere energibehovet, til produktionen som man som tidligere nævnt investere massivt i, for at omstille den til grønnere løsninger. Rockwool har ligeledes et mål om at man pr 2050 ikke længere skal udlede Co2, samt minimere behovet for brug af øvrige ressourcer som f.eks. vand i produktionen. (Rockwool, 2023)

Rockwool anvender altså sten, naturens egne ressourcer til at lave bæredygtige og genanvendelige produkter, der er med til at redde naturen.

Kapabiliteten bæredygtighed kan altså anses for at opfylde alle fire områder i VRIO-analysen, med det i mente at konkurrenter i noget omfang har mulighed for at imitere den Rockwools bæredygtighed. Det vil dog kræve en stor kapital, som den lokaleproduktion og stordriftsfordelene, at f.eks. omlægge eksisterende fabrikker eller bygge nye bæredygtige produktionssteder, som beskrevet under den lokale produktion.

3.1.1.5 Uudtømmelige ressourcer

Den næste antaget kapabilitet er uudtømmelige ressourcer, hvilket er vurderet til at give Rockwool en midlertidig vedvarende konkurrencemæssig fordel og er baseret på det mest anvendte materiale i Rockwools produkter. Rockwools produkter er som tidligere nævnt baseret på stenuld, som primært fremstilles af omsmeltet stenen basalt. Jorden skaber løbende via pladetektonik og vulkansk aktivitet store mængder basalt, som kan anvendes til omsmeltning. Rockwool estimerer at der hvert år bliver skabt ca. 38.000 gange den samlede mængde som hele Rockwool koncernen bruger til produktion, hvorfor basalt i princippet er en uudtømmelig kilde af ressourcer. (Rockwool, 2024)

At have en uudtømmelig ressource at producere sine produkter af skaber værdi for Rockwool, da man ikke skal bekymre sig om mange på ressourcer og Rockwools produktionssteder er opført tæt på steder, hvor basalt er tilgængeligt. Da det ligeledes er naturligt produkt, som anvendes til at skabe bæredygtige og energinedsættende materialer vurderes det til at være en værdiskabende kapabilitet. Grundet placeringen af Rockwools fabrikker, som er placeret tæt på de anvendte ressourcer, er det vurderet også at være en organisatorisk forankret kapabilitet.

Grundet fremkommeligheden af basalt kan det dog ikke betegnes som en sjælden kapabilitet. Det kan dog argumenteres for at Rockwools egenskaber til at omdanne basalten til deres verdenskendte produkter er en sjælden kapabilitet, hvorfor det er vurderet at der er tale om en ikke imiterbar kapabilitet.

3.1.1.6 Proaktiv beslutningstagen

Rockwool har generelt en proaktiv tilgang til at udvide deres kapacitet, hvilket betyder de trods en risiko for overkapacitet, ikke lader uudnyttet potentiale i markedet gå til spilde. Dette omtaler Rockwool selv under afsnittet omkring deres strategi i årsrapporten for 2023.

”In North America, for example, we are expanding our market coverage to capture significant growth opportunities within all major business areas” (Rockwool, 2023)

Med den førnævnte risiko for overkapacitet er dette vurderet til at være en vedvarende konkurrencemæssig fordel for Rockwool, da muligheden for at udvide produktionen er en værdifuld kapabilitet. Det er ligeledes grundet Rockwools status som verdensledere en sjælden kapabilitet, da det må antages at Rockwool grundet deres størrelse, i større omfang kan udnytte muligheden for at realisere uudnyttet potentiale i markedet, sammenlignet med deres konkurrenter. Det er ligeledes en delvis ikke imiterbar kapabilitet, da det vil kræve en stor kapacitet for konkurrenter at matche Rockwools mulighed, for aggressivt at opskalere

produktionen når man ser mulighederne i markedet. Der er ligeledes tale om en organisatorisk forankret kapabilitet, da det er en del af deres strategi.

3.2 Ekstern analyse

Den eksterne analyse har til formål at danne et overblik over Rockwools situation på markedet, for at fastlægge fremtidige muligheder og trusler.

3.2.1 Pestel-analyse

Pestel-analysen har til formål at klarlægge de væsentligste forhold i Rockwools fjernmiljø. (Olsen, et al., 2022) Analysen vil blive konkluderet på i den efterfølgende SWOT-analyse.

3.2.1.1 Politiske forhold

Der er siden Ruslands invasion af Ukraine blevet skrevet meget om Rockwools fortsatte tilstedeværelse i Rusland, hvilket man resulterer i en del kritik fra bl.a. diverse partiledere i Danmark, hvor den daværende formand for De Konservative bl.a. udtalte: *"Jeg er helt sikker på, at de danske virksomheder tænker sig rigtig godt om her i forhold til, om man skal fortsætte med at understøtte et regime i Rusland."* (Søndergaard, 2022) En udtalelse som i hovedtræk omhandlede Rockwool og Ekko som valgte af fastholde deres russiske aktiviteter, efter andre store selskaber, som Mærsk, Lego og DSV havde valgt at trække sig fra markedet. (Søndergaard, 2022)

Rockwools argument for at blive på markedet er at man ikke ønsker at overgive unikke patenter på teknologien inden for produktionen af stenuld, samt deres produktionsfaciliteter til det russiske styre. (Rasmussen, 2022)

Endvidere mener Rockwool at fabrikkerne vil fortsætte under russisk kontrol, hvis man valgte at sælge disse til russiske ejere. Rockwool mener ligeledes at man ved at bibeholde en lille smule kontrol i forlængelse af ikke at overgive teknologiske og intellektuelle rettigheder bidrager mindre til den russiske økonomi, som hvis man vælger at frasælge sine aktiviteter. Beslutningen har medført at Ukraine har blacklistet Rusland, da de mener de sponsorerer Ruslands krigsførelse. (Rasmussen, 2023)

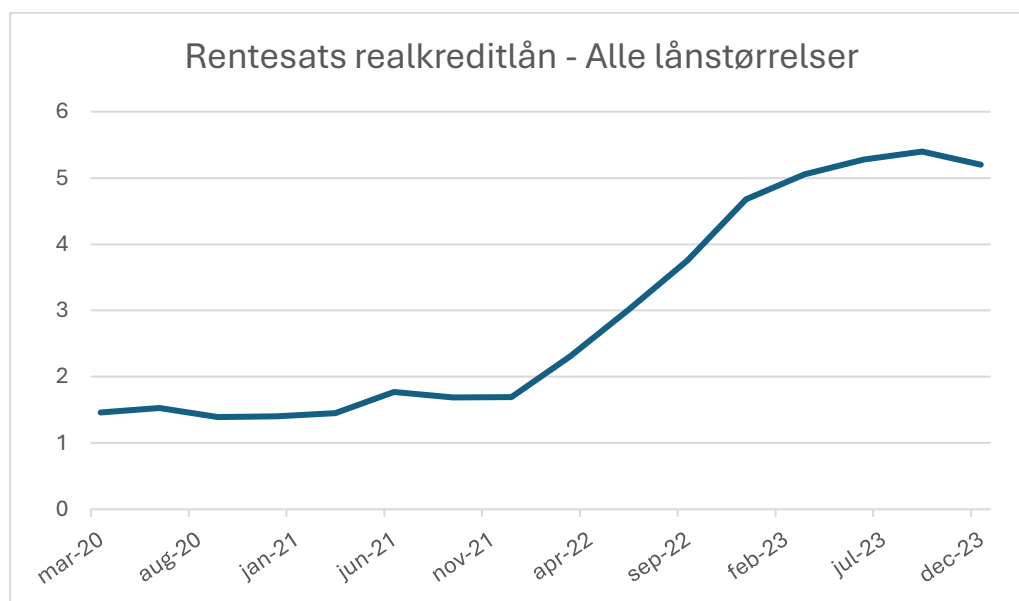
Rockwool har siden mistet en del af styringen over deres russiske datterselskaber grundet EU-sanktioner mod Rusland. Ligeledes er sanktioner der forbyder eksport der kan forbedre Ruslands industrielle kapacitet, hvilket betyder man ikke må overføre nye teknologier fra f.eks. danske fabrikker til Rusland. Sanktionerne gør at Rockwools kommunikationsdirektør

nu betragter de fire russiske fabrikker som kun værende et "ejerskab af aktier" (Rasmussen, 2022)

3.2.1.2 Økonomiske forhold

Størstedelen af Rockwools omsætning vedrører som tidligere nævnt deres isoleringsmaterialer, hvilket betyder at en stor del af aktiviteten er drevet af nybyggerier og renoveringer, som er påvirket af økonomiske faktorer som renteniveauer og energi- og materialepriser.

Renteniveauet er de seneste år steget eksplosivt fra under 1,5% i starten af 2020 til over 5% ved udgangen af 2023, hvilket er illustreret i nedenstående graf:



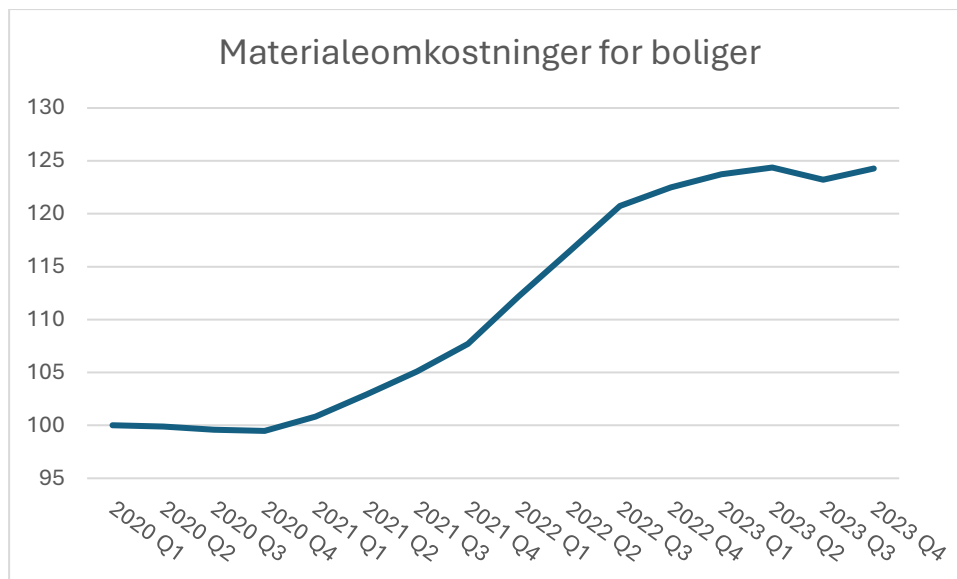
Figur 2 – Rentesats realkreditlån.

Kilde: Danmarks statistik - www.statistikbanken.dk/DNRNURI, egen tilvirkning

Renteniveauet har svækket markedet for nybyggerier og renovering, da det er blevet dyrere at låne penge til finansieringen. Et eksempel på dette er Aarhus hvor man for 2024 forventede en tilbagegang i antal byggeprojekter på op mod 27% sammenlignet med 2023, da bygherrer har sværere ved at finansiere projekter grundet den højere rente. I netop Aarhus oplever man også en stor tomgangsprocent på lejeboliger, da tilflytning var mindre end forventet i årene op til 2023. (Jørgensen & Vestergaard, 2023)

Et andet element der driver udviklingen på markedet for nybyg er materialepriser, som siden krigen i Ukraine og højere energipriser, også er blevet væsentligt dyrere end det hidtil har været. Samlet betyder det at det er blevet væsentligt dyrere at bygge nyt.

Nedenstående graf viser udviklingen i materialepriser, med udgangspunkt i materialer anvendt til boliger, her ses det at materialer anvendt til boligpriser er steget med ca. 25% ved udgangen af 2023 sammenlignet med 2020.

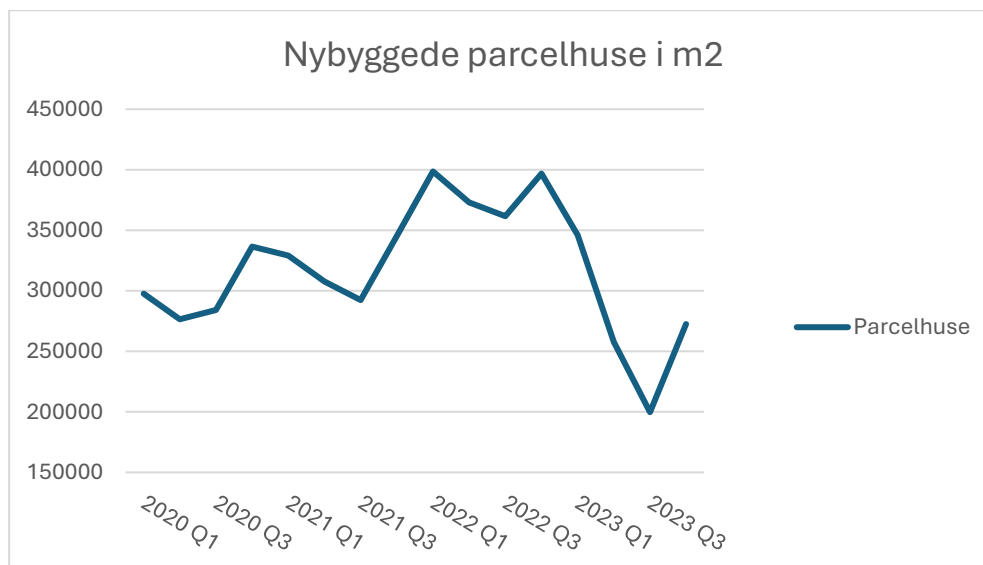


Figur 3 – Materialeomkostninger for boliger

Kilde: Danmark statistik - www.statistikbanken.dk/BYG43, egen tilvirkning

Udviklingen i renten og materialeomkostninger har haft en direkte betydning på hvor mange nye m² der blev bygget i Danmark i 2023.

Dette er illustreret i nedenstående graf, som tager udgangspunkt i udviklingen i antal m² anvendt til bebyggelse af nye parcelhuse.



Figur 4 – Nybyggede parcelhuse i Danmark, opgjort i m²

Kilde: Danmark statistik - <https://www.statistikbanken.dk/LABY37>, egen tilvirkning

Nedgangen i antal nybyg var medvirkende til at Rockwool i 2023 oplevede en salgstilbagegang på 4%.

3.2.1.3 Sociokulturelle forhold

Kulturen de fleste steder i verden vender mere og mere imod en bæredygtig tankegang, i takt med at der kommer mere fokus på klimaet og miljøet. Dette kan vise sig at være en positiv udvikling for Rockwool, da produktionen af bæredygtige og genanvendelige materialer alt andet lige bliver mere eftertragtet, kontra løsninger der er mere klimabelastende. Tendensen passer godt til Rockwools formål om at skabe produkter der sammenkobler globale trends, med bl.a. bæredygtige muligheder. Rockwool har som tidligere nævnt også et stort fokus på at nedbringe deres klimabelastning.

De seneste års energipriser har ligeledes gjort omverdenen mere fokuseret på klimaoptimering af bygninger, hvilket alt andet lige vil øge Rockwools salg, så snart de økonomiske markeder er stabiliseret.

Rockwools fortsatte tilstedeværelse i Rusland kan på sit risikere at miste image, hvis forbrugerne begynder at fravælge Rockwool grundet politiske holdninger om deres aktiviteter i Rusland. Det har dog ikke været tilfældet endnu, da Rockwools primære marked er business to business, hvilket ikke er lige så følsomt som business to consumer markedet. (Rasmussen, 2022)

Rockwools største konkurrent Saint-Gobain, har ligeledes valgt at fortsætte deres aktiviteter i Rusland af stort set samme årsager som Rockwool. Saint-Gobains tilstedeværelse i Rusland vil så længe det er tilfældet alt andet lige betyde at der skal mere til før Rockwool mister markedsandele til sine konkurrenter. Ligeledes har Pensiondanmark, der investerer og formidler almene danskeres pensionsopsparinger og selv ejer aktier i Rockwool, ikke oplevet at folk har henvendt sig, om at være afvisende for at deres pensionsopsparing er forvaltet i Rockwool aktier. Pensiondanmarks ESG-chef har i den forbindelse udtalt sig følgende:

"Rockwools isoleringsprodukter bidrager til at begrænse behovet for russisk gas i Europa, og dermed svækkes Ruslands muligheder for at finansiere krigshandlinger i fremtiden"

(Rasmussen, 2022)

3.2.1.4 Teknologiske forhold

De teknologiske forhold forbindes efterhånden ofte med de miljømæssige forhold, da teknologiske udviklinger er grundlaget for at opnå diverse klimamål. For Rockwool vil den

teknologiske udvikling primært omhandle mulighederne for at omstille produktionen til grønnere alternativer, hvilket man allerede fokuserer meget på.

Som tidligere nævnt har Rockwool allerede fokus på den grønne omstilling, med deres 2050 mål om at have en nuludledning af drivhusgasser, men for at kunne nå dette, er den teknologiske udvikling et nøglepunkt, da teknologien er nødsaget til at udvikle sig før der er tale om vedvarende løsning. Et af disse punkter er blandt andet transporten, hvor Rockwool produkter i gennemsnit transporteres ca. 400 km fra produktion til forbrugsstedet, primært via lastbiltransport. (Rockwool, 2023)

I Danmark kører en stor del af lastbilerne f.eks. fortsat på diesel, da omstillingen til elektriske løsninger er langt dyrere end dieselløsningen og for både små og større vognmænd vil det være en umulig ekstraomkostning at bære. (Petersen, 2023)

Ligeledes er infrastrukturen ikke gearret til at størstedelen af de danske transportselskabers flåder skal fungere på el, da mulighederne for at lade batterierne er utilstrækkelige. Norlys har i 2023 omtalt dette og annoncerede at man opsætter tre standere til brug for den tunge transport. Der er dog langt vej fra 3 ladestandere til et ladenetværk, der skal kunne bære den tunge transport i Danmark og det er bare i Danmark, det er et kendt problem at lademulighederne svinder, des længere syd på man kommer i Europa alene. (Høg, 2024)

Rockwool er allerede godt i gang med omstillingen af deres fabrikker, hvor de via 3 fokusområder vil nå deres delmål om at udlede 38% mindre drivhusgasser i 2034, sammenlignet med deres 2019 udledning. Disse tre fokusområder omhandler energieffektivisering af fabrikker, herunder omstilling til elektriske løsninger, tekniske innovationer der skal minimere energibehovet i hele værdikæden, samt genbrug af materialer, hvor Rockwool vil arbejde hen mod at gøre samfundet spild-/affaldsfrit. (Rockwool, 2023)

3.2.1.5 Miljømæssige forhold

Danmark og en række andre lande, indgik i 2015 Paris-aftalen, som har til formålet om at verdens lande i fællesskab arbejder mod flere langsigtede mål, blandt andet at holde den globale temperaturstigning under 1,5 grader celcius. EU har endvidere sat sig målet om at mindske udledningen af drivhusgasser med mindst 55% i 2030, sammenholdt med 1990-niveauet, for i sidste ende at være Co2 neutrale i 2050. (EU, 2024)

De seneste år har globalt set være historisk varme, hvorfor man verden over har travlt for at skulle nå at omstille sig og nå målene fra Paris-aftalen, mål som Rockwool

forretningsmæssigt alt andet lige kan bidrage til og tjene penge på. Rockwool forsøger at bidrage til dette ved løbende at elektrificere deres fabrikker. Dette gør de gennem en fem trinsplan, som går fra at vælge fabrikken ift. hvor grøn det lokale energinetværk er og hvor forberedt netværket er til at skulle forsyne Rockwools fabrik. Herefter undersøger Rockwool elnetværkets pålidelighed ift. udsving osv., inden Rockwool søger om de nødvendige tilladelser og om den lokale regering eventuelt tilbyder tilskud til omstillingen. Når disse tre ting er på plads, planlægges et produktionsstop for at koble fabrikken til elnetværket, hvor det til sidst testes og køres på plads. (Rockwool, 2023)

EU blev i slutningen af 2023 enige om en aftale der har til formål at energioptimere eksisterende bygninger, for at gøre denne klimaneutral i 2050. Direktivet foreskriver endvidere at det udover nye bygninger også skal omhandle renoveringen af ældre bygninger. Ligeledes har EU landende forpligtet sig til at gradvist at renovere beboelsesejendomme, med målet om at reducere energiforbruget med op til 20-22% senest i 2035. Der er tale om et direktiv, som alt andet lige øger efterspørgslen på bæredygtige isoleringsmaterialer, hvilket Rockwool ser som en mulighed for at skabe øget effektivitet og derved salg. Direktivet foreskriver også at alle nye, større offentlige bygninger, hvilket Rockwool forudser skaber en øget efterspørgsel for brandsikker isolering. (Europa-Parlamentet, 2024) (Rockwool, 2023)

Rockwool kan med fordel se dette som en mulighed, da man med sine bæredygtige produkter kan bidrage til direktivets mål. Rockwool estimerer nemlig at de produkter, som er produceret i 2023, i løbet af deres levetid vil spare samfundet for 100 gange så meget energi, som den energi der går til produktionen af produktet. Denne energibesparelse er gennemgående i alle Rockwool produkter, hvor "pay-back" tiden, målt i energiforbruget er helt ned til 12 timer, for industriprodukter, der indeholder Rockwools teknologier. Rockwool beskriver selv hvor vigtig energibesparelse er i deres Sustainability rapport: *"Saving a kWh through stone wool insulation is estimated to be 25 times less carbon intensive than producing a kWh from solar and 17 times less carbon intensive than wind"* (Rockwool, 2023)

Et andet af Rockwools hovedpunkter for at bidrage til klimaet, er deres arbejde for at deres arbejde for at skabe en cirkulær økonomi, i form af produkter der blandt andet er lette at genanvende, for at maksimere effekten af naturens ressourcer. I 2023 indgik Rockwool et samarbejde med et konsulentfirma for at udvikle et dashboard der har til formål at visualisere produkters livscyklus for nemmere at måle og identificere områder i værdikæden, der kan forbedres for at forbedre Rockwools cirkulære økonomi. Rockwool tilføjede i 2023 3 nye

lande til deres genanvendelses program ”Rockcycle”, som tager i mod brugte produkter til genbrug fra byggepladser, programmet nåede dermed op på 21 lande i alt (Rockwool, 2023)

3.2.1.6 Lovgivningsmæssige forhold

I slutningen af 2022 vedtog Europa-Parlamentet et nyt direktiv der pålægger store- og børsnoterede selskaber at føre et målbart regnskab over selskabets bæredygtighedsindsats, det såkaldte ESG regnskab. ESG regnskabet har til formål at gøre det nemmere for borgere, investorer og andre interessenter at forstå, det arbejde selskabet lægger i den grønne omstilling og bæredygtighed, samt for at kunne sammenligne indsatserne på tværs af virksomheder, med det mål om at skabe en grønnere fremtid. Direktivet ligger op til at selskabers bestyrelse skal blive enige om hvor meget man vil lægge i ESG rapporteringen. Rockwool er på det niveau Parlamentet kategoriserer som en inkorporeret ESG-strategi, hvor bæredygtigheden er fast forankret helt fra bestyrelsen til det operationelle niveau (Europa-Parlamentet, 2024) (Rockwool, 2023)

I Danmark er nybyg og væsentlige renovering underlagt et bygningsreglement, som foreskriver en række krav til byggeriet, herunder varmeisolering. Reglementet kan anses som en fordel for Rockwool, da dette betyder at alle omfattede bygninger er underlagt en bestemt mængde isolering, for at overholde reglementets krav. (Rockwool, 2024)

I 2023 skete der flere reguleringer af elafgiften i Danmark. Elafgiften var i starten af året blot 0,8 øre pr. kWh, grundet de høje energipriser, forårsaget af EU's ønske om at importere mindre energi fra Rusland. Efter et halvår steg elafgiften til 69,7 øre pr. kWh, hvilket alt andet lige øger interessen for at energioptimere sin bolig, især hvis boligen er opvarmet med elvarme. (Skat.dk, 2024)

Dansk Industri har estimeret at ca. 5% af danske boliger er opvarmet med ren elvarme, hvilket betyder at både elpriser og elafgift spiller en stor rolle i disse husstandes økonomi. (Dansk Industri, 2023)

3.2.2 Porters five forces

Porters five forces anvendes til at vurdere den nuværende konkurrence situation på det pågældende marked, samt for at vurdere hvor attraktivt markedet er for evt. nye udbydere. Analysen tager udgangspunkt i fire delanalyser, som skal bidrage til at forstå konkurrencesituationen, disse delanalyser omfatter: Truslen fra nye udbydere, kundernes

forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke og substituerende produkter. (Olsen, et al., 2022)

Porters five forces vil som de øvrige strategiske analyser indgå i den efterfølgende SWOT-analyse, som anvendes til at delkonkludere på disse.

3.2.2.1 Truslen fra nye udbydere

Isoleringsmarkedet er primært drevet af store aktører, som udover Rockwool er konkurrenter som irske Kingspan og Isover, som er en del af den franske koncern Saint-Gobain. Markedet kan grundet få, men store aktører kategoriseres som et oligopol, hvilket oftest medfører at aktørerne nemmere kan overvåge konkurrenternes ageren på markedet og derved nemmere kan tilpasse sin egen strategi ift. priser, markedsføring mv. Der er altså tale om et intenst marked for aktørerne. Grundet aktørernes størrelse vil der alt andet lige også være visse stordriftsfordele indblandet, hvilket Rockwool som tidligere nævnt i hvert fald har fordel af.

Dertil vil det for nye aktører kræve en meget stor kapital, for at kunne udfordre de eksisterende aktører, da man udover viden om produktion, vil skulle være i stand til at købe eller bygge store produktionsfaciliteter, der kan konkurrere med de eksisterende udbydere. Truslen fra nye udbydere kan derfor vurderes for relativ lav, da mange potentielle investorer formentligt vil være tilbageholden ift. at investere i nye spillere på markedet.

Hvis en ny aktør vil indtrænge markedet, kan det evt. være med et banebrydende produkt, som slår konkurrenter, som Rockwool eller Isover. Rockwool og de øvrige nuværende aktører er dog efterhånden så veletablerede og fokuserer allerede mange ressourcer til kontinuerlige forbedringer af de nuværende produkter, mens man også investerer ressourcer til research af potentielle nye teknologier, produktsammensætninger mv. der har til formål at forbedre eller forny de eksisterende produkter. Muligheden for at en ny aktør dermed lykkedes med at komme frem med et helt nyt produkt, der kan konkurrere og tage markedsandele, fra de nuværende aktører, anses derfor også som meget lille.

3.2.2.2 Kundernes forhandlingsstyrke

Som tidligere nævnt er Rockwools kunder inden for business to business segmentet. Det betyder at Rockwools primære kunder er f.eks. byggemarkeder, bygherrer, entreprenører osv., som herefter sælger videre til slutforbrugeren. Business to business er ofte præget af at køberne køber større partier af samme produkt, hvilket ofte giver køberen en vis forhandlingskraft ift. hvor stor en mængde man køber og til hvilken pris. Køberne har dog ofte faste aftaler med leverandøraftaler med producenterne, hvor de formentligt allerede har

forhandlet sig til forholdsvis fordelagtige vilkår ift. mængderabatter, leveringsaftaler osv.

Mange af disse kontrakter indeholder formentligt aftale opsigelsesvilkår for begge aftaler, sammenligneligt med hvis man opsiger sin lejlighed eller sit arbejde, hvor der er gensidige aftaler om aftalens ophør.

Som nævnt i tidligere afsnit omkring truslen fra nye udbydere, er antallet af alternativer ikke det største, der er primært tale om hvilken form for mineralisolering man ønsker, glasuld, stenuld eller andet, hvorfor det ikke altid er lige nemt for Rockwools kunder at skifte leverandør, da hver form for mineraluld tilbyder forskellige fordele og ulemper ift. deres modparter. Der er derfor tale om en relativ lav produktdifferentiering, som kunderne kan vælge imellem.

De største aktører på markedet er som tidligere nævnt, udover Rockwool, brands som Isover og Kingspan. Der er tale om leverandører, som alle har opbygget et velanset image over årene, hvilket gør kunderne mere tilbøjelige til at indkøbe disse produkter, da Rockwools kunder afhænger af slutforbrugeren. Slutforbrugeren vil som oftest være mere tilbøjelige til at vælge kendte brands fremfor mindre, ukendte brands, selvom disse f.eks. kan være billigere.

3.2.2.3 Leverandørernes forhandlingsstyrke

For at forstå leverandørernes forhandlingsstyrke er det nødvendigt at forstå produktionsprocessen. Produktionsprocessen hos Rockwool og øvrige stenuldsproducenter består at man smelter sten, genanvendte materialer fra andre industrier og tidligere brugt stenuld. Omsmeltningen sker ved omkring 1.500 grader og er processen der giver stenulden sine egenskaber indenfor brandsikring. Efter omsmeltningen spindes den smeltede masse om til fibre, som til sidst tromles om til stenulden, man kender fra blandt andet de rød-hvide isoleringsposer. Hele processen bag at skabe Rockwools stenuldsisolering sker i enorme produktionsmaskiner, som kræver en masse energi for at fungere. Derfor er et af de vigtigste leverandører for Rockwool, energiselskaberne, specielt elselskaberne spiller en væsentlig rolle og kommer til at spille en endnu større rolle, som Rockwool omstiller sine fabrikker til elektriske løsninger. (Rockwool, 2024)

Den samme proces er i hovedtræk gældende for et andet mineraluldsmateriale, glasuld. Glasuld skabes ved at omsmelte glas til fibre ved høj varme inden det tilsættes et bindemateriale. (Saint-Gobain, 2024)

Selvom både stenuld og glasuld altså primært består af naturlige ressourcer, hhv. sten og sand, har producenterne også behov for at have adgang til øvrige materialer, som dog ikke anses for

vanskelig at anskaffe, hvorfor energien kan anses som den vigtigste ressource som producenterne skal anskaffe fra eksterne leverandører.

Der er dog mange energiudbydere, overalt i verden, hvilket giver en vis form for sikkerhed for mineraluldsproducenterne. Energi er for producenterne dog en meget omkostningstung post, da priserne i tider kan være meget høje, specielt i EU efter ønsket om at løsrive sig fra russiske løsninger. Ønsket fra EU om at droppe russiske energikilder har skabt et svækket udbud af energi, som uden en lignende tilgang af nye udbuds muligheder har betydet at priserne er blevet presset i vejret, da efterspørgslen nu er steget markant mere end udbuddet. Køb og salg af især el, er påvirket af forholdet mellem udbud og efterspørgsel, hvilket giver leverandørerne en relativ høj forhandlingsstyrke, da leverandøren kan prisfastsætte kWh prisen efter efterspørgslen. Det er f.eks. væsentligt dyrere for Rockwool at producere produkter i det der kaldes ”spidsbelastningsperioden”, da strømprisen her er højere end øvrige tidspunkter på døgnet.

3.2.2.4 Substituerende produkter

Udover det tidligere nævnte glasuld, som er det materiale der minder mest om stenulden, findes der en række andre isoleringsmaterialer, som hver især byder på andre fordele og ulemper, sammenlignet med mineraluldsmaterialerne.

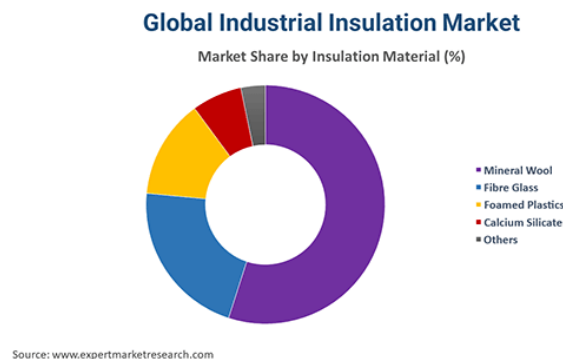
Et af disse materialer er EPS, bedre kendt herhjemme som flamingo. Flamingo er produkt baseret på plastic, som skummes op ved hjælp af damp og kemikalier, som ender ud i små perler, der enten kan smeltes om til blokke eller anvendes som fyld. Flamingoen kan tilsættes grafit, hvorefter materialet får en bedre isoleringsevne. (Glatz & Boding, 2022)

Et af de øvrige produkter der kan konkurrere med Rockwool er celleglas. Celleglas bruges bl.a. til isolering af flade tage, hvilket Rockwool også kan anvendes til. Celleglas er lavet af kul, mineraler og affaldsglas, som fremstilles ved at smelte materialerne sammen ved meget høj varme, op til ca. 1.100 grader. Celleglas har ligesom flamingo en høj trykstyrke, men tilbyder en bedre isoleringsevne end flamingo. (Glatz & Boding, 2022)

Et andet populært produkt til isolering er fiberglasisolering. Fiberglas isolering består af plastic, som er blandet med glasfibre, og tilbyder en middel varme/kuldeisolering, mens det er en billigere løsning til f.eks. mineraluldisolering. (Ringler, 2020)

Ovenstående er blot eksempler på øvrige isoleringsmaterialer.

Jf. en analyse foretaget af expertmarketresearch er mineraluldsisolering det isoleringsprodukt, med den største markedsandel på verdensplan, med over 50% af markedet. Efterfølgende er de føromtalte produkter, fiberglas og EPS.



Kilde: Expertmarkterresearch - <https://www.expertmarketresearch.com/reports/industrial-insulation-market>

3.3 Fremtidige muligheder og trusler

De ovenstående strategiske analyser anvendes som grundlag for at klarlægge fremtidige muligheder og trusler for Rockwool. Disse fremtidige muligheder og trusler præsenteres via SWOT-analysen.

3.3.1 SWOT-analysen

SWOT-analysen har til formål at opstille Rockwools fremtidige muligheder og trusler, på baggrund af styrker, svagheder, muligheder og trusler, klarlagt via de øvrige strategiske analyser. Analysen tager udgangspunkt i en opstillet figur, der efterfølgende vil blive vurderet og analyseret ift. at præsentere sandsynlige fremtidige muligheder og trusler, ved at gennemgå hvilke tiltag Rockwool skal forsøge at maksimere og hvilke risici de skal forsøge at minimere.

Styrker og svagheder fokuserer på de interne forhold i Rockwool, forhold som Rockwool selv har indflydelse over.

Muligheder og trusler vedrører de eksterne forhold, som Rockwool ikke direkte kan påvirke, men kan forsøge at minimere og maksimere med interne strategiske tiltag og handlingsplaner.

De tidligere strategiske analyser har klar følgende punkter til SWOT-analysen:

1. Know-how
 - a. Det anses som en væsentlig styrke for Rockwool at have deres store know-how inden for produktion og salg af stenuldsisolering. Rockwool har gennem årene opbygget en unik forståelse for stenulden og dets anvendelsesmuligheder.
2. Veletableret verdensomspændende brand
 - a. Rockwool har produktionsfaciliteter over størstedelen af verden og har gennem årene oparbejdet et velanset image blandt sine kunder. Rockwool er som tidligere nævnt verdensførende indenfor stenuldsisolering, hvilket anses som en stor styrke for brandet og selskabet.
3. Bæredygtige produkter
 - a. Rockwool producerer bæredygtige produkter, som har formålet om at gøre verden mere bæredygtigt. Grundet de seneste års tendenser omkring bæredygtighed, genbrug og grøn omstilling anses dette som en meget stor styrke.
4. Patenter
 - a. Rockwool har en række patenter inden for produktionen af sine produkter, hvilket er med til at sikre deres position på markedet.

Svagheder (W):

1. Udelukkende kendskab til stenuldsmarkedet og produktion
 - a. Rockwool har et stort kendskab til stenuld, hvordan det produceres og hvad det kan anvendes til, men det bliver også ved stenulden.
2. Højt energikrav i produktionen
 - a. Rockwool anvender enorme mængder energi i deres produktion, hvilket betyder den i perioder er ekstremt omkostningstung.

Muligheder (O):

1. Den grønne omstilling
 - a. Den løbende forringelse af klimaet i verden er et konstant samtaleemne blandt verdensledere, som er enige om at der skal gøres noget. Rockwool har med deres bæredygtige produkter med fokus på energibesparelse herved en mulighed.

2. Energipriserne

- a. Når energipriserne er høje, betyder det alt andet lige at samfundet er mere tilbøjelige til at energieffektivere sine bygninger.

3. Nye lovgivninger inden for klima

- a. Punktet hænger meget sammen med O1, men fokuserer mere på myndighedernes indblanding i hvordan klimaet skal reddes. De seneste års tendenser viser at der løbende kommer ny lovgivning og nye direktiver, der foreskriver diverse om hvad man må og ikke må ift. klimaet, det antages i denne analyse at denne tendens intensiveres i fremtiden.

Trusler (T):

1. Følsom overfor konjunkturændringer

- a. Rockwool er ekstremt følsomme overfor konjunkturændringer, da salget hænger meget sammen med byggemarkedet. Når der er højkonjunktur, bygges der flere bygninger, kontra når ved lavkonjunktur.

2. Energipriserne

- a. Energipriserne er for Rockwool både en mulighed og en trussel. Der er tale om en trussel i den forstand at Rockwool, som anført under svagheder anvender voldsomt meget energi i deres produktion.

3. Skarp konkurrence blandt aktørerne

- a. Som gennemgået under Porters Five forces, er der tale om få, men meget store aktører på markedet, hvilket medfører en intensiv konkurrence på markedet, der til tider kan betyde at Rockwool fastsætter priserne lavere end man egentligt ønsker

4. Den fortsatte tilstedeværelse i Rusland

- a. Ruslands fortsatte aggression mod Ukraine medfører en risiko, for at de befolkningerne i de vestlige lande ser sig sure på selskaber som bibeholder deres aktiviteter i Rusland, hvilket kan medføre tab af image og brandværdi.

Ovenstående punkter i SWOT-analysen er præsenteret i nedenstående model, med tilhørende tiltag, som Rockwool kan implementere ift. at maksimere fremtidige muligheder og minimere fremtidige trusler.

SWOT-Analyse	Styrker: S1 – Know-how S2 – Brandet S3 – Bæredygtighed S4 – Patenter	Svagheder: W1 – Begrænset til ét materiale speciale W2 – Energikrævende
Muligheder: O1 – Grøn omstilling O2 – Energipriserne O3 – Lovgivninger	Maxi-Maxi: S1, S2, S3, O1, O3 – Aftaler med regeringen ift. gensidig interesse i klimaoptimering S1, S3, S4, O1, O2 – Procesoptimering og forskning i produktforbedringer	Mini-Maxi: W1, O1, O2, O3 – Markedsføring om hvorfor stenuld er bedre end alternative løsninger. O2, O3, W2 – Optimering af proces og regeringers tilskud hertil.
Trusler: T1 – Konjunkturfølsom T2 – Energipriserne T3 – Konkurrence T4 - Rusland	Maxi-mini: S1, S2, T1 – Udnyttelse af brand og know-how under lavkonjunkturperioder til at minimere aktivitetsfald S2, T3, T4 – Styrkelse af brandet ift kundetillid trods konkurrence eller tab af image. S1, S3, S4, T2 – Forskning i nye processer, der kan nedbringe energibehovet	Mini-mini: W2, T1, T2, - Omstillingsparathed ved lavere aktivitet W1, T3 – Løbende forbedringer så stenuld ikke bliver overgået af andre alternativer.

(Egen tilvirkning)

3.4 Delkonklusion på den strategiske analyse

På baggrund af ovenstående strategiske analyser kan det konkluderes at mineraluldsbranchen er en aggressiv branche, som er domineret af få, men store aktører. Rockwools marked er yderst påvirket af konjunktursvingninger i økonomien, da hovedparten af mineraluld

anvendes i byggerier, som der med tiden fokuseres mere og mere på skal være bæredygtigt.

Det bæredygtige byggeri er en stor mulighed for Rockwool, da man med Rockwools produkter kan energisikre f.eks. sin bolig bedre, ved korrekt brug af isolering. Det er derfor en stor mulighed for Rockwool, at man verden over er begyndt at tage større initiativ mod klimaforandringer, som Rockwool med sine bæredygtige og energibesparende løsninger kan bidrage til. Rockwool har gennem årene bygget et stærkt brand, som er kendt verden over og man i dag har opnået markedspositionen markedsleder. Den fortsatte tilstedeværelse i Rusland kan dog ende med at have konsekvenser for Rockwools image.

Rockwool er i gang med en grøn omstilling af sine fabrikker, hvilket kommer til at øge behovet for især elektricitet, som man i forvejen anvender i høj grad. Rockwool er derfor ekstremt påvirket af elprisen, hvilket man bør forsøge at finde en løsning på, da perioder med høje elpriser kan betyde væsentligt højere produktionsomkostninger. Rockwool kan med fordel anvende sin know-how inden for produktionen til at forske i produktionsmetoder, som ikke blot kan nedbringe energibehovet, men samtidigt løbende forbedre sine produkter, hvilket skal bidrage til at Rockwool fastholder sin position som markedsleder i mineraluldsbranchen.

4. Regnskabsanalyse

For at danne et overblik over udviklingen, samt den nuværende økonomiske situation for Rockwool, udarbejdes en regnskabsanalyse, baseret på de 5 seneste årsrapporter for Rockwool koncernen. Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i Rockwools offentliggjorte regnskaber for perioden 2019 – 2023, samt balanceposter fra 2018 ift. udregning af visse nøgletal, som skal regnes på baggrund af gennemsnitsværdier.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i en rentabilitetsanalyse, som har til formål at bidrage med klarlægningen af budgetteringen til brug for værdiansættelsen, samt det frie cash-flow.

For at estimere Rockwools frie cash-flow vil der ske en reformulering af balancen, for at fastsætte arbejdskapitalen (WCR). WCR anvendes sammen med udviklingen i nøgletal til at vurdere det frie cash-flow, suppleret med fremtidige muligheder og trusler, klarlagt via den strategiske analyse.

Budgetteringen og det frie cash-flow er essentielt til brug for værdiansættelsen af Rockwool, som tager udgangspunkt i det tilbagediskonterede cash-flow.

Regnskabsanalysen vil blive sammenholdt med opgjorte nøgletal fra Rockwools største konkurrent, Saint Gobain, så rentabiliteten kan sammenholdes med øvrige selskaber i branchen. (Saint-Gobain, 2023)

Det er kendt at Saint-Gobain koncernen opererer inden for flere forskellige brancher, hvorfor det ikke er det mest optimale at sammenligne med. Saint-Gobain er dog anset som Rockwools største konkurrent inden for stenuldsisolering, med deres datterselskab Isover, som det ikke har været muligt at finde et samlet regnskab for, hvorfor der tages udgangspunkt i Saint-Gobain koncernen i stedet. På trods af at Saint-Gobain opererer på flere markeder end Rockwool er det dog fortsat vurderet som værende en valid sammenligning. Saint-Gobain agerer nemlig primært på markeder der følger de samme markedstendenser som Rockwool, nemlig byggemarkedet.

4.1 Reformulering

Til analyse af Rockwools økonomiske situation er det ikke vurderet at være nødvendigt at reformulere resultatopgørelsen.

Balancen reformuleres til det formål at opgøre Rockwools arbejdskapital, som har en likviditetsmæssig påvirkning, hvorved det er relevant ift. estimeringen af det frie cash-flow, da WCR er et måleværktøj ift. at beregne nettoinvesteringen i driften i Rockwool. Balancen vil i øvrigt simplificeres, så f.eks. anlægsaktiver samles til én post, mens f.eks. egenkapitalen ligeledes samles til én post. Balancen er endvidere reformuleret til et "Managerial balance sheet", som fokuserer på Invested capital og Capital Employed. Managerial balance sheet fokuserer mere på hvordan de driftsmæssige aktiver, Fixed assets, cash og WCR er finansieret af Capital Employed, som er den gæld der typisk har et forrentningskrav. Den almindelige balance anses som værende velfungerende ift. et regnskabsmæssigt perspektiv, mens Managerial balance sheet anses som et bedre alternativ ift. at analysere den finansielle performance. (Hawawini & Viallet, 2022)

Resultatopgørelsen vil ikke blive reformuleret, da posterne vedrørende operating costs er vurderet at kunne give værdi til analyseformålet. De øvrige poster i resultatopgørelsen er i forvejen simplificeret og er beløbsmæssigt mindre væsentlige. Der er derfor ikke fokuseret yderligere på specifikationer angivet i årsrapporternes noter.

4.2 Rentabilitetsanalyse

For at analysere rentabiliteten af Rockwool, er de nævnte årsregnskaber opstillet i Excel, med henblik på beregning af nøgletal. Niveauet af nøgletallene sammenlignes i analysen med 2023 niveauerne fra Rockwools største konkurrent Saint-Gobain. Det har ikke været muligt at finde årsrapporter for Saint-Gobains isoleringssegment, Isover, hvorfor der sammenlignes med Saint-Gobain koncernen. Resultatopgørelsen, Managerial balance sheet, samt nøgletal for 2023 til sammenligning for Saint-Gobain, ses på bilag 1.

I nedenstående ses resultatopgørelsen opstillet i Excel, der som tidligere nævnt ikke er reformuleret.

Resultatopgørelse til analyseformål						
M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023	
Operating income	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635	
Raw material costs and produktion material costs	- 929	- 845	- 1.116	- 1.682	- 1.302	
Delivery costs and indirect costs	- 381	- 363	- 438	- 518	- 437	
Other external costs	- 218	- 184	- 205	- 273	- 300	
Pesonnal costs	- 697	- 694	- 733	- 811	- 817	
EBITDA	548	522	602	638	779	
Depreciation, amortisation and write-downs	- 176	- 184	- 201	- 236	- 261	
EBIT	372	338	401	402	518	
Net financial income / expenses	- 5	- 13	- 8	- 44	- 4	
Profit before tax (EBT)	367	325	393	358	522	
Tax on profit for the year	- 82	- 74	- 90	- 85	- 133	
Profit for the year (EAT)	285	251	303	273	389	

Kilde – Rockwool årsrapporter 2019 – 2023, egen tilvirkning.

Som det umiddelbart ses af ovenstående, uden yderligere dybdegående analyse ses det at salget er steget væsentligt i analyseperioden. Omsætningen er i perioden steget med 862 mio. EUR., svarende til en stigning på ca. 31%. Salget toppede i 2022 med 3.922 mio. EUR., svarende til ca. 29 mia. DKK. 2022 var i første halvår drevet af en voldsom stigning i efterspørgslen på isoleringsprodukter. Aktiviteten faldt endvidere i andet halvår, hvor efterspørgslen på isoleringsmaterialer faldt, grundet de forømtalte energipriser og krigen i Ukraine, som medførte en nedgang i byggeaktiviteten. Omsætningen voksede dog fortsat, grundet stigende priser på Rockwools produkter, som til dels opvejede for nedgangen i aktiviteten. På trods af en højere omsætning i 2022, formåede man dog ikke at skabe et bedre resultat sammenlignet med de øvrige år. Resultatet har været forholdsvist på samme niveau i hele analyse perioden, hvor kun 2023 er væsentligt højere end de øvrige perioder.

I nedenstående set den reformulerede balance i form af Managerial balance sheet.

Managerial balance sheet						
M/EUR	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Total - Non current assets	1.468	1.825	1.927	2.129	2.301	2.361
Cash	386	275	241	166	209	354
Working capital requirement	147	179	182	271	378	301
Invested capital	2.001	2.279	2.350	2.566	2.888	3.016
Total equity	1.877	2.118	2.092	2.394	2.580	2.804
Total non-current liabilities	121	160	158	163	206	199
Short term portion of bank loans and other loans	3	1	100	9	102	13
Capital employed	2.001	2.279	2.350	2.566	2.888	3.016
Ændringer i working capital required	-	32	3	89	107	- 77

Kilde – Rockwool årsrapporter 2018 – 2023, egen tilvirkning.

I ovenstående ses det at anlægsaktiverne (non current assets) i analyseperioden er steget væsentligt. Dette vedrører forbedringer og nye fabrikker, hvilket blev omtalt i den strategiske analyse, da Rockwool er i gang med at omdanne en større andel af produktionen til elektriske løsninger og ønsker at udvide i f.eks. USA.

Det ses ligeledes at disse investeringer primært er finansieret gennem tilbageholdt overskud i Rockwool, da egenkapitalen ligeledes i analyseperioden er steget tilsvarende til anlægsaktiverne, mens den langfristede gæld (Non-current liabilities), ikke er steget væsentligt i analyseperioden.

Det ses endvidere at investeringen i den løbende drift (WCR) er steget i analyseperioden, hvilket vil sige at man har flere likvider investeret i den løbende drift.

Ovenstående resultatopgørelse og managerial balance sheet er anvendt til at beregne en række nøgletal, som har til formål at danne et bedre billede af den økonomiske situation af Rockwool. Nøgletallene ses i nedenstående.

Nøgletal	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	14,27%	11,92%	13,51%	10,98%	14,45%
ROIC	17,38%	14,60%	16,31%	14,74%	17,55%
EBIT%	13,42%	12,96%	12,96%	10,25%	14,25%
Capital Turnover	1,30	1,13	1,26	1,44	1,23
Financial cost ratio	0,99	0,96	0,98	0,89	1,01
Financial structure ratio	1,07	1,10	1,10	1,10	1,10
Fin lever multiplier	1,06	1,06	1,07	0,98	1,11
Tax effect ratio	0,78	0,77	0,77	0,76	0,75
NLF	453,00	323,00	428,00	485,00	642,00
NSF	- 274,00	- 141,00	- 157,00	- 107,00	- 341,00
SGR (actual rentention)	10,54%	3,41%	12,69%	6,36%	14,19%
SGR (retention rate 67%)	10,20%	7,96%	9,73%	7,66%	10,12%

Kilde – Rockwool årsrapporter 2018 – 2023, egen tilvirkning.

Return on equity (ROE)

Det første nøgletal i rentabilitetsanalysen er ROE (Egenkapitalens forrentning). ROE er nøgletallet der viser hvor stort et resultat Rockwool præsterer, sammenlignet med egenkapitalen. ROE er et særligt vigtigt nøgletal, da selskaber skal kunne generere et afkast for aktionærerne (ejere).

Formlen anvendt for ROE er:

$$ROE = \frac{\text{Earnings after tax (EAT)}}{\text{Averege equity}}$$

(Hawawini & Viallet, 2022)

Rentabilitetsanalysen viser at Rockwool i analyseperioden har formået at skabe et relativt stabilt afkast sammenholdt med egenkapitalen. I tidligere viste resultatopgørelse kunne man se at resultatet, ligesom salget, hovedsageligt har været forbedret gennem analyseperioden. Rockwool har dog i analyseperioden haft en forholdsvis høj retention rate på ca. 67% af overskuddet, hvilket betyder at man i gennemsnit har fastholdt 67% på tidligere års overskud i selskabet. Udregningen for den gennemsnitlige retention rate, ses i nedenstående:

Estimering af retention rate	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Retained earnings	1912	2096	2178	2398	2567	2824
Ændring i retained earnings jf årsrapporter		184	82	220	169	257
Årets resultat efter skat	265	285	251	303	273	
		69,43%	28,77%	87,65%	55,78%	94,14%
Gennemsnitlig retenration rate	67,15%					

Kilde – Rockwool årsrapporter 2018 – 2023, egen tilvirkning.

Eftersom Rockwool har haft en relativ høj retention rate, betyder det at egenkapitalen i analyse perioden, procentvis er steget med stort set samme procent, som forbedringen i EAT.

Dette kommer netop til udtryk i ROE, som mellem analyseperiodens start til slut, kun er minimalt forbedret. En højere retention rate, betyder ligeledes for aktionærerne at deres aktier i Rockwool alt andet lige stiger i værdi, men at udbytteværdien er tilsvarende lavere, end hvis retention raten var lav. Et argument for at Rockwool i analyseperioden har valgt at fastholde en relativ høj retention rate, kan være strategien om at bygge nye fabrikker, samt omstille en større andel af den nuværende produktion til grønnere løsninger, som det tidligere er nævnt.

Rockwools konkurrent, Saint-Gobain præsterede i 2023 et ROE på 11,75%, da Saint-Gobains EAT, procentvis var lavere end Rockwools, sammenlignet med de respektive egenkapitaler.

Oftest sammenlignes ROE med markedsrenten + et risikotillæg. Risikotillægget kan sammenlignes med diskonto renten, som nationalbanken opgør. Diskonto renten var for 2023 på ca. 3,6%, hvilket Rockwools ROE ligger pænt over og derfor anses som værende på et tilfredsstillende niveau.

Return on invested capital (ROIC)

ROIC, eller afkastningsgraden viser Rockwools evne til at genere driftsoverskud ift. Invested capital. Formlen anvendt til beregning af ROIC er:

$$ROIC = \frac{\text{Earnings before interest and tax (EBIT)}}{\text{Invested pital}}$$

I analyseperioden er ROIC, ligesom ROE blevet på nogenlunde samme niveau, hvor 2023 kun er minimalt forbedret sammenlignet med 2019, med hhv. 17,55% og 17,38%. Årsagen til dette er hovedsageligt de nævnte punkter under ROE, hvor man har investeret massivt i forbedringer og nye fabrikker. Årsagen til at det alt andet lige er her årsagen skal findes, er at størstedelen af Rockwools Capital employed består af egenkapital, hvor kun en lille del vedrører ekstern gæld. Bevægelserne i Invested Capital er ligeledes fastholdt på et nogenlunde jævnt niveau, hvorfor det kan konkluderes at investeringer primært er finansieret af egenkapitalen, i form af overført resultat fra tidligere år. Beregningen tager ikke forbehold for eventuelle renteindtægter på likviderne, som indgår i Invested capital.

Saint-Gobain præsterede i 2023 et ROIC på 10,11%, hvilket er væsentligt lavere end Rockwool.

EBIT-%

Rockwools EBIT-% har i analyseperioden, ligesom ROE og ROIC, holdt sig på et relativt jævnt niveau. Kun 2022 lagde under de tidligere års niveauer, mens 2023 var forbedret ift. resten af perioden. EBIT-% viser Rockwools evne til at skabe et driftsresultat, sammenholdt med salget i perioden. Nøgletallet fokuserer altså, udover på omsætningen, meget på omkostningerne forbundet med at generere salget. Det er tidligere nævnt Rockwool i 2022 var påvirket af høje energipriser, hvilket er den primære årsag til at 2022 lagde under niveauet for de øvrige år, på trods af et væsentligt højere salg, sammenlignet med årene forinden. 2022 var dog langt fra et dårligt år, hvilket vidner om at Rockwool er i stand til at omstille sig, når tiderne kræver det, for at opretholde en profitabel forretning.

Målt på EBIT-% var 2023 det bedste år for Rockwool, hvor man præsterede en EBIT-% på 14,25%, op 4 procentpoint fra 2022. Rockwool definerede selv markedet som vanskeligt i 2023, men formåede alligevel at holde salget nogenlunde på niveau, sammenlignet med rekordåret 2022. Rockwools driftsomkostninger var i 2023 hjulpet godt på vej af at de finansielle markeder, som tidligere nævnt blev mere stabile, i form af færre renteudsving, lavere inflation og faldende energipriser.

EBIT-% er beregnet med følgende formel:

$$EBIT\% = \frac{EBIT}{Sales \text{ (Operating income)}}$$

Saint-Gobain præsterede i 2023 en EBIT-% på 8,82%, hvilket er væsentligt lavere end Rockwools, hvilket kan tyde på at Saint-Gobain har en mere omkostningstung proces end Rockwool, hvilket yderligere bekræftes af Saint-Gobains egen årsrapport for 2023. I årsrapporten omtaler de selv at have rekord gode marginer på deres forskellige markeder. (Saint-Gobain, 2023)

Capital turnover

Capital turnover eller aktivernes omsætningshastighed er et udtryk for hvor mange gange man omsætter sin Invested capital. Sammen med EBIT-% udgør Capital turnover det andet ”ben” af ROIC, da $Capital\ turnover * EBIT\% = ROIC$. Capital turnover viser altså hvor god Rockwool er til at skabe salg sammenlignet med den investerede kapital. I analyse perioden, ses det at Rockwool i 2023 omsatte sin aktivmasse 1,23 gange, kontra 1,30 gange i 2019. Kun rekordsalget i 2022 lagde højere end 2019, med 1,44 gange. Udviklingen i Capital turnover,

skal ses i lyset af tidligere nævnte investeringer i fabrikkerne, hvilket har betydet en væsentlig stigning i Invested capital, hvor det altså kan konkluderes at salget ikke er steget i samme grad. Det noteres endvidere at Rockwool i analyse perioden har investeret flere penge i den løbende drift, da WCR i analyseperioden er fordoblet, hvilket vil sige man har bundet flere likvidere i den løbende drift. Capital turnover er beregnet med følgende formel:

$$\text{Capital turnover} = \frac{\text{Sales}}{\text{Invested capital}}$$

Saint-Gobain præsterede i 2023 en Capital turnover på 1,15 gange, hvilket ikke er meget lavere end Rockwools. Saint-Gobain koncernen opererer med en meget højere Invested capital end Rockwool, men formår også at skabe et meget højere samlet salg.

Sammenkoblingen til ROIC, ses derfor primært ved at Saint-Gobain har flere omkostninger forbundet med driften, hvilket blev nævnt under EBIT-%.

Financial cost-ratio og financial leverage

Rockwools financial cost ratio har i hele analyseperioden været tæt på 1, hvilket vil sige at netto finansielle poster ikke har den store betydning mellem EBIT og EBT. Formlen for financial cost ratio er:

$$\text{Financial cost ratio} = \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}}$$

Financial cost ratio har en tilknytning til mængden af likvider, sammenholdt med ekstern gæld, som jo er rentebærende. Det ses i 2023 at Rockwools financial cost ratio er over 1, hvilket også sammenholdes fint, med at Rockwools likvider overstiger den eksterne gæld. Dette hænger endvidere sammen med at størstedelen af Rockwools Invested capital er finansieret af egenkapitalen, hvilket betyder der ikke er behov for ekstern gældsstiftelse.

Dette forhold kommer endvidere til udtryk i nøgletallet financial structure ratio, som sammenligner Invested capital med den gennemsnitlige egenkapital. Her ses det at Rockwool i hele analyseperioden ligger tæt på 1, hvilket vil sige at Rockwools Invested capital i hele analyseperioden primært har været finansieret af egenkapitalen. Hvis financial structure ratio stiger, vil det i sidste ende betyde at ROE stiger, da det alt andet lige vil betyde at egenkapitalen også falder.

Tilsammen udgør financial cost- og financial structure ratio den finansielle leverage multiplier, som viser Rockwools finanspolitik ift. driften, hvor niveauet også bærer præg af at man ønsker at finansiere hovedsageligt med egenkapitalen.

Saint-Gobain finansierer sin Invested capital med en større andel af ekstern gæld, hvilket kommer til udtryk i deres financial structure på 1,78 gange. Effekten af dette ses i deres financial cost ratio på 0,9 gange, hvilket betyder at de har finansielle omkostninger for ca. 10% af deres EBIT.

Tax effect ratio

Tax effect ratioen viser hvor stor en andel af EBT der bliver til EAT, hvoraf forskellen er skatten. Rockwool havde i starten af analyseperioden en tax effect ratio på 0,78%, hvilket svarer til den danske selskabsskat på 22%. Siden er denne faldet til 0,75%, hvilket vil sige at en større andel af EBT betales i skat. Årsagen til dette findes formentligt i at Rockwool har selskaber i flere lande, hvor alle nødvendigvis ikke har samme skatteprocent, som i Danmark.

Likviditetsmåling og styringsværktøjer

Til at måle og styre likviditeten anvendes matching princippet, som måler på hvor stor en andel af anlægsaktiverne der er finansieret af langfristet gæld (Net long-term financing – NLF) og ligedan med kortfristet (Net short-term financing – NSF). Hos Rockwool ses det at NLF er et pænt stykker over 0, hvilket vil sige at de langfristede gældsforpligtelser, primært egenkapitalen overstiger anlægsaktiverne, mens NSF er negativ, da de kortfristede aktiver, likvider og WCR overstiger den beskedne kortfristede gæld. Det kan altså konkluderes at Rockwool ikke følger matching princippet.

Self-sustainable growth rate (SGR)

Det sidste nøgletal til i rentabilitetsanalysen er self-sustainable growth rate eller SGR. SGR er et udtryk for hvor meget Rockwool kan vækste sit salg, uden at udstede nye aktier, uden ændringer i ROIC og uden at ændre i forholdet mellem egenkapital og gæld, samt fastholdelse af udbytteudbetalingen. (Hawawini & Viallet, 2022)

I nedenstående tages der udgangspunkt i ROE, da ROE tager højde for de fleste af parametrene nævnt oven for.

Hvis man for Rockwool tager udgangspunkt i den tidligere nævnte gennemsnitlige retention rate på 67,15% ses det at ROE i hele analyseperioden ligger over SGR. For Rockwool betyder det at man på sigt risikerer at løbe tør for likviditet.

Hvis man i stedet regner SGR ud fra den faktiske retention rate år for år, ses det at SGR i 2023 ligger tæt på ROE, hvorfor man ligger tæt på den optimale vækst i 2023.

Hvis man i stedet fokuserer på vækst i omsætningen, ligger gennemsnitsvæksten hos Rockwool i gennemsnit lavere end SGR, hvilket betyder Rockwool alt andet lige har uudnyttet vækstpotentiale i analyseperioden. Dette kommer også til udtryk i likviderne, som gennem perioden 2019 – 2023 er steget, da man ved uudnyttet vækstpotentiale alt andet lige har et overskud af likvider. (Hawawini & Viallet, 2022)

4.3 Delkonklusion på rentabilitetsanalysen

På baggrund af ovenstående rentabilitetsanalyse kan det konkluderes at Rockwool står i en stærk økonomisk situation. Dette kommer særligt til udtryk via ROE, som ligger på et tilfredsstillende niveau i hele analyseperioden.

Rockwool er primært finansieret af egenkapitalen, hvilket kommer til udtryk i financial structure ratio. Dette betyder at ROIC er et særdeles godt måleværktøj for Rockwool, da størstedelen af deres invested capital, som ROIC måler på ikke er finansieret af fremmed kapital. ROIC ligger ligesom ROE på et tilfredsstillende niveau i hele analyseperioden. ROIC er endvidere suppleret af stabile niveauer på EBIT% og capital turnover, hvorved det kan konkluderes at Rockwool er rentable, hvor man selv i mindre gode år formår at drive en sund forretning. Analysen fremhævede dog også at Rockwool har et uudnyttet vækstpotentiale, når man måler på ren omsætningsvækst. Rockwool har derfor mulighed for at vækste yderligere med det nuværende økonomiske setup, uden at risikere at komme i likviditetsmæssige vanskeligheder. Dette kan Rockwool blandt andet gøre via deres strategiske tilgang om at bygge nye fabrikker, for at udnytte potentielt uudnyttet potentiale i markedet, som blev nævnt i den strategiske analyse. Det er vurderet ud fra Rockwools nuværende finansieringsstrategi vil ske via overført resultater på egenkapitalen.

Når Rockwools økonomiske situation holdes op mod Rockwools største konkurrent Saint-Gobain, kan konklusionen om Rockwools økonomiske situation endnu bekræftes. Rockwools nøgletal tyder nemlig på at man klarer sig en bedre med den givne kapital end Saint-Gobain, når man benchmarker med 2023 niveauet. Forklaringen på dette ses i EBIT%, hvor Rockwool

ligger væsentligt højere end Saint-Gobain. EBIT% er i denne sammenligning den vigtigste ROIC driver, da forskellen i capital turnover er væsentligt mindre end den er i EBIT%.

5. Kapitalomkostninger

For at værdiansætte Rockwool skal WACC'en beregnes. WACC er betegnelsen for et selskabs kapitalomkostninger, som beskriver forrentningskravet fra investorer og eksterne långivere.

WACC er nødvendig at udregne, da den spiller en central rolle i den primære værdiansættelsesmetode i dette projekt, modellen for tilbagediskonteret cash-flow, eller DCF-modellen. WACC anvendes for at beregne et vægtet gennemsnit i Rockwools kapitalstruktur, da den tager højde for både investorernes afkastkrav i form af egenkapitalens forrentning og afkastkravet hos gældsejerne. Nedenstående formel anvendes til at beregne WACC:

$$WACC = K_E * \frac{E}{E + D} + K_D * (1 - T_C) * \frac{D}{E + D}$$

Nedenstående forklarer betegnelserne i formlen:

K_E = Cost of equity

E = Equity

D = Debt

K_D = Cost of debt, pre tax

T_C = Tax rate

Som det ses af ovenstående, er det nødvendigt at fastlægge Rockwools cost of equity og cost of debt.

5.1 Cost of equity

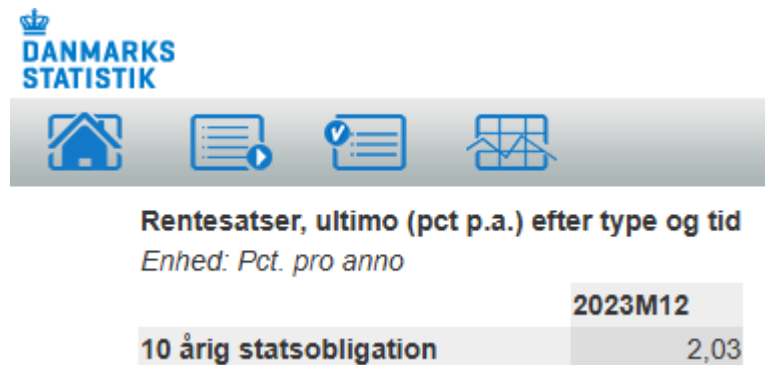
Cost of equity er det første led i WACC formlen og bruges til at beregne omkostningerne forbundet med at finansiere med egenkapitalen. For at beregne denne skal vi først beregne ejernes afkastkrav K_E , som beregnes med nedenstående formel:

$$K_E = R_F + (E(R_M) - R_F)\beta_{Equity}$$

Udover K_E betegnes R_F som den risikofrie rente, $E(R_M)$ som markedsrisikopræmien og β_{Equity} som betaværdien. Disse vil efterfølgende blive gennemgået for at fastlægge den endelige formel.

5.1.1 Den risikofrie rente

Den risikofrie rente fastsættes ud fra langvarige statsobligationer, oftest med en løbetid på 10 år. Renten på en 10 årig statsobligation var ultimo 2023 2,03%, hvilket vil sige at man ved køb af en 10 årig dansk statsobligation ville have et afkast på 2,03%, hvilket vil være renteprocenten som anvendes som den risikofrie rente.



The screenshot shows the Danmarks Statistik logo and a navigation bar with icons for home, documents, a checklist, and a line graph. Below the navigation bar is a table titled 'Rentesaetser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid' with the unit 'Enhed: Pct. pro anno'. The table has two columns: the first column lists the type of obligation, and the second column shows the interest rate for December 2023 (2023M12). The row for '10 årig statsobligation' shows an interest rate of 2,03%.

	2023M12
10 årig statsobligation	2,03

Kilde – Danmarks statistik, 10 årig statsobligation

5.1.2 Markedsrisikopræmien

$E(R_M)$ eller markedsrisikopræmien er defineret som merafkastet som investorer kan opnå, ved at investere i mere risikofyldte aktiver, sammenlignet med den risikofrie rente. Risiko og afkastkrav hænger ofte sammen, da man ved at påtage sig større risiko for f.eks. en aktie også forventer et større afkast.

Markedsrisikopræmien kan overordnet set fastsættes på tre forskellige måder. Første metode vil være en rundspørge af mulige investorer, hvor man estimerer præmien på baggrund af deres svar. Den anden metode vedrører historiske data, mens den tredje metode vedrører forventninger til risikopræmien. (Skat.dk, 2019)

Skat anbefaler på baggrund af øvrige markedsanalyser at man anvender en markedsrisikopræmie på 4,5%. (Skat.dk, 2019)

Et af disse undersøgelser er fra PwC Danmark, som via en spørgeundersøgelse har fastsat at 82% af respondenterne i undersøgelsen svarede at de regner med en markedsrisikopræmie på mellem 4- og 5%, hvilket ligger pænt op ad Skats anbefaling. (PwC, 2020)

Markedet er siden begge kilders offentliggørelse, blevet væsentligt mere usikkert. Den netop overståede Corona pandemi og den fortsatte krig i Ukraine har betydet mere usikkerhed på de finansielle markeder, i form af højere renter og inflation. Niveaue fra de to kilder tillægges derfor 1,5%, så markedsrisikopræmien anvendt til beregning bliver 6%. Det er vurderet at

være et mere passende niveau, da investorer alt andet lige vil kræve et højere afkast på markedet nu, end for 4-5 år siden.

5.1.3 Beta

Det sidste led at fastsætte for at kunne beregne Rockwools cost equity er beta. Beta-værdien betegnes som aktiens kursfølsomhed sammenlignet med det generelle aktiemarked.

Grundværdien for beta anses som 1, hvilket vil sige at hvis en akties $\beta = 1$, vil udsvinget på aktien følge det generelle marked. Hvis beta derimod er f.eks. 1,5, vil kursudsving være 50% højere end markedet.

Rockwools beta kan udledes gennem en regressionsanalyse, hvor man sammenligner med øvrige aktier på markedet. For at holde det simpelt er det valgt at sammenligne Rockwool med OMXC25, også kaldet C25 indekset, som er et indeks over de 25 mest handlede aktier i Danmark på tværs af brancher.



Kilde – Børsen, Rockwool B, sammenlignet med OMXC25 (Børsen, 2024)

Rockwool er i ovenstående præsenteret via den sorte kurve, mens den blå repræsenterer udviklingen i C25 indekset. Sammenligningen viser at Rockwool har en større volatilitet end C25 indekset, hvilket stemmer overens med den strategiske analyse, hvor det blev fremhævet

at Rockwool er konjunkturfølsomme. Det kan altså konkluderes at Rockwools beta ligger over 1, da udsvingene er betydeligt større end indekset.

For at fastsætte beta er diverse analyser af Rockwools aktieværdi sammenholdt.

Financial times har beregnet Rockwools beta til være 1,418 det seneste år, mens UK investing har beregnet Rockwools 5 årige beta til at være 1,35. (Financial Times, 2024) (UK Investing, 2024) Som udgangspunkt tager beta udgangspunkt i en 5 årig periode. Dog ses det i ovenstående sammenligning, at volatiliteten mellem Rockwool og C25 indekset er væsentligt større, når aktiemarkedet stiger end når det falder, hvilket tyder på at Rockwool er gode til at tilpasse sig markedet. Grundet dette tages der udgangspunkt i betaen estimeret af UK investing, på 1,35

Ved ovenstående fastsættelse af den risikofrie rente, markedsrisikopræmien og beta kan cost of equity nu beregnes. Formlen ender således med at være:

$$K_E = 2,03\% + (6\% - 2,03\%)1,35 = 10,88\%$$

5.2 Cost of debt

Det andet led af WACC formelen er cost of debt, som er omkostningen ved at finansiere med fremmedkapital, som f.eks. lån. Cost of debt er beregnet med følgende formel:

$$\text{Cost of debt} = K_D * (1 - T_c) * \frac{D}{E + D}$$

Det første led i formlen K_D vedrører de gennemsnitlige omkostninger forbundet med finansieringen fra fremmedkapital. Denne beregnes ved at sammenholde de finansielle udgifter med den samlede gæld vedr. fremmedkapital.

Jf. Rockwools årsrapport havde man finansielle udgifter til fremmedkapital, ikke inklusiv leasing, for 19 mio. EUR, mens balancen viste man havde gæld til fremmedkapital for i alt 38 mio. EUR. Når disse sammenholdes, får man omkostninger til fremmedkapital for i alt:

$$K_D = \frac{19}{38} = 50\%$$

Det vurderes at ovenstående formel ikke giver et retvisende billede, hvorfor en alternativ metode for at beregne cost of debt anvendes. I stedet tages der udgangspunkt i gennemsnittet for de seneste 5 regnskabsår. Niveauerne ses i nedenstående og viser en gennemsnitlig omkostning ved fremmed kapital på 16%.

Gennemsnitlige omkostninger ved fremmed kap.	2019	2020	2021	2022	2023	I alt
Samlet fremmedkapital	11	101	27	148	38	325
Renteomkostninger	7	10	8	8	19	52
Gennemsnitlige omkostninger ved fremmed kap.	16%					

Kilde – Rockwool årsrapport 2019-2023, egen tilvirkning

Den gennemsnitlige omkostning ved fremmedkapital anses fortsat som høj, men er ikke vurderet usandsynlig. Rockwool opererer i flere forskellige markeder, hvor renteniveauet med stor sandsynlighed er mindre stabilt, end vi kender den i Danmark. Samtidigt er Rockwool primært finansieret ved egenkapitalen, hvorfor omkostninger ved fremmedkapital anses som mindre væsentlig og niveauet på 16% derfor accepteres.

Det næste led i formlen for cost of debt er $(1-T_c)$, hvilket sørger for at skattefradraget på renteomkostningerne med tages. Regnskabsanalysen viste en tax effect ratio i 2023 på 0,75, hvilket indikerer at man i 2023 betalte 25% i skat af EBT. Det blev nævnt i regnskabsanalysen at dette formentligt skyldes udskudt skat af investeringer foretaget i fabrikkerne, hvilket vil udlignes over tid. Den anvendte skattesats til beregningen af cost of debt vil derfor være den normale selskabsskattesats i Danmark, 22%.

Det sidste led i ligningen til beregning af cost of debt er fordelingen af fremmedkapital og egenkapital. Til beregningen anvendes de regnskabsmæssige værdier fra Rockwools 2023 årsrapport, med en samlet fremmedkapital på 212 mio. EUR. og en samlet egenkapital på 2.804 mio. EUR.

Ovenstående anvendes i beregningen for cost of debt, så formlen bliver:

$$\text{Cost of debt} = 16\% * (1 - 22\%) * \frac{212}{2804 + 212} = 0,88\%$$

5.3 Target capital structure

Til beregning af WACC skal man anvende Rockwools target capital structure. Target capital structure er betegnelsen for Rockwools ønskede fordeling af finansiering af hhv. egenkapital og fremmedkapital. I regnskabsanalysen kunne det konkluderes at Rockwool primært ønsker at finansiere via egenkapitalen, hvor man i analyseperioden havde nedenstående capital structure:

	2019	2020	2021	2022	2023
Capital structure	7,60%	12,33%	7,18%	11,94%	7,56%

Som det ses af ovenstående, var Rockwools capital structure i 2023 7,56%, hvilket vil sige at gældsforpligtelserne svarer til 7,56% af egenkapitalen. Niveauet er vurderet som passende til anvendelse i WACC beregningen.

5.4 Beregning af WACC

Nu hvor alle led i WACC formelen er beregnet kan Rockwool WACC beregnes. Når WACC formelen udfyldes med hvert enkelt led fås nedenstående formel:

$$WACC = 10,88\% * \frac{2.804}{2.804 + 212} + 16\% * (1 - 22\%) * \frac{212}{2.804 + 212} = 10,99\%$$

Jf. ovenstående anvendes 10,99% som Rockwools WACC til beregning af værdiansættelsen.

6. Budgettering

For at værdiansætte Rockwool på baggrund af DCF-modellen, er det nødvendigt at budgettere det frie cash-flow for Rockwool. For at budgettere cash-flowet er det nødvendigt at lave et resultatbudget, samt budgettere væsentlige balanceposter for Rockwool. Budgettet vil tage udgangspunkt i en 5 årig periode, 2024 – 2028, samt terminalværdien, som skal anvendes til at tilbagediskontere fremtidige cash-flows. Terminalværdien betegner en konstant rate eller værdi fra slutningen af budgetperioden til essentielt al evighed.

Budgetperioden på fem år er valgt da det vurderes at en længere budgetperiode vil medføre for mange usikkerheder. Budgettet vil tage højde for tendenser konkluderet i den strategiske analyse og Rockwools egne forventninger til 2024 jf. deres 2023 årsrapport. I årsrapporten forventer Rockwool at det europæiske marked fortsat vil være udfordret, mens man til gengæld forventer mere positive tendenser på det amerikanske og asiatiske markeder. Man vil fortsat fokusere på at gøre produktionen mere klimavenlig, hvilket indikerer at der fortsat vil være væsentlige investeringer. (Rockwool, 2023)

6.1 Resultatbudgettet

Resultatbudgettet har til formål at budgettere Rockwools indtjening, hvilket er essentielt for at fastlægge det frie cash-flow. Resultatbudgettet tager primært udgangspunkt i den budgetterede salgsvækst, hvilket fungerer som den primære driver til de øvrige resultatposter.

6.1.1 Salgsvækst

Som det ses i regnskabsanalysen, har Rockwool i analyseperioden haft en øget omsætning, hvor 2020 og 2023 oplevede tilbagegang sammenlignet med året før.

	M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Operating income		2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Udvikling i %			-5,95%	18,63%	26,76%	-7,32%

Rockwool forventer for 2024 et lignende salg i mængde som 2023, men forventer en højere omsætning, grundet prisjusteringer, så priserne bedre afspejler produktionsomkostningerne.

Grundet øget fokus på klimaet har verden og primært EU lagt et større fokus på energieffektivisering af bygninger, hvilket taler for at Rockwools omsætning vil stige i form af større efterspørgsel. Det er uvist hvornår EU har aftalen helt på plads, men det antages at lokale regeringer så småt begynder effektiviseringen i løbet af 2025 og at effektiviseringen intensiveres de kommende år. Dette øget fokus antages derfor at skabe en højere salgsvækst for Rockwool i de første år af budgetperioden, mens det hen imod falder til en mere moderat salgsvækst ved slutningen af budgetperioden. De antaget tendenser i salgsvækst giver et vækstspænd på 4-5%, hvor væksten er højest midt i budgetperioden, mens den ender på 4% i 2028 og i terminalperioden.

Resultatbudget								
	M/EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Terminal
Budgetteret - salgsvækst			2%	5%	5%	4%	4%	4%
Budgetteret - operating income		3.635	3.708	3.893	4.088	4.251	4.421	4.598

6.1.2 Budgetteret EBIT

For at budgettere det frie cash-flow er det nødvendigt at budgettere Rockwools indtjening, hvilket gøres ved hjælp af EBIT procenten. EBIT-% bruges sammen med den budgetterede omsætning til at budgettere Rockwools driftsoverskud og tager udgangspunkt i EBIT-% fra regnskabsanalysen, med justeringer baseret på tendenser klarlagt i den strategiske analyse.

Som det blev analyseret i regnskabsanalysen, har Rockwool i analyseperioden haft en forholdsvis stabil EBIT-% på omkring 13-14%

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

Den analyserede EBIT-% ligger også på niveau med hvad selv Rockwool forventer for 2024, da man forventer en EBIT-% på ca. 13%. I budgetperioden forventes det at Rockwools EBIT-

% forbedres marginalt hen over perioden, da det forventes at elpriserne falder i takt med at især EU investerer flere penge i egen energiproduktion, så man ikke længere er afhængig af at importere energi fra Rusland.

Resultatbudget							
M/EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Terminal
Budgetteret - salgsvækst		2%	5%	5%	4%	4%	4%
Budgetteret - operating income	3.635	3.708	3.893	4.088	4.251	4.421	4.598
Budgetteret EBIT-%	14,25%	13,00%	13,00%	13,50%	14,00%	13,50%	13,50%
Budgetteret EBIT	518	482	506	552	595	597	621

Som det ses af ovenstående, forventes det at Rockwool i slutningen af budgetperioden ender med en EBIT-% på 13,5%, hvilket giver et EBIT på 621 mio. EUR i terminalperioden.

6.1.3 Skattesats

I regnskabsanalysen kunne man se at Rockwool i 2023 havde en effektiv skattesats på 25%, formentligt som tidligere nævnt grundet skattesatsen i andre lande. Skattesatsen anvendt til budgetteringen vil derfor løbende falde, så den i terminalværdien udgør 22%.

Resultatbudget							
M/EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Terminal
Budgetteret - salgsvækst		2%	5%	5%	4%	4%	4%
Budgetteret - operating income	3.635	3.708	3.893	4.088	4.251	4.421	4.598
Budgetteret EBIT-%	14,25%	13,00%	13,00%	13,50%	14,00%	13,50%	13,50%
Budgetteret EBIT	518	482	506	552	595	597	621
Budgetteret skattesats	25%	24%	23%	22%	22%	22%	22%
EAT	388,50	366,32	389,70	430,44	464,24	465,56	484,19

Ovenstående viser Rockwools indtjening, hvor der ikke tages højde for finansielle poster.

De finansielle poster var i regnskabsperioden ikke særligt væsentlige, hvorfor det vurderes at de kan undlades, uden at give et forvrænget billede af budgettet.

Det vurderes ikke at øvrige resultatposter er nødvendige at budgettere med undtagelse af afskrivninger, som påvirker EBIT. Disse vil blive estimeret i forbindelse med balancebudgettet, da nettoinvesteringerne påvirker hvor store afskrivningerne er.

6.2 Balancebudgettet

Balancebudgettet er essentielt til at beregne det frie cash-flow til brug for værdiansættelsen, da det frie-cash flow er påvirket af nettoinvesteringer og ændringer i arbejdskapitalen. Der vil kun foretages budgettering for de balanceposter, der vurderes væsentlige for at bidrage til et retvisende billede af Rockwools frie cash-flow.

6.2.1 Nettoinvesteringer

Rockwools anlægsaktiver er primært drevet af deres bygninger og produktionsmateriel. De seneste år har Rockwool foretaget sig store investeringer på både at bygge nye fabrikker, men også at gøre den nuværende produktion mere klimavenlig. Rockwool forventer at investere omkring 375 mio. EUR. i 2024, hvilket er en tendens, som vurderes at fortsætte nogle år i hele budgetperioden. Det forventes ikke at Rockwool er færdige med at optimere nuværende fabrikker foreløbigt, hvorfor Rockwool fortsat vil foretage store investeringer i sin produktion. Det forventes ligeledes at Rockwool fortsat vil investere i nye fabrikker, for at imødekomme den stigende efterspørgsel.

Det ses endvidere fra regnskabsanalysen at afskrivningerne på anlægsaktiverne svarer til ca. 10%, som vil være den afskrivningsprocent der anvendes i budgetperioden, til at estimere det frie cash-flow.

Balancebudget								
M/EUR	2023R	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Terminal	
Budgetteret - Anlægsaktiver	2.361	2.736	3.136	3.536	3.911	4.261	4.611	
Investeringer		375	400	400	375	350	350	
Heraf afskrivninger		274	314	354	391	426	461	

6.2.2 Arbejdskapital

De primære drivere i Rockwools arbejdskapital er lager, debitorer og kreditorer. Til at estimere ændringen i arbejdskapital vil antal lagerdage, debitor dage og kreditor dage udregnes for at estimere arbejdskapitalen i budgetperioden. Det antages at gennemsnittet for regnskabsperioden 2019-2023 er gældende for hele budgetperioden.

Formlerne for lagerdage, debitor dage og kreditor dage er således:

$$\text{Lagerdage} = \frac{\text{Varebeholdninger} * 365}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Debitor dage} = \frac{\text{Tilgodehavender fra salg} * 365}{\text{Nettoomsætning}}$$

$$\text{Kreditor dage} = \frac{\text{Leverandører af varer og tjenesteydelser} * 365}{\text{Vareforbrug}}$$

Da vareforbruget ikke blev kommenteret i regnskabsanalysen, er den gennemsnitlige vareforbrugsprocent beregnet i perioden 2019-2023 på baggrund af årsrapporterne.

Ovenstående formler er i nedenstående omregnet til de gennemsnitlige værdier, til brug for estimering af arbejdskapitalen:

Lagerdage					
M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Varebeholdning	236	216	317	433	375
Lagerdage	31	30	37	40	38
Gennemsnitlige lagerdage	35				
Debitordage					
M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Tilgodehavender fra salg	275	247	307	274	275
Debitordage	36	35	36	25	28
Gennemsnitlige debitordage	32				
Kreditordage					
M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Vareforbrug	929	845	1.116	1.682	1.302
Leverandører af varer og tjenesteydelser	196	184	283	270	241
Kreditordage	77	79	93	59	68
Gennemsnitlige kreditordage	75				
Gennemsnitligt vareforbrug					
M/EUR	2019	2020	2021	2022	2023
Nettoomsætning	2.773	2.608	3.094	3.922	3.635
Vareforbrug	929	845	1.116	1.682	1.302
Gennemsnitligt vareforbrug	36,64%				

Som det ses af ovenstående er lager- debitor og kreditordage beregnet til hhv. 35, 32 og 75 dage. Disse anvendes til at beregne ultimoværdien på de primære poster der vedrører arbejdskapitalen ved at dividere nævneren i hver af formlerne med 365 dage, ganget med f.eks. gennemsnitlige antal lagerdage. F.eks.:

$$\text{Ultimo varelager} = \frac{\text{Budgetteret nettoomsætning}}{\frac{365}{35}}$$

Efter denne omregning fås følgende budgettal:

Balancebudget - Arbejdskapital						
M/EUR	2024B	2025B	2026B	2027B	2028B	Terminal
Budgetteret - operating income	3.708	3.893	4.088	4.251	4.421	4.598
Budgetteret varelager	359	377	396	411	428	445
Budgetteret - operating income	3.817	4.122	4.452	4.808	5.096	5.351
Budgetteret debitorer	335	362	391	422	447	469
Budgetteret - Vareforbrug	1.358	1.426	1.498	1.558	1.620	1.685
Budgetteret kreditorer	279	293	308	320	333	346
Budgetteret arbejdskapital	414	445	478	513	542	568
Budgetteret ændringer i arbejdskapital, 2023 = 301	113	31	33	35	29	26

Som det ses af ovenstående, stiger arbejdskapitalen i hele budgetperioden til i alt 568 i terminalperioden.

7. Frit cash-flow

Det sidste punkt inden selve værdiansættelsen er beregningen af det frie cash-flow. Alle komponenterne til dette blev beregnet i budgetteringen, hvorfor dette nu kan estimeres.

Formlen til at beregne det frie cash-flow er:

$$FCF = EBIT(1 - T_c) + \text{Afskrivninger} - \text{Ændring i WCR} - \text{Nettoinvesteringer}$$

Formlen er for budgetperioden, opsat i nedenstående:

Estimering af frit cash-flow						
	1	2	3	4	5	
M/EUR	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
EBIT	482	506	552	595	597	621
Skatteprocent	24%	23%	22%	22%	22%	22%
+ Afskrivninger	273,6	313,6	353,6	391,1	426,1	461,1
- Ændring i WCR	-113,4	-30,8	-33,1	-34,8	-29,0	-26,2
- Nettoinvesteringer	-375	-400	-400	-375	-350	-350
FCF	151,5	272,5	350,9	445,6	512,7	569,1

7.1 Terminalværdien af det frie cash-flow

Som tidligere nævnt betegner terminalperioden, den periode som kommer efter budgettet. I dette tilfælde vil terminalperioden være fra 2029 og frem, da budgettet er over en femårig periode fra 2024-2028. Terminalværdien beregnes ud fra formlen:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCF \text{ i terminal perioden}}{WACC - g}$$

I formlen angiver ”g” vækstraten i terminalperioden, som tidligere er estimeret til at være 4%.

I Rockwools tilfælde er terminalværdien beregnet til:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{569,1}{10,99\% - 4\%} = 8.142,13 \text{ mio EUR.}$$

Estimering af frit cash-flow						
	1	2	3	4	5	
M/EUR	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal
EBIT	482	506	552	595	597	621
Skatteprocent	24%	23%	22%	22%	22%	22%
+ Afskrivninger	273,6	313,6	353,6	391,1	426,1	461,1
- Ændring i WCR	-113,4	-30,8	-33,1	-34,8	-29,0	-26,2
- Nettoinvesteringer	-375	-400	-400	-375	-350	-350
FCF	151,5	272,5	350,9	445,6	512,7	569,1
Terminalværdi						8.142,13

8. Værdiansættelse

For at værdiansætte Rockwool, beregnes Enterprise Value (EV). EV består af nutidsværdien af det budgetterede cash-flow og nutidsværdien af terminalværdien. Herefter tillægges ultimo likviderne, som fratrækkes ultimo gælden pr. 31.12.23. For likvider og gæld ultimo 2023 er de regnskabsmæssige værdier anvendt.

Værdiansættelse efter DCF metoden		
WACC	10,99%	
Nutidsværdi budget	1.212,36	(nutidsværdi formel)
Nutidsværdi - terminal	4.833,64	Terminalværdi / $(1+WACC)^5$
EV	6.046,00	
+ likvider ult. 2023	354	
- Gæld ult. 2023	212	
Equity value	6.188,00	Mio EUR
Valutakurs 2023	7,4529	(valutakurser.dk, 31.12.23)
Equity value dkk	46.118,58	Mio DKK

Som det ses af ovenstående, er nutidsværdien af egenkapitalen ultimo 2023 6.188 mio. EUR eller 46.118,58 mio. DKK. Dette anses som værende markedsværdien pr. 31.12.23.

Rockwool har jf. deres årsrapport 2023 en aktiekapital med en nominel værdi på ca. 216 mio. DKK fordelt på 21,62 mio. aktier, da stykstørrelsen svarer til 10 stk.

Med udgangspunkt i 21,62 mio. aktier og en beregnet equity value på baggrund af DCF modellen, ses det at den faktiske ultimo kurs er lavere end den teoretisk beregnede kurs, som viser et merpotentiale på 8,22%.

Aktiekapital ult 2023	Antal	Stk pris	Styk størrelse	Samlet værdi	
A-aktier	10.776.159,00	1.965,00	10,00	21.175.152.435,00	DKK
B-aktier	10.844.550,00	1.977,00	10,00	21.439.675.350,00	DKK
I alt	21.620.709,00		10,00	42.614.827.785,00	DKK
Aktier, mio stk	21,62				
Gns kurspris jf DCF	2.133,07				
Gns kurs ult 2023	1.971,02	Jf Rockwool årsrapport			
Merværdi jf. DCF	8,22%				

8.1 Delkonklusion værdiansættelse

På baggrund af ovenstående kan det konkluderes at den teoretiske aktiekurs er højere end den faktiske pr. 31.12.23, hvorfor aktien anses som undervurderet. Den teoretiske aktiekurs viser et merpotentiale på 8,22% sammenlignet med den faktiske gennemsnitskurs. Det kan derfor anbefales for investorer at enten købe aktier eller holde nuværende.

8.2 Følsomhedsanalyse

For at vurdere følsomheden af beregningen opstilles en tabel der viser den beregnede equity value, samt den gennemsnitlige aktiekurs ved ændring af WACC og vækstraten.

Følsomhedsanalyse ved ændring af WACC og vækstrate - EV								
Vækstrate	WACC							
	46.118,58	9,50%	10%	10,50%	10,99%	11,50%	12%	12,50%
	2,50%	49.005,03	45.486,30	42.413,04	39.757,45	37.305,42	35.161,48	33.236,01
	3%	51.965,96	47.994,65	44.558,63	41.613,70	38.914,12	36.569,00	34.474,88
	3,50%	55.420,39	50.888,90	47.010,74	43.717,78	40.723,91	38.142,11	35.851,40
	4%	59.502,88	54.265,52	49.840,10	46.118,58	42.775,00	39.911,86	37.389,86
	4,50%	64.401,88	58.256,08	53.141,02	48.898,56	45.119,10	41.917,58	39.120,63
	5,00%	70.389,55	63.044,74	57.042,10	52.137,62	47.823,84	44.209,82	41.082,17
	5,50%	77.874,13	68.897,56	61.723,40	55.966,68	50.979,36	46.854,72	43.323,92
Aktier	21,62	mio stk						
Følsomhedsanalyse ved ændring af WACC og vækstrate - Gns aktiekurs								
Vækstrate	WACC							
	2.133,07	9,50%	10%	10,50%	10,99%	11,50%	12%	12,50%
	2,50%	2.266,65	2.103,90	1.961,75	1.838,92	1.725,51	1.626,34	1.537,28
	3%	2.403,61	2.219,92	2.060,99	1.924,78	1.799,91	1.691,44	1.594,58
	3,50%	2.563,39	2.353,79	2.174,41	2.022,10	1.883,62	1.764,21	1.658,25
	4%	2.752,21	2.509,97	2.305,28	2.133,07	1.978,49	1.846,06	1.729,41
	4,50%	2.978,81	2.694,55	2.457,96	2.261,73	2.086,91	1.938,83	1.809,46
	5,00%	3.255,76	2.916,04	2.638,40	2.411,55	2.212,02	2.044,86	1.900,19
	5,50%	3.601,95	3.186,75	2.854,92	2.588,65	2.357,97	2.167,19	2.003,88

Som ovenstående tabel viser er værdiansættelsen tilknyttet en relativ stor mængde usikkerhed, da små ændringer i hhv. WACC og vækstraten kan medføre betydelige udsving. Det ses f.eks. at en fastholdelse af vækstraten på 4%, men en mindre stigning i WACC til 11,5%, ændrer

værdiansættelsen til 42.755 mio. DKK, eller en gennemsnitlig aktiepris på 1.978,49 DKK, hvilket ligger meget tæt på den faktiske handelskurs ultimo 2023. Hvis kapitalomkostningerne i stedet ændres til bare 12% ses det at den faktiske handelskurs er overvurderet ift. den teoretiske, da den teoretiske aktiekurs "kun" vil være 1.846,06 DKK.

Det vurderes altså at den konkluderede teoretiske værdi kun kan anses som et estimat, da små ændringer i beregningerne kan medføre større udsving.

8.3 Alternative værdiansættelsesmetoder

Til at sammenligne prisfastsættelsen med DCF modellen, anvendes to alternativer værdiansættelses metoder, Price to earning metoden (P/E) og Price to book (P/B) metoden. Disse metoder kræver ikke en omfattende budgettering, for at kunne estimere en værdiansættelse, men tager i stedet udgangspunkt i konkurrenternes P/E og P/B, som videreføres til Rockwools forhold.

Price to earning metoden tager udgangspunkt i konkurrenternes estimerede equity value, som regnes på baggrund af antal aktier ganget med aktiekursen ultimo 2023 i forhold til konkurrenternes overskud efter skat.

Price to book tager udgangspunkt i konkurrenternes estimerede equity value, som regnes i forhold til den bogførte egenkapital pr. 31.12.23.

Når disse er udregnet, videreføres disse til Rockwools forhold:

Konkurrenter	Antal aktier, mio	Kurs pr. 31.12.23, EUR*	Overskud pr aktie, EUR	Bogført egenkapital, pr aktie	Estimeret EV	
Saint-Gobain	506,44	64,86	5,44	46,91	32.847,70	Jf Saint-Gobain 2023 årsrapport
Kingspan	183,59	78,40	3,56	21,50	14.393,46	Jf Kingspan 2023 årsrapport
Overskud 2023			2.756,00	23.758,00	Mio EUR	
Bogført EK 2023			653,90	3.947,80	Mio EUR	
*Kurser er fundet via Børsen og Euroinvestor						
	P/E	P/B				
Saint-Gobain	11,92	1,38				
Kingspan	22,01	3,65				
Gennemsnit	16,97	2,51				
Rockwool						
Udestående akti	21,62					
	Pr aktie, EUR	Gns multiple	Værdi pr aktie, EUR	Værdi pr. aktie, DKK		
Overskud	17,99	16,97	305,24	2.274,90		
Egenkapital	129,69	2,51	326,08	2.430,22		
				2.352,56		
		Gns aktiekurs pr. 31.12.23		1.971,02		
				381,54		
		Værdiansættelse ved DCF		2.133,07		
				219,49		
Kurs 31.12.23	7,4529					

Som det ses af ovenstående, er den gennemsnitlige P/E og P/B for Rockwools konkurrenter, Saint-Gobain og Kingspan hhv. 16,97 og 2,51 gange.

Når disse videreføres til Rockwools forhold bliver overskud pr aktie beregnet til 2.274,9 DKK og 2.430,22 DKK pr aktie. Når gennemsnittet af disse beregnes, fås en gennemsnitlig aktiekurs på 2.352,56, som altså er højere end både den faktiske aktiekurs og den estimerede aktiekurs fra DCF-modellen. Modellen tager ikke højde for samme mængde information, som DCF-modellen, hvorfor denne som udgangspunkt anses som mindre præcis end DCF-modellen. Den kan dog anvendes for at få hurtigere estimat, dog forbundet med en vis usikkerhed, da konkurrenternes forhold næppe er 100% gældende for Rockwool. Niveauet fra den multiple beregning vurderes dog til at kunne validere niveauet, beregnet via DCF modellen.

9. Konklusion

Rockwool A/S er en veletableret koncern, som gennem en lang årrække har opbygget et unikt know-how inden for anvendelse og produktion af stenuld. Rockwools hovedmarked er isoleringsmaterialer, hvor man med den verdenskendte stenuldisolering har opnået en position som verdensførende. Branchen for mineraluldisolering vedrører udover stenuld også andre isoleringsprodukter, som f.eks. glasuld, som Rockwools største konkurrent Saint-Gobain producerer med deres datterselskab Isover. Mineraluldisoleringsbranchen er generelt præget af ganske få, men meget store aktører, hvilket skaber en aggressiv branche, hvor selskaberne hele tiden skal forholde sig konkurrenterne, for ikke at miste markedsandele.

Branchen generelt er meget konjunkturfølsomt, da man afhænger meget af byggebranchen, hvor nyere lovgivninger betyder at der bl.a. er minimumskrav til hvor godt bygninger skal være isoleret. EU og øvrige myndigheder har i senere tid ligeledes fokuseret mere på det helt store samtaleemne i verden, klimaet. Det har betydet at man i især EU begynder at fokusere mere på at energioptimere bygninger, hvilket skal bidrage til at mindske energibehovet og dermed mindske Co2 udledningen.

Mineraluldsbranchen har i senere år været udfordret af de meget høje energipriser, hvor især elpriserne har været problematisk høje. Årsagen til dette er at størstedelen af mineraluldisolering produceres ved at omsmelte ressourcer ved ekstremt høj varme, hvilket er yderst energikrævende. Rockwool vil derfor fremadrettet med fordel investere i at undersøge om man kan nedbringe energibehovet i produktionen, hvilket vil betyde at man kan være mere konkurrencedygtige på priserne.

På trods af generel usikkerhed på de finansielle markeder og høje energipriser har Rockwool været i stand til at drive en sund forretning med stabile driftsresultater. Rockwool har i regnskabsperioderne 2019-2023 formået at skabe en solid vækst i omsætningen, såvel som på bundlinjen. Nøgletallene i perioden har ligeledes været på fornuftige niveauer, hvor man på mange parametre klarer sig bedre end sin største konkurrent Saint-Gobain, hvor man især på afkast til ejere (ROE), afkastningsgrad (ROIC) og overskudsgrad (EBIT%), klarer sig væsentligt bedre. Dette er en indikation på at man driver en virkelig sund forretning, som kun forventes at forbedres, når myndighederne begynder at investere mere intensivt i energioptimeringer.

Det estimerede budget for Rockwool, som danner grundlag for værdiansættelsen, bærer også præg af en forventet vækst over hele budgetperioden. Det forventes ligeledes at Rockwool er i stand til at vedholde en solid overskudsgrad på omkring 13,5-14% i lighed med tidligere år. Rockwool har i senere år investeret meget i nye fabrikker, samt at omstille nuværende fabrikker til en grønnere produktion. Denne tendens forventes at fortsætte i de kommende år, hvor det budgetteres med at investere mellem 350-400 mio. EUR hvert år.

Rockwools kapitalomkostninger (WACC), er estimeret til at være 10,99% og når budgettet sammenholdes med dette, ses det at den teoretiske aktiekurs er højere end den faktiske handelskurs ved udgangen af 2023, ved brug af DCF metoden. Dette indikerer at den faktiske aktiekurs estimeres til at være undervurderet. Det beregnede kurspotentiale er estimeret til 8,22%. Den teoretiske aktiekurs er således beregnet til at være 2.133,07 DKK, sammenholdt med den gennemsnitlige handelskurs ultimo 2023 på 1.971,02 DKK. Den teoretiske equity value er således beregnet til at være ca. 46.118 mio. DKK.

Ved anvendelse af en alternativ metode, den multiple metode, ses det at den beregnede værdi er højere end værdien, som blev estimeret ved DCF metoden. Den multiple metode er dog væsentligt mindre omfattende end DCF modellen, men siden niveauet ikke er væsentligt anderledes end DCF modellen, anses det som en metode der validerer den teoretiske værdiansættelse fra DCF modellen.

Værdiansættelsen er endvidere blevet testet, ift. hvor følsom beregningen er. Her ses det at værdiansættelsen er forbundet med væsentlige usikkerheder, da små ændringer i de testede variabler, WACC og vækstrate, ses at have en væsentlig betydning for værdien.

Bibliografi

Børsen, 2024. *Rockwool ser. B*. [Online]

Available at: <https://borsen.dk/investor/aktie/S1143/ROCK-B/Rockwoolser.B>

[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Dansk Industri, 2023. *De høje energipriser rammer særligt danskere i dårligt isolerede huse*.

[Online]

Available at: <https://www.danskindustri.dk/arkiv/analyser/2023/2/de-hoje-energi-priser-rammer-sarligt-danskere-i-darligt-isolerede-huse/>

[Senest hentet eller vist den 28 november 2024].

dst.dk, 2024. *Byggeomkostningsindeks for boliger*. [Online]

Available at: www.statistikbanken.dk/BYG43

[Senest hentet eller vist den 11 november 2024].

dst.dk, 2024. *Nybyggeri*. [Online]

Available at: www.statistikbanken.dk/LABY37

[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

dst.dk, 2024. *Nye indenlandske udlån*. [Online]

Available at: www.statistikbanken.dk/DNRNURI

[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

EU, 2024. *Parisaftalen om klimaændringer*. [Online]

Available at: <https://www.consilium.europa.eu/da/policies/paris-agreement-climate/>

[Senest hentet eller vist den 27 november 2024].

Europa-Parlamentet, 2024. *Energieffektivitet*. [Online]

Available at: <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/da/sheet/69/energieffektivitet>

[Senest hentet eller vist den 27 november 2024].

Europa-Parlamentet, 2024. *Nyt EU-direktiv om rapportering af bæredygtighed*. [Online]

Available at: <https://www.co-industri.dk/artikler/nyt-eu-direktiv-om-rapportering-af-baeredygtighed>

[Senest hentet eller vist den 27 november 2024].

Financial Times, 2024. *Financial Times - Rockwool A/S*. [Online]

Available at: <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=ROCK%20B:CPH>

[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Glatz, S. S. & Boding, J. T., 2022. *Isolering - Få det store overblik over isoleringsmaterialer*.

[Online]

Available at: <https://www.bolius.dk/isolering-faa-det-store-overblik-98118>

[Senest hentet eller vist den 30 november 2024].

Grodan, 2024. *Grodan, Om os*. [Online]

Available at: <https://www.grodan.com/global/about/>

[Senest hentet eller vist den 17 11 2024].

Hawawini, G. & Viallet, C., 2022. *Finance for executives - Managing for value creation*. 7. udgave red. Hampshire: Cengage Learning, EMEA.

Høg, J., 2024. *Norlys vil skabe nationalt ladenet til ellastbiler*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/mediemarkiv/link?articles=e9fa774e>
[Senest hentet eller vist den 27 november 2024].

Jørgensen, S. K. & Vestergaard, T. M., 2023. *Aarhus kan vente sig færre byggekraner de kommende år*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/mediemarkiv/link?articles=e9f4f447>
[Senest hentet eller vist den 16 november 2024].

Olsen, N. V., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022. *Strategi - Det strategiske lederskab*. København: Gads Forlag.

Petersen, M. T., 2023. *Prisen på el-lastbiler kan slå fynske transportvirksomheder ihjel: Regeringen har ikke planer om flere støttepuljer*. [Online]
Available at: <https://fyens.dk/fyn/prisen-paa-el-lastbiler-kan-slaa-fynske-transportvirksomheder-ihjel-regeringen-har-ikke-planer-om-flere-stoettepuljer>
[Senest hentet eller vist den 27 november 2024].

PwC, 2020. *Prisfastsættelse på aktiemarkedet*. [Online]
Available at: <https://www.pwc.dk/da/vaerdiansaettelse/assets/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>
[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Rasmussen, P. B., 2022. *Rockwool mister grebet om russisk datterselskab*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/Mediemarkiv/link?articles=e920a06f>
[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

Rasmussen, P. B., 2022. *Rockwool: Vi er anderledes end Grundfos og Carlsberg*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/Mediemarkiv/link?articles=e9071ecd>
[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

Rasmussen, P. B., 2022. *Rockwool-konkurrent fastholder også fabrikker i Rusland*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/mediemarkiv/link?articles=e9143980>
[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

Rasmussen, P. B., 2022. *Rockwools salg upåvirket af russisk image krise*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/mediemarkiv/link?articles=e914397e>
[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

Rasmussen, P. B., 2023. *Rockwool: Carlsbergs skæbne bekræfter, vi skal blive i Rusland*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/Mediemarkiv/link?articles=e9fb727e>
[Senest hentet eller vist den 11 november 2024].

Ringler, A., 2020. *What is Fiberglass Insulation? How it Works and What it's Made of*. [Online]
Available at: <https://www.retrofoamofmichigan.com/blog/fiberglass-insulation-material-ingredients>
[Senest hentet eller vist den 30 november 2024].

Rockfon, 2024. *Rockfon, Om os*. [Online]
Available at: <https://www.rockfon.dk/om-os/>
[Senest hentet eller vist den 17 11 2024].

Rockpanel, 2024. *Rockpanel, Om os*. [Online]
Available at: <https://www.rockpanel.dk/om-os/>
[Senest hentet eller vist den 17 11 2024].

Rockwool, 2018. *Rockwool årsrapport 2018*, Hedehusene: Rockwool.

Rockwool, 2019. *Rockwool årsrapport 2019*, Hedehusene: Rockwool.

Rockwool, 2021. *Rockwool årsrapport 2021*, Hedehusene: Rockwool.

Rockwool, 2022. *Rockwool årsrapport 2022*, Hedehusene: Rockwool.

Rockwool, 2023. *Rockwool sustainability report 2023*, s.l.: Rockwool.

Rockwool, 2023. *Årsrapport 2023*, s.l.: Rockwool.

Rockwool, 2024. *Nybyggeri - Oversigt over krav*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/dk/downloads-og-tools/bygningsreglement/projekttyper/nybyggeri/>
[Senest hentet eller vist den 28 november 2024].

Rockwool, 2024. *Om os*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/dk/om-os/>

Rockwool, 2024. *Om os: Rockwool Group Strategy*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/group/about-us/rockwool-group/strategy/>
[Senest hentet eller vist den 13 11 2024].

Rockwool, 2024. *Om: Rockwool Group*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/group/about-us/history/>
[Senest hentet eller vist den 13 11 2024].

Rockwool, 2024. *Om: Rockwool koncernen*. [Online]
Available at: <https://www.rockwool.com/dk/om-os/rockwool-koncernen/>
[Senest hentet eller vist den 13 11 2024].

Rockwool, 2024. *Sådan producerer vi ROCKWOOL isoering af høj kvalitet*. [Online]
Available at: <https://production.rockwool.dk/>
[Senest hentet eller vist den 29 november 2024].

Rockwool, Rockwool. *Rockwool årsrapport 2020*, Hedehusene: Rockwool.

Saint-Gobain, 2023. *Saint-Gobain financial statement 2023*, Courbevoie, Frankrig: Saint-Gobain.

Saint-Gobain, 2024. *Isover - innovative isoleringsløsninger*. [Online]
Available at: <https://www.saint-gobain.dk/isover/om-isover#isover>
[Senest hentet eller vist den 28 november 2024].

Skat.dk, 2019. *4.1.2.3 Markedsrisikopræmie*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813219>
[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Skat.dk, 2024. *Godtgørelse af afgift af elektricitet*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2062223>
[Senest hentet eller vist den 28 november 2024].

Slots- og Kulturstyrrelsen, 2019. *Industrihistoriens Danmarkskort: Rockwool*. [Online]
Available at: <https://slks.dk/omraader/kulturarv/bevaringsvaerdige-bygninger-og-miljoeer/bevaringstemaer/industrikultur/industrihistoriens-danmarkskort/rockwool>
[Senest hentet eller vist den 13 11 2024].

Søndergaard, P., 2022. *Partiledere lægger pres på danske selskaber i Rusland*. [Online]
Available at: <https://apps-infomedia-dk.zorac.aub.aau.dk/Mediearkiv/link?articles=e8c24853>
[Senest hentet eller vist den 26 november 2024].

UK Investing, 2024. *UK Investing - Rockwool international B*. [Online]
Available at: <https://uk.investing.com/pro/CPSE:ROCKB/explorer/beta>
[Senest hentet eller vist den 05 december 2024].

Datakilder

Figur 2 – Rentesats realkreditlån.

Kilde: Danmarks statistik - www.statistikbanken.dk/DNRNURI, egen tilvirkning

Figur 2 er lavet med nedenstående afgrænsninger:

Figur 2 er lavet med nedenstående afgrænsninger:

Figur 3 – Materialeomkostninger for boliger

Kilde: Danmark statistik - www.statistikbanken.dk/BYG43, egen tilvirkning

Figur 3 er lavet med nedenstående afgrænsninger:

Figur 3 er lavet med nedenstående afgrænsninger:

Figur 4 – Nybyggede parcelhuse i Danmark, opgjort i m²

Kilde: Danmark statistik - <https://www.statistikbanken.dk/LABY37>, egen tilvirkning

Figur 4 er lavet med nedenstående afgrænsninger:

The screenshot shows the Danmarks Statistik LABY37 web interface. The header includes the Danmarks Statistik logo and a search bar with the text 'SØG'. Below the header, the title 'LABY37: Nybyggeri (ikke korrigeret for forsinkelser) efter kommunegruppe og anvendelse' is displayed, along with the unit 'Enhed: M2'. Navigation tabs include 'Vælg', 'Udvælg via søgning', and 'Information'. Three filter panels are visible: 'KOMMUNEGRUPPE (105)' with 'Hele landet' selected, 'ANVENDELSE (29)' with 'Parcelhuse' selected, and 'KVARTAL' with a list of quarters from 2019K2 to 2024K3. At the bottom, it shows 'Antal valgte tal til tabellen: 16' and '(Vælg max. 10000)', along with 'ANNULLER' and 'VIS TABEL' buttons.

KOMMUNEGRUPPE (105)

- Hele landet
- Hovedstadskommuner
- Storbykommuner
- Provinsbykommuner
- Oplandskommuner
- Landkommuner
- København
- Frederiksberg
- Dragør
- Tårnby
- Albertslund
- Ballerup
- Brøndby
- Gentofte
- Gladsaxe
- Glostrup
- Herlev
- Hvidovre
- Høje-Taastrup
- Ishøj
- Lyngby-Taarbæk
- Rødovre

ANVENDELSE (29)

- Stuehuse til landbrugsejendomme
- Parcelhuse
- Række-, kæde- og dobbelthuse
- Etageboliger
- Kollegier
- Døgninstitutioner
- Anden helårsbeboelse
- Avls- og driftsbygning
- Fabrikker, værksteder og lign.
- El-gas-, vand- og varmekærker
- Anden bygning til produktion
- Transport- eller garageanlæg
- Bygninger til kontor, handel, lager, offentl.
- Bygninger anvendt til hotel, restauration,
- Uspec. transport og handel
- Bygninger anvendt til bibliotek, kirke, mu
- Bygninger anvendt til undervisning, forsk
- Bygninger anvendt til hospital, sygehus o
- Bygninger anvendt til daginstitutioner
- Uspecificeret institution
- Sommerhuse
- Uspecificeret ferieformål

KVARTAL

- 2024K3
- 2024K2
- 2024K1
- 2023K4
- 2023K3
- 2023K2
- 2023K1
- 2022K4
- 2022K3
- 2022K2
- 2022K1
- 2021K4
- 2021K3
- 2021K2
- 2021K1
- 2020K4
- 2020K3
- 2020K2
- 2020K1
- 2019K4
- 2019K3
- 2019K2

Antal valgte tal til tabellen: 16 (Vælg max. 10000)

ANNULLER VIS TABEL

Bilagsoversigt

Bilag 1 – Saint-Gobain til sammenligning

Resultatopgørelse til analyseformål							
	M/EUR	2022	2023			Nøgletal	2023
Operating income		51.197	47.944			ROE	11,75%
Cost of sales	-	38.006	- 35.109			ROIC	10,11%
General expenses incl. Research	-	7.915	- 7.664			EBIT%	8,82%
Share in net income from accounted companies		61	80			Capital Turnover	1,15
EBITDA		5.337	5.251			Financial cost ratio	0,90
						Financial structure ratio	1,78
Depreciation, amortisation and write-downs	-	755	- 1.020			Fin lever multiplier	1,61
EBIT		4.582	4.231			Tax effect ratio	0,72
						NLF	5.653,00
Net financial income / expenses	-	404	- 424			NSF	-6.782,00
Profit before tax (EBT)		4.178	3.807			SGR (retention rate 67%)	7,99%
Tax on profit for the year	-	1.077	- 1.051			ROE kontrol	
Profit for the year (EAT)		3.101	2.756			Roic tjek	10,1%
						Fin. Lev. Mult. Tjek	1,61
						Tax effect	0,72
						ROE tjek	11,75%
Managerial balance sheet							
	M/EUR	2022	2023				
Total - Non current assets		33.926	35.063			Kontrol	0,00%
Cash		6.134	8.602				
Invested capital		40.060	43.665				
Total equity		23.154	23.758				
Working capital requirement		205	1.129				
Total non-current liabilities		14.860	16.958				
Short term portion of bank loans and other loans		1.841	1.820				
Capital employed		40.060	43.665				
Ændringer i working capital required			924			Positiv likviditetspåvirkning grundet negativ WCR	