



Køb Uændret

Aktuel kurs:

761,00 DKK

Begivenhed:

3. Kvartalsregnskab

Seneste analyse:

17/11/14 – Fokus på tilstanden i Europa i kvartalsregnskabet torsdag

Kalender:

-

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Rockwool ramt af dæmpet aktivitet i Europa og ekstraordinære omkostninger

Vi fastholder 'Køb' på Rockwool. Rockwool leverer et skuffende kvartalsregnskab, som dog primært er drevet af ekstraordinære omkostninger. Med udsigt til fortsat omsætnings- og indtjeningsfremgang anser vi værdiansættelsen af Rockwool-aktien som attraktiv på de nuværende niveauer.

Rockwool nedjusterer forventningerne

Omsætningen stiger 10% til 551 mio. EUR i 3. kvartal. Det er 1% dårligere end vores estimat (-1% ift. markedsforventningerne). Opkøbene af CMC og HECK Wall Systems bidrager med 7%-point til væksten, mens en negativ valutaeffekt trækker omsætningen 2,5%-point ned. Resultatet af primær drift (EBIT) falder 14% og lander på 51,4 mio. EUR. Det er 22% dårligere end vores estimat. Rockwool fastholder forventningerne om en underliggende vækst i omsætningen på 5%, mens opkøb vil bidrage yderligere til væksten, så omsætningen eksklusiv valutaeffekter vil vokse med 12%. Selskabet forventer nu, at negative valuta-effekter vil trække salget ned med 3%-point. Rockwool nedjusterer forventningerne til et nettoresultat, og ser nu nettoresultatet i niveauet 110-120 mio. EUR (tidligere 127 mio. EUR). Nedjusteringen er hovedsagligt drevet af engangsomkostninger.

Vigtige europæiske markeder trækker salget ned

Det underliggende salg vokser 3% i 3. kvartal – korrigeret valutaeffekter og opkøbene af CMC og HECK Wall systems. I Vesteuropa går det underliggende salg tilbage med 3% i kvartalet. Markedsvilkårene er blevet mere udfordrende i kvartalet. Vi hæfter os ved en flad udvikling i Tyskland i 3. kvartal, mens Rockwool oplever tilbagegang i Frankrig og Holland i kvartalet. Det kan en formodet forbedring i markedsvilkårene i Storbritannien og Skandinavien ikke kompensere for. Vi vurderer, at de nuværende udfordrende markedsvilkår vil vare ved de kommende kvartaler. Det er dog i den forbindelse vores forventning, at Rockwool vil være i stand til at vokse i Vesteuropa. Vi hæfter os til gengæld ved en fortsat stærkt underliggende vækst i Østeuropa. Den stærke udvikling er drevet af Rusland og Polen. Rockwool mærker fortsat ikke Rusland/Ukraine-krisen. Med få måneder tilbage af den russiske byggesæson, forventer vi ikke, at krisen vil berøre Rockwool i den resterende del af 2014 og starten af 2015. Udsigt til generel nedgang i den russiske økonomi i 2015 vil dog ramme byggekonjunkturerne og dermed Rockwool. Det ser desuden ud til, at Rockwool vil have massiv valutamodvind i 2015 som følge af devalueringen af den russiske rubel. Det amerikanske marked fortsætter de positive takter som en konsekvens af de lysere byggekonjunkturer i USA. Vi forventer, at Rockwool også i 2015 vil vokse stærkt i USA som følge af fortsat gunstige markedsvilkår og gradvist stigende bidrag fra den nye fabrik i USA.

Indtjeningen ramt af ekstraordinære omkostninger

Rockwools indtjening er udover en negativ valutaeffekt som følge af udviklingen i den russiske rubel negativt påvirket af en række omkostninger af engangskaraktér. Rockwool henseatter til restrukturerings- og har omkostninger i forbindelse med nedlukning af en fabrik i Kina samt højere opstartsomkostninger i relation til den nye fabrik i USA. De ekstraordinære omkostninger forventes at belaste 2014-indtjeningen med ca. 20 mio. EUR. Selvom de udfordrende markedsvilkår i dele af Vesteuropa og på sigt Rusland efter vores vurdering vil svække Rockwools kapacitetsudnyttelse i 2015, vurderer vi, at fortsat gode markedsvilkår i dele af Østeuropa og i særdeleshed i USA - herunder bedre kapacitetsudnyttelse i USA - vil bidrage positivt til indtjeningen. Vi ser på den baggrund fremgang i indtjeningen i 2015.

Mange negative scenarier er indregnet – vi fastholder Køb

Selvom Rockwool leverer et regnskab til den svage side og selvom usikkerheden om udviklingen på Rockwools markeder er øget, udtrykker kvartalsregnskabet efter vores vurdering på ingen måde en markant fundamental ændring for Rockwool. Vi hæfter os ved, at indtjeningstilbagegangen og dermed nedjusteringen primært er drevet af engangsomkostninger. Med udsigt til fortsat omsætnings- og indtjeningsfremgang samt med de seneste måneders kursfald i mente, anser vi Rockwool-aktien på det nuværende niveau som attraktiv.

Kursudvikling, resultater og Sydbanks forventninger

Mio. EUR	3K 2013	3K 2014	2013	2014E	2015E
Omsætning	529	581	1.987	2.171	2.237
EBIT (primær drift)	61	51	168	168	208
Ordinært resultat før skat	62	49	163	162	204
Nettoresultat	44	35	115	116	148
Egenkapital forrentning (%)	-	-	8,1%	8,7%	8,2%
Soliditet (%)	-	-	69,0%	69,9%	71,9%
EPS - udvandet	2,0	1,6	5,3	5,4	6,9
P/E	-	-	24,0	18,9	14,8
EV/EBITDA	-	-	9,0	6,9	6,2
Indre værdi	-	-	58	62	67
Yield	-	-	1,1%	1,7%	2,0%

Markedsværdi :	16,8 mia. DKK	Likviditet :	Middel
Regnskabsår :	01.01 - 31.12	Fondskode :	1021907
Seneste udbytte :	10,6 DKK /aktie	Reuterkode :	ROCKB.CO



Forretningsområde

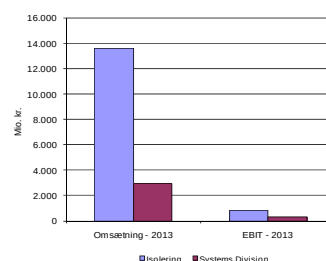
Rockwool er verdens største producent af stenuld, samt blandt de fire største producenter af mineraluld. Selskabet har 27 fabrikker i 16 lande i Europa, Nordamerika og Asien. Isoleringsforretningen bidrager med 82% af selskabets omsætning, og omfatter isolering til bygninger, industriel & teknisk isolering samt isolering til marine & offshore. Systemdivisionen vægter 18% af omsætningen og bidrager med løsninger til lofter, facadeplader, specialfibre til armering m.m. Et nyt område, BuildDesk, leverer IT-værktøjer og konsulentytelser inden for energioptimering af bygninger. Største aktionær er Rockwool Fonden, som ejer 22,85%.

Risici

Den største risiko for Rockwool er et øget prispres som følge af ny overkapacitet inden for branchen. Endvidere vil niveauet for byggeaktiviteten især i Vesteuropa bestemme efterspørgslen efter Rockwools isoleringsmaterialer. På kort sigt også udviklingen i energipriserne (herunder koks, naturgas og el), som kan øge produktionsomkostningerne.

Høj

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Lav
Rentedækning: 9,1

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2013

Vesteuropa: 59% Østeuropa: 24% Øvrige: 17%

Simpel DCF-model til illustration af kursfølsomhed

	Lavvækstscenario	Aktuel kurs	Højvækstscenario	Forudsætninger og kommentarer:
Fair værdi	628,3	761,0	908,8	Simpel DCF-model. IKKE kursmål.
Omsætningsvækst i forecastperiode	4%	5%	6%	10 års forecastperiode, år 1 = Sydbank-estimer
Overskudsgrad i forecastperiode	8,5%	9,5%	10,5%	Overskudsgrad år 1-10.
Kapitalomkostning (WACC) i forecastperiode	8,0%	8,0%	8,0%	Aktuel Sydbank-estimeret WACC
Kurspotentiale	-17,4%	-	19,4%	Afgivelser ift. aktuel anbefaling kan forekomme

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,4

Selskabets forventninger

Leverandører

3

Leverandører af energi og energirelaterede råvarer/ytelser har en vis forhandlingskraft. Især hos leverandører af koks, da koks er en væsentlig energiråvare i produktionen af stenuld.

Substitutter

4

Få direkte substitutter til stenuld, glasuld og skumplast. Beton, aluminium og højisoleringsvinduer er dog i varieret omfang substitutter til Rockwools produkter.

Indgangsbarrierer

5

Højt kapitalkrav til etablering af produktions- og distributionsapparat. Endvidere er isoleringsmarkedet karakteriseret ved indarbejdede brands samt patentrettigheder.

Kunder

3

I de seneste år er der sket en betydelig konsolidering i kundekredsen således blandt andet som følge af større kæder indenfor byggematerialer. Denne trend ventes fortsat.

Intensitet

2

Mere intense konkurrencevilkår som følge af afmatningen i byggesektoren. Skærpede krav til bygningers energianvendelse mindsker dog priskonkurrencen i Vesteuropa.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2014E	6,5	5,4	-16,9%
2015E	7,6	6,9	-9,2%

Relativ performance (OMX)

	1M	3M	12M
	-11,7%	-17,4%	-33,1%

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-group analyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturfremtidsbilleder. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 26 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabsniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Køb	Bedre end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	50,0%
Hold	På linje med gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	15,4%
Sælg	Dårligere end gennemsnittet af virksomheder i kategorien	12 måneder	34,6%

Vi opdeler virksomhederne i to kategorier - cykliske og defensive aktier. Køb betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i kategorien. Hold betyder, at aktien vil klare sig på linje med de øvrige selskaber i kategorien. Endelig betyder sælg, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i kategorien. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

	K ø b	H o l d	S æ l g
C y k l i s k e a k t i e r	A . P . M ø l l e r M æ r s k D / S N O R D E N D a n s k e B a n k N K T H o l d i n g P a n d o r a R o c k w o o l V e s t a s	N o r d e a	B a n g & O l u f s e n D S V F L S m i d t h S A S
D e f e n s i v e a k t i e r	A L K - A b e l l ó C a r l s b e r g G N S t o r e N o r d I S S N o v o N o r d i s k T r y g	C h r . H a n s e n C o l o p l a s t N o v o z y m e s	H . L u n d b e c k R o y a l U n i b r e w T D C T o p d a n m a r k W i l l i a m D e m a n t

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå.

Investering er forbundet med risikoen for økonomisk tab. Hverken historiske afkast og kursudvikling eller prognoser for fremtiden i materialet kan anvendes som pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling. Et afkast og/eller en kursudvikling som beskrevet i dette materiale kan blive negativ. Hvor oplysningerne er baseret på bruttoafkast, vil gebyrer, provisioner og andre omkostninger kunne medføre, at afkastet bliver lavere end anført i materialet. Hvor materialet oplyser om den skattemæssige behandling af en disposition, er det med forbehold for, at den skattemæssige behandling altid afhænger af den enkelte kundes individuelle situation og at reglerne i øvrigt kan ændre sig fremover.

I analysen nævnes aktier, som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder, at når der investeres i aktier, er der risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue.

Denne publikation er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge finansielle instrumenter.

Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S, Peberlyk 4, 6200 Aabenraa, cvr. nr. 12626509 er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.