

Værdiansættelse af Parken Sport & Entertainment A/S



fitnessdk
mere end træning



Tobias Linnebjerg Jørgensen
Christian Andersen

Vejleder: Jens O. Elling

Copenhagen Business School 2011
HD(R) Hovedopgave
Afleveret d. 7. december 2011

Arbejdsfordeling

Begge gruppens medlemmer har været involveret i hele processen, at skrive et projekt, samt været inde over alle aspekter af projektet, herunder diskussion og gennemgang af teorier og analyser. Nedenfor er dog angivet hvem der har været ansvarlige for tilblivelsen og skrivningen af projektets enkelte dele og sider.

Gruppe medlem	Sidefordeling. ø = øverste afsnit på siden n = nederste afsnit på siden
Christian Andersen	s. 6-7, s. 9 +10 ø + 11 + 12 ø + 13 n – 14 + 16, 17 -18 ø, 21n – 28, 36n – 45, 54-55, 58-67, 73 n – 75 ø, 77 – 78 ø, 81-84,
Tobias L. Jørgensen	s. 8, 10 n + 12 n - 13 ø + 15, 18 n – 21 ø, 29-36 ø, 46-54 ø, 56-57, 68-73 ø, 75 n – 76, 78 n – 80, 85-86.

Indholdsfortegnelse

Executive Summary	6
Indledning og problemformulering	8
Problemidentifikation	8
Problemformulering	8
Metode og modelvalg	9
Metode	9
Datagenerering	9
Fravalg af empiri	9
Modelvalg	10
Strategisk analyse	10
Porter's five forces metode	11
Ressourcebaserede vinkel	12
SWOT analyse	13
Regnskabsanalyse og budgettering	14
Værdiansættelse	15
Opgave struktur	15
Afgrænsning	17
Præsentation af Parken Sport & Entertainment	18
Ejerforhold:	18
Nye aktionærer og ny ledelse:	20
Præsentation af forretningsområder	21
FC København – Fodboldholdet	21
Parken Venues – Udlejning af Parken	22
Lalandia	22
Fitness dk	23
Kontorejendomme	23
Fordeling af omsætning og resultat på forretningsområder	24
Del-konklusion fordeling af omsætning og resultat på forretningsområder	27
Strategisk analyse	28
PSE's omverden	28
PEST analyse	29
Delkonklusion PEST	35
Porters five forces	36

FC København.....	36
Delkonklusion FCK fodboldholdet:	39
Parken Venues – Events i Parken	39
Delkonklusion Parken Venues	40
Fitness dk.....	41
Delkonklusion fitness dk.....	42
Lalandia	42
Del-konklusion Lalandia	44
Kontorejendomme	44
Del-konklusion kontorejendomme	45
Ressourcebaseret vinkel.....	46
Delkonklusion ressourcebaseret vinkel.....	49
Ny ledelse i PSE.....	49
SWOT-analyse – Delkonklusion strategisk analyse.....	50
Regnskabsanalyse	56
Anvendt regnskabspraksis.....	56
Rentabilitetsanalyse	57
Vækstanalyse.....	68
Del-konklusion regnskabsanalyse	69
Budgettering	71
Salg /Omsætning	71
Budgettering af AOH og beregning af NDA	73
Budgettering af OGSalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat.....	74
Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat	74
Beregning Core OG(salg) efter skat	75
Usædvanlige poster.....	75
Delkonklusion budgettering.....	76
Værdiansættelse af Parken Sport & Entertainment	77
Estimering WACC.....	77
Estimering kapitalstrukturen.....	77
Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav.....	78
Ejernes afkastkrav	78
Del-konklusion - Estimering WACC.....	79
Værdiansættelse af PSE ved brug af FCFF-modellen	80

Følsomhedsanalyse/Scenarieanalyse.....	81
Delkonklusion værdiansættelse	82
Konklusion	83
Perspektivering	85
Litteraturhenviisning	87
Bilag	91

Executive Summary

Parken Sport and Entertainment (hereafter PSE) is a Group which has changed a lot over time. What started as a merger between two of Copenhagen's biggest football clubs, is now a group in the entertainment industry with fitness centers, vacations centers etc.

PSE has been put through a turbulent process in the last couple of years, with changes in shareholders and the board of directors. This has resulted in a negative tendency for the stock. The negative tendency is the reason why we got interested in investigating the hypothesis as follows: *“Is the PSE stock appropriately valued?”*

In terms of valuating the stock, we have gone through the phases of the fundamental analysis and the valuation. The fundamental analysis consists of a strategic analysis and a financial analysis. The strategic analysis addressed the non-financial drivers for the development in the Group result. It showed that PSE is cyclical sensitive. The recession we are experiencing now, has affected all of the business units. Furthermore, the unrest caused by the turbulent development in the Board of directors and shareholders has affected the result of the group negatively, because of among other, that the sponsors do not feel as appreciated as they did before.

The financial analysis addressed the financial drivers for the development in the Group result. It showed that in 2010, PSE had managed to turn a negative development in its ratios to positive in almost every case. But there is still room for improvement in the future. In addition, the growth analysis resulted in the conclusion that extraordinary items were less significant for the overall growth.

After the fundamental analysis we were capable of budgeting as the fundamental analysis resulted in the development of both the financial- and non-financial drivers. This resulted in an actual pro forma statement, which was the basis of the valuation of the stock.

We have used the FCFF-model in relation to valuating the stock, and therefore estimated r_{wacc} 's components. This lead to a price per stock of **117,75 DKK**. Hereafter we were able to answer our hypothesis regarding if the stock were appropriately valued.

The calculated stock price is higher than the closing price as per 12th October 2011 at “Københavns fondsbørs”; 85,00 DKK. This shows that the stock is underestimated with 39%. There can be many reasons for this. Some of them have relations to all our estimated values concerning the valuation. For example the sensitivity analysis showed that if we changed the sales growth to 2% instead of 3% the stock price would be 87,60kr.

Another reason could be the aforementioned unrest in the board of directors and shareholders, which could have lead to a mistrust to the stock, and affected the stock negatively.

Indledning og problemformulering

Problemidentifikation

Parken Sport & Entertainment (herefter PSE) er en virksomhed, der siden sin stiftelse har undergået flere forandringsfaser, herunder børsnotering samt udvidelse af forretningsområder af flere omgange. Hvad der startede som fodboldklubben F.C. København (herefter FCK) er i dag en underholdningskoncern, hvis aktiviteter derudover bl.a. omfatter feriecentre Lalandia og Fitness DK. Fodboldklubben FCK er en klub vi begge to har fulgt, hvilket har skabt en naturlig interesse for virksomheden.

Samtidig har PSE i de senere år gennemgået en turbulent forandringsproces, omfattende udvidelse af forretningsområder og en finanskrisen. Dette har medført udskiftning i såvel hovedaktionærer som ledelsen af koncernen. Indvirkningen på aktiekursen har fluktueret væsentligt, med en faldende tendens. Netop den faldende tendens har givet anledning til vores problemformulering, da vi har ønsket at undersøge hvorvidt PSE er fair værdiansat på børsen. Vores undren over den faldende tendens er forankret i, at fodboldholdet de seneste år har præsteret bedre og bedre kulminerende i foråret 2011 med 1/8-dels finalen i Champions League.

Selve værdiansættelsesprocessen indeholder flere interessante faser, og giver anledning til en fundamentalanalyse af PSE, som grundlag for vores værdiansættelse. Vi har ikke til formål med vores værdiansættelse, at fastsætte en salgs- eller købsanbefaling. Men udelukkende at vurdere, hvorvidt den pris aktien handles til, er udtryk for den faktiske værdi af koncernen.

Problemformulering

På baggrund af vores problemidentifikation, er vi kommet frem til følgende problemformulering:

"Er Parken Sport & Entertainment passende værdiansat på børsen?".

Denne problemformulering har givet anledning til følgende undersøgelsesspørgsmål:

- Hvilke forretningsområder består PSE af?
- Hvilke faktorer i PSE's omverden øver særlig indflydelse på virksomheden?
- Hvordan er PSE's konkurrencemæssige situation?
- Hvad har drevet PSE's økonomiske udvikling?
- Hvordan forventes PSE at udvikle sig i fremtiden?
- Hvad er værdien af PSE?

Metode og modelvalg

Metode

Datagenerering

Til værdiansættelsens fundament, har vi valgt at basere os på flere forskellige informations- og datakilder.

Da vi, anskuer værdiansættelsen som eksterne analytikere, er vores data i høj grad sekundære datakilder såsom årsrapporter, artikler, hjemmesider mv.

Vores projekt har derfor naturligt båret præg af *desktop research*, forstået på den måde at en stor del af den data og teori vi har benyttet er fremskaffet fra biblioteker og forskningsbiblioteker, primært ved hjælp af fjernadgang.

Der har været benyttet CBS eget bibliotek, samt de databaser vi herigennem har kunnet få adgang til. Vi har stor tiltro til, at biblioteket og de forskningsdatabaser, vi har haft adgang til, kun gør litteratur og artikler af et vist fagligt niveau tilgængelige. Den litteratur vi benytter er skrevet til og af fagpersoner. Vi har derfor relativ høj tiltro til deres kvalitet og anvendelighed.

Vi benytter ligeså en del datamateriale fra parken.dk. At data er indsamlet hos virksomheden selv har selvfølgelig den konsekvens, at alle disse data i større eller mindre grad er udarbejdet af virksomheden selv. Dog for årsrapporternes vedkommende vurderes de meget pålidelige og valide, da de er reguleret efter internationale regnskabsstandarder samt børsretlige regler.

Ydermere afgives der en ekstern revisorerklæring som ligeledes bidrager positivt til reliabiliteten og validiteten. Vi er dog opmærksomme på, at de er til blevet hos virksomheden selv.

Fravalg af empiri

Vi har ikke valgt at indsamle data om PSE's konkurrenter. Vi har fravalgt dette baseret på vurdering af resurser samt det bidrag dette ville bringe vores projekt. Vi har her vurderet at det vil være sparsomt, hvor meget det vil bidrage til vores egentlige værdiansættelse af PSE, hvorfor vi har fravalgt dette. I det omfang vi omtaler PSE's konkurrenter, deres forretningsforhold og adfærd, er dette således baseret på til dels PSE's egne udtalelser, samt egne skøn ud fra observationer af hjemmesider og den ageren de udviser i diverse sekundære datakilder såsom hjemmesider, artikler mv. Vi er klar over, at dette er et svagt grundlag for egentlige vurderinger af konkurrenterne, hvorfor vi også vil forsøge at afholde os fra dette, i videst muligt omfang.

Modelvalg

Vi har ved vores modelvalg vurderet, hvilke modeller der vil være mest formålstjenstlige til projektet. Vores værdiansættelse af PSE vil gennemgå diverse analyser, hvori vi har foretaget specifikke modelvalg.

Vi har startet med en fundamentalanalyse hvori der indgår en strategisk analyse og en regnskabsanalyse. Ved at foretage en fundamental analyse, får vi analyseret både de ikke finansielle og finansielle værdidrivere der udøver indvirkning på PSE på et dynamisk og foranderligt marked. Denne vil danne grundlag for vores budgettering og afslutningsvis værdiansættelse.

Vi vil i vores strategiske analyse, analysere hhv. det eksterne miljø, industrien samt de interne resurser i PSE – dette vil derfor identificere de ikke-finansielle drivere. De konkrete modelvalg i den strategiske analyse vil nu blive beskrevet.

Strategisk analyse

(PEST: Political, Economic, Social, Technological)

Vi har ønsket at beskrive de faktorer der kan påvirke PSE via en makroøkonomisk analyse. Der foretages en PEST analyse for PSE på koncernniveau. Alle faktorer vil ikke være relevante for hvert enkelt af PSE's forskellige forretningsområder, og nogle faktorer vil kunne berøre flere forretningsområder.

Vi har valgt ikke at udvide PEST analysen til en PESTEL, da PSE ikke er underlagt særlovgivning der har væsentlig indflydelse på PSE's forretningsområder. Den lovgivning som PSE er underlagt, kan samlet set indeholdes under de Politiske faktorer. Ligeledes er der heller ikke særlige miljømæssige hensyn, hvorfor dem der måtte forekomme omfattes af de Sociale og kulturelle faktorer.

Ved anvendelse af en PEST analyse, er det vigtigt at være opmærksom på, at analysen ikke blive en ukritisk opremsning af alle de faktorer der påvirker eller vil kunne påvirke PSE's forretningsområder, men at det tydeliggøres hvilken indvirkning de enkelte faktorer vil kunne få for PSE, samt hvor sandsynligt det er de vil kunne påvirke PSE væsentligt.

Porter's five forces metode

Vi vil benytte Porter's five forces til at analysere på PSE's konkurrence miljø. Denne foregår på industriniveau, og tager udgangspunkt i et hvilket som helst firma i industrien. Herudfra vil man for eksempel kunne vurdere attraktiviteten for en ny virksomhed i, at skulle investere i industrien, men ligeledes hvorledes man skal positionere sig i industrien via sin konkurrencestrategi. I henhold til værdiansættelse er det et naturligt led af den strategiske analyse, at fokusere på konkurrencesituationen i forhold til de 5 kræfter, da den vil kunne belyse vigtige punkter til brug for værdiansættelsen senere.

De 5 kræfter er:

- Truslen fra nye konkurrenter
- Kundernes forhandlingsstyrke
- Truslen fra substituerende produkter
- Leverandørernes forhandlingsstyrke
- Konkurrenceintensiteten i branchen

En SWOT analyse berører ligeledes nogle af de samme ting som Porter's five forces, men i den sammenhæng vil det udelukkende være selskabet man analysere på, og ikke industrien som helhed. Det er netop der de to modeller adskiller sig fra hinanden. SWOT har en skarp opdeling af hhv. interne ressourcer i virksomheden og eksterne i dets omverden. Porter derimod søger at forklare de kræfter der udøver væsentlig indflydelse på en given virksomhed, til at beskrive industrien og herigennem vurdere attraktiviteten, positionering mv. På den baggrund skal Porter's five forces ses som et supplement til SWOT analysen.

Ved vores valg af Porter's five forces er vi også opmærksomme på den kritik der har været af Porter's five forces. To af de væsentlige punkter for vores valg, samt Porters modargumentation er beskrevet som følger¹:

- 1) Der er tale om en statisk analyse, som forudsætter stabile markeder. Analysen fortæller os ikke så meget om hvordan konkurrenter i industrien interagerer med hinanden, og hvad effekten af forskellige konkurrenttiltag har af indflydelse på en virksomhed i industrien. Porter mener her, at hans model er uden tidsvariant. Herudover mener han, at man får afsløret om eventuelle ændringer i miljøet har en vigtig indflydelse på industrien.

¹ USM s. 81-84

- 2) Mange konkurrencestrategier dukker op pludseligt, når industrien udvikler sig som et resultat af en uforudset ændring i omverdenen. Man har derfor ikke en fast strategi, men ledelsen reagerer på ændringen og laver en ny konkurrencestrategi.

Yderligere ved man ikke præcis hvem ens konkurrenter er i nye industrier eller når man ændrer sin strategi. Porter mener her, at virksomheder ikke behøves at "skate to where the puck is", men selv definere det. Det gør de ved en kontinuitet i deres strategivalg og ikke ved at ændre sin strategi ved hver ændring i miljøet.

Taget ovenstående i betragtning har vi valgt at fastholde vores valg af Porter's five forces, da den stadig vil bidrage til vores formål, nemlig en beskrivelse af de kræfter der udøver væsentlig indvirkning på PSE's industrier.

Ressourcebaserede vinkel

Den ressourcebaserede vinkel bliver ofte omtalt, som en inside out tilgang til at forklare det konkurrencemæssige miljø.² Ligesom Porter's five forces, vil den ressourcebaserede vinkel give os en forklaring på, hvorledes PSE positionerer sig i det konkurrencemæssige miljø. Dog tager Porter's five forces udgangspunkt i industrien omkring PSE til at forklare PSE's ressourcer og kompetencer og derved den konkurrencemæssige fordel ("outside-in"³), vil den ressourcebaserede vinkel tage udgangspunkt inde fra virksomhedens ressource og kompetencebase.

Ved valg af denne model, får vi derfor analyseret det interne miljø i PSE, hvorimod PEST og Porter's five forces analyseret det eksterne miljø. Den ressourcebaserede vinkel er dog også blevet udsat for kritik, som vi har haft med i vores overvejelser inden valget af modellen.

Et almindeligt kritikpunkt er, at modellen ikke er detaljeret nok til at kunne udforme en egentlig strategi udfra (Priem and Butler 2001⁴). Herudover bliver den kritiseret for ikke at adressere hvordan, en ressource kan udvikle sig og derved ændre sig over tid. Modellen bliver derfor statisk og forholder sig ikke til den dynamiske hverdag en virksomhed kan have.

Vi har vurderet denne kritik og fundet, at vi ved brug af denne model vil opnå tilstrækkelig forståelse for PSE's ressourcer og kompetencer og derved dets interne miljø.

² USM s. 126

³ USM s. 126

⁴ USM s. 144

Det er yderligere vores vurdering, at vi vil opnå et vigtigt supplement til vores analyse af Porter's five forces modellen, da der i nogen grad formentlig vil være sammenfald i resultaterne.

Et alternativ til den ressourcebaserede vinkel kunne være Porter's værdikædeanalyse. Værdikædeanalysen analyserer ligeledes på virksomhedens ressourcer og kompetencer, til at forklare styrkerne og svaghederne i det interne miljø i virksomheden⁵. Ved at dele de disse op i værdibidragende aktiviteter. En af de væsentligste grunde til vores fravalg af denne model har været, at vi ikke har tilstrækkelig indsigt samt data til en fyldestgørende forståelse af de værdibidragende aktiviteter i PSE, samt at værdien i PSE's værdikæde vil blive påvirket i væsentlig grad af dets leverandører, kunder og distributører⁶, hvilket vi heller ikke føler vi har tilstrækkelig indsigt i til en tilfredsstillende værdikædeanalyse.

SWOT analyse

SWOT analysen benyttes efter en analyse af det eksterne miljø samt det interne miljø er blevet analyseret. SWOT-analysen vil derfor blive benyttet som konklusion for den strategiske analyse.

Analysen foretages for at fastlægge styrker (S) og svagheder (W) identificeret i den interne analyse af virksomheden samt muligheder (O) og trusler (T) fra den eksterne analyse. SWOT analysen giver muligheden for at sammenligne de muligheder og trusler der ligger i markedet med sine styrker og svagheder, og derefter kigge på om man har tilstrækkeligt strategisk fit mellem disse. Virksomheden vil derefter være i stand til at formulere og vurdere på dens strategiske retning og justere på denne.

I forbindelse med den strategiske analyse er det essentielt da netop disse faktorer er medbestemmende til PSE's indtjening fremadrettet og kan indikere de faktorer der vil få væsentlige indflydelse på PSE's driftsresultater og økonomiske position.

Vi er klar over et par svagheder ved modellen, og vil nævne de vi har fundet mest væsentlige. De faktorer vi finder i det eksterne miljø er PSE slet ikke herre over, hvorfor usikkerheden i disse er meget høj.

⁵ USM s. 103

⁶ USM s. 103

Det gør det problematisk hvis man udelukkende styrer sin virksomhed efter disse faktorer. Desuden kan nævnes at hvis styrker pludselig bliver til svagheder i det interne miljø grundet for eksempel ny uforudset teknologi, ændring af kundesmag og adfærd eller nye konkurrenter der ændrer markedet og den konkurrencemæssige fordel fra virksomheden. Yderligere bliver der ikke vægtet mellem faktorerne, hvilket der burde for at opnå den optimale nytte af SWOT-analysen som strategisk værktøj⁷.

Alt det ovenstående taget i betragtning mener vi stadig, at SWOT-analysen vil være formålstjenstlig og man vil opnå et ønsket overblik over de faktorer der er nødvendige til brug for værdiansættelsen.

Regnskabsanalyse og budgettering

I vores regnskabsanalyse vil vi søge at identificere de finansielle drivere der historisk har haft betydning for værdiskabelsen. Vi vil starte vores regnskabsanalyse med en gennemgang og vurdering af anvendt regnskabspraksis i årsrapporten da disse vil danne grundlag for vores regnskabsanalyse. Herefter vil vi reformulere de finansielle opgørelser til analyseformål. Regnskabsanalysen vil afsluttes ved en analyse af rentabiliteten og vækst.

Budgetteringen vil herefter foretages med de ikke-finansielle drivere og finansielle drivere i en proforma opgørelse, der danner grundlag til værdiansættelsen.

Budgetteringen sker på baggrund af de reformulerede opgørelser, i stedet for ”linje-linje budget”. Dette betyder at man kan fokusere på et relativt begrænset antal budgetforudsætninger, hvorfor man vil kunne benytte sine resurser på at bearbejde disse grundigt. En detaljeret linje-linje budget vil hurtigt blive forenklet og kompliceret da hvert enkelt post kan være påvirket af mange faktorer. Herudover vil det i praksis også være de reformulerede opgørelse der bruges til analyse og beslutningsgrundlag. På den baggrund har vi budgetteret med udgangspunkt i de reformulerede opgørelser.

⁷ Afsnittet er inspireret af USM s. 117-120

Værdiansættelse

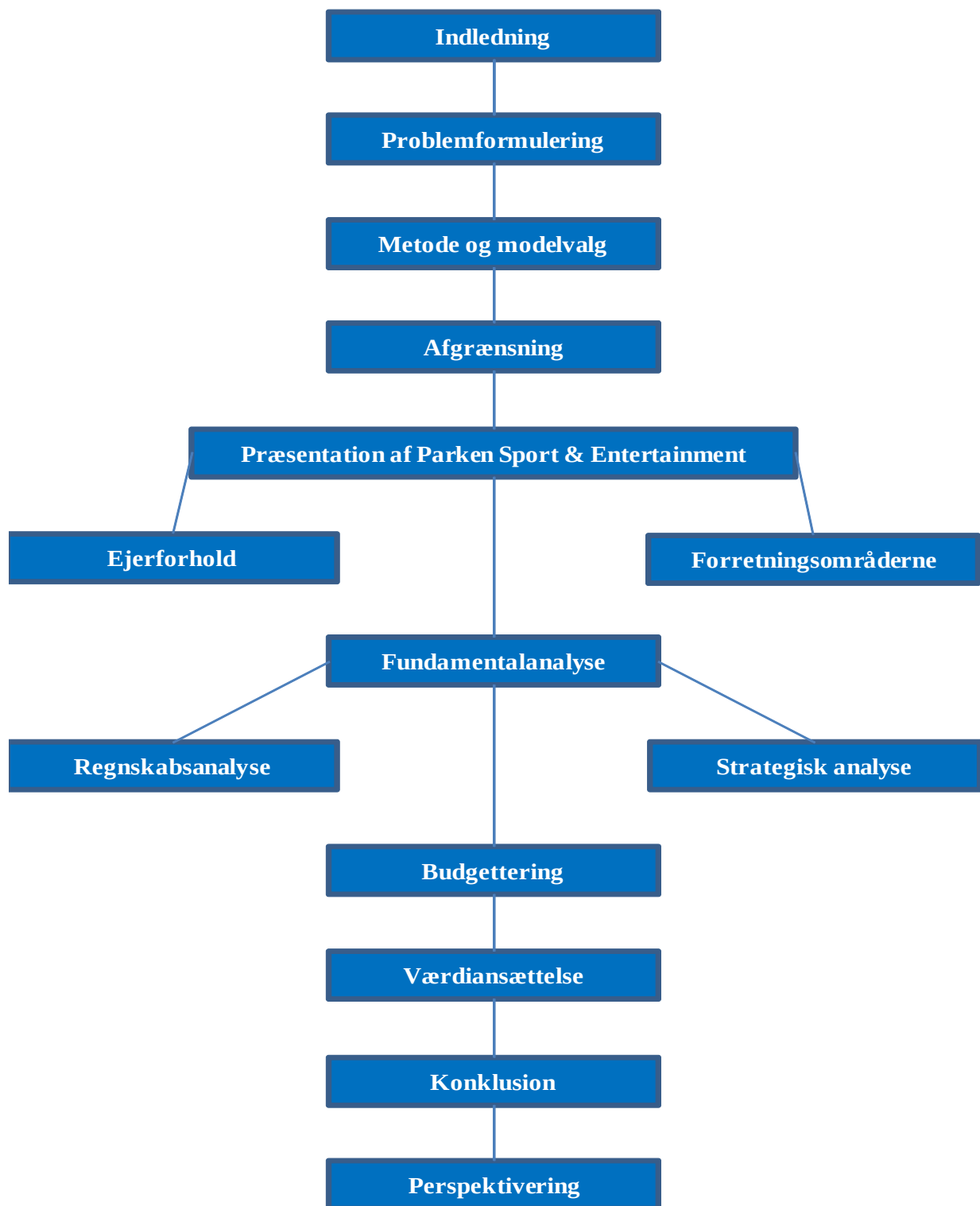
Værdiansættelsen vil foretages ved brug af en absolut værdiansættelsesmodel, der specificere den fundamentale værdi. Vi har valgt en indirekte model, der værdiansætter virksomheden – FCFF modellen også kaldet DCF-modellen. Ved valget af denne finder vi frem til kapitalværdien af frie cash flow der står til rådighed for ejere og netto långivere. Det frie cash flow ”beregnes på grundlag af pengestrømmen fra driftsaktiviteten fratrasket pengestrømmen fra investeringsaktiviteten til sikring af virksomhedens fortsatte drift og eventuelle vækst. Det frie cash-flow i FCFE-modellen er desuden efter fradrag for nettopengestrømmen til långiverne, således at restbeløbet alene står til rådighed for aktionærerne”⁸. Da man derved ser bort fra virksomhedens valg af dividendepolitik og kapitalstruktur, anser modellen derfor finansieringsaktiviteten som ikke værdiskabende. Derfor er den i praktisk også respekteret, da man anser værdiansættelsen skal ske på baggrund af driftsaktiviteten, og den er samtidig lettere at anvende end den direkte FCFE, hvor der sker mange ændringer i kapitalstrukturen⁹.

Opgave struktur

Baseret på ovenstående har vi sammenfattet vores projekts struktur i følgende diagram:

⁸ ROV s. 47

⁹ ROV s. 257



Afgrænsning

Vi har ved vores valg af PSE, valgt en virksomhed, der er meget dynamisk og konstant bliver omtalt i medierne, grundet dets meget fremtrædende rolle på de forskellige forretningsområder, især fodboldholdet FC København.

Vi vil derfor afgrænse os fra begivenheder og litteratur der er udkommet kort efter delårsrapporten for 1. halvår 2011. Væsentlige begivenheder herefter vil blive omtalt i perspektiveringen.

Ved benyttelse af diverse analysemodeller, gennemgået i modelvalg afsnittet, er det antaget at læseren har et overordnet kendskab og forståelse af modellerne, hvorfor de kun kort vil blive introduceret.

Sammenligningen til mellem vores beregnede kurs og kursen på børsen vil kursen pr. 12. oktober 2011 blive benyttet. Dette grundet delårsrapporten for 1. halvår 2011 er offentliggjort der, og indvirkningen på kursen er sket på dette tidspunkt samt vores påbegyndelse af opgaven skete her.

Præsentation af Parken Sport & Entertainment

Hvad der startede som en overbygningsaftale mellem to fodboldklubber, KB og B1903 i 1992, har vokset sig større og større. I 1992 var det udelukkende en fodboldklub og et projekt baseret med fodbold som eneste centrale element. I dag er der tale om en børsnoteret koncern, der spænder over flere forskellige forretningsområder.

Nu opererer Parken Sport og Entertainment indenfor 5 forretningsområder

- Sport (FC København)¹⁰
- Parken Venues (koncerter/events)
- Fitness.dk
- Lalandia
- Kontorejendomme

Disse 5 forretningsområder vil blive introduceret særskilt senere hen i opgaven.

I dag er formålet formuleret i PSE's vedtægter fra d. 2. marts 2011 således i §2¹¹:

”Selskabets formål er at drive professionel idræt, primært fodbold og dermed forbundet virksomhed, herunder handel, service og investering, der naturligt kan foretages i forening med professionel idræt.

Derudover er selskabets formål at tilbyde ydelser indenfor oplevelsesindustrien, herunder arrangement af koncerter, kongresser, korttidsferier mv. samt drift og investering i relation til oplevelsesindustrien i øvrigt og al heraf afledet virksomhed.

Endelig er selskabets formål kombinationer af ovennævnte, herunder drift af fitness centre og andre kombination af sports- og fritidsaktiviteter.”

Ovenstående viser, at Parken Sport & Entertainment har vokset sig så stor, at man nu går så vidt som til at sige, at man opererer indenfor oplevelsesindustrien, hvoraf professionel fodbold dog stadig skal ses som den primære forretning.

Ejerforhold:

Aktiekapitalen i Parken Sport & Entertainment består af 9.875.200 stk. aktier á 20 kr. pr. stk. Der er ingen aktieklasser, begrænsninger i stemmeret eller andre typer for begrænsninger¹².

¹⁰ Dette forretningsområde består udelukkende af FC København efter lukningen af FCK Håndbold i juni 2009, jf. Årsrapport 2010, s. 19 ”Fremtidsudsigter”

¹¹ Parken.dk ”vedtægter”

¹² PSE Årsrapport 2010 - Aktionær information

Parken Sport & Entertainment besidder kapitalandele i følgende datterselskaber:

Navn	Hjemsted	Ejerandel
PARKEN Venues A/S	København	100 %
P.H. Lings Allé 2 A/S (tidl. FCK Håndbold A/S) *	København	100 %
RoBow Investments No. 93 (Proprietary) Ltd. *	Port Elizabeth	100 %
Driftsselskabet af 1. marts 2006 A/S *	København	100 %
Fitness dk Holding A/S **	København	100 %
Lalandia A/S	Rødby	100 %
Lalandia Billund A/S	Billund	100 %
Montepaone s.r.l. *	Rom	70 %
Superligaen A/S	København	> 5 %
Creatrix ApS (ejer 100 % af Billetlugen A/S)	København	10 %

Der er indtil videre i 2011 gennemført en række fusioner af selskaber i PSE koncernen, med det formål at forenkle koncernstrukturen¹³. I forhold til oversigten over kapitalandele i årsrapporten 2010, er selskaberne i Lalandia Rødby fusioneret sammen med Lalandia A/S og ERS Invest ApS er likvideret. FDK Faaborg ApS er fusioneret med Fitness dk Holding A/S. Det tidligere selskab Supershoppen A/S er opløst ved fusion med moderselskabet Parken Sport & Entertainment.

*: Selskaberne er stort set uden aktivitet pr. 31. december 2010. Montepaone vil blive likvideret i løbet af 2011¹⁴.

** : Fitness dk Holding ejer 100 % af selskabet Fitness DK A/S.

Selskabet er noteret på Københavns Fondsbørs (Nasdaq OMX Nordic), og følgende aktionærer er noteret for ejerandele over 5 %¹⁵:

Fåmandsforeningen Lønmodtagernes Dyrtidsfond, 29,9 %,

ES - Parken ApS, 20,4 %,

KPS Invest A/S, 20,07 %.

Dermed resterer der 29,63 % af aktiekapitalen, denne er fordelt på over 20.000 aktionærer¹⁶.

Bestyrelsen i Parken Sport & Entertainment:

Hans Munk Nielsen (bestyrelsesformand),

Benny Olsen,

Niels-Christian Holmstrøm,

Karl Peter Korsgaard Sørensen,

Erik Skjærbæk,

Henrik Møgelmosen.

¹³ PSE Selskabsmeddelelse 07/2011 af 23. maj 2011

¹⁴ PSE Årsrapport 2010 - Note 10

¹⁵ PSE Årsrapport 2010 - Aktionær information

¹⁶ PSE Årsrapport 2010 - Aktionær information

Koncerndirektion:

Anders Hørsholt (koncerndirektør),
Jan S. Hansen (koncernøkonomidirektør).

(Kilde: parken.dk – ”Bestyrelse & Koncerndirektion” - <http://parken.dk/pse/bestyrelse-direktion/>).

Nye aktionærer og ny ledelse:

Af de større aktionærer, har Lønmodtagernes Dyrtidsfond i en længere årrække besiddet en aktieandel i PSE på 29,9 %. I 2009 kom der to nye storaktionærer til i PSE, Karl Peter Korsgaard Sørensen og Erik Skjærbæk.

Karl Peter Korsgaard Sørensen:

Karl Peter Korsgaard Sørensen (KPS) solgte i 2007 sin virksomhed KPK Døre & Vinduer for 800 millioner kroner¹⁷, og erhvervede i 2009 en aktiepost på 10,5 % fra SH Finans A/S, ejet af den tidligere storaktionær i PSE Steen Patrick Vela¹⁸. Siden da, har KPS via selskabet "KPS Invest AS/" fortsat sine opkøb og øget sin ejerandel til 20,07 % af aktierne i PSE¹⁹. Selv har KPS været meget fåmælt med at udtale sig til pressen angående sin investering i PSE. Dette er dog sket bl.a. i forbindelse med Flemming Østergaards afgang og sidenhen ved Jørgen Lindegaards afgang. Han udtalt at der skal spares på driftsudgifterne, så selskabet igen kan give overskud. Han understregede dog også, at fodbolden er en del af PSE, og han ikke har tanker om at sælge denne del fra²⁰.

Erik Skjærbæk:

Den anden nye storaktionær i PSE er Erik Skjærbæk (ES), der tjente sin formue da han i 2008 solgte sin andel i virksomheden Svendborg Brakes for 1,4 milliarder kroner²¹. Han købte i 2009 15,58 % af aktierne i PSE af SH Finans A/S²². Siden da har ES øget sin ejerandel til 20,4 % gennem en række opkøb. ES har ved flere lejligheder udtalt sig til forskellige medier omkring sin utilfredshed med måden PSE er blevet ledet på. Han har bl.a. udtalt "Jeg bryder mig ikke om, at der bliver spillet om mine penge hver søndag"²³, med hentydning til,

¹⁷ http://www.aarhusportalen.dk/karl_peter_korsgaard_soerensen.asp

¹⁸ <http://finans-dyn.tv2.dk/nyheder/article.php?id-20577753:parkenkps-en-unik-virksomhed.html>

¹⁹ Børsen 8-11-2011: "Parken på kant med børsregler"

²⁰ <http://www.business.dk/sport-underholdning/parken-storaktionaer-goer-op-med-don-oe-aera>

²¹ <http://www.fyens.dk/article/1443366:Navne--Da-den-sky-milliardaer-var-hovedpersonen>

²² PSE Selskabsmeddelelse 8/2009 af 24. marts 2009

²³ Ekstra Bladet:

http://ekstrabladet.dk/sport/fodbold/dansk_fodbold/superligaen/fc_koebenhavn/article1536156.ece

at han mener PSE er for afhængige af FCK og resultaterne på fodboldbanen. Ved flere lejligheder har han sagt, at han har fortrudt sin investering i PSE mindst én gang²⁴.

Fælles for de to nye storaktionærer er, at de ser deres køb af aktier i PSE som en investering, og ikke som en støtte til fodboldklubben. Hvilket også har påvirket deres ageren med hensyn til valg af bestyrelse og direktion i PSE.

Præsentation af forretningsområder

FC København – Fodboldholdet²⁵

Tilbage i 1992 blev FC København stiftet som en overbygningsaftale mellem KB og B1903.

Disse to fodboldklubber havde en stolt tradition i dansk fodbold. Der blev spillet om

Danmarksmesterskabet 80 gange fra 1913 frem til dannelsen af FC København, hvoraf KB og 1903 har vundet 22 tilsammen. Det var derfor en stor fodboldmagt der blev dannet.

Herudover var det en ekstrem vigtig forudsætning, at det daværende danske nationalstadion, Idrætsparken, blev ombygget til det nye Parken. Det betød at de to hold ville få et topmoderne stadion og faciliteter. De to klubber eksisterer stadig som talentudvikling for FC København.

Ved dannelsen i 1992, var man heller ikke i tvivl om der var tale om en storklub i dansk fodbold. Klubbens egne ambitioner var dengang:

- At være blandt de 3 øverste i den danske Superliga, og/eller vinde landspokalturneringen og derved kvalificere sig til de europæiske turneringer hvert år.
- At have en sund økonomi
- At opbygge en stor fanskare og etablere et omfattende sponsornetværk
- At spille attraktiv og underholdende fodbold
- På lang sigt at få sat Danmark på det europæiske klubfodboldlandkort.

Det skulle hurtigt vise sig at der bestemt var basis for så store ambitioner, og det startede med et dansk mesterskab i 1993. Siden da har FC København vundet i alt 9 mesterskaber, hvoraf de 8 er fra efter årtusindeskiftet.

Man har også markeret sig europæisk hvilket kulminerede i 2009/10 sæsonen, hvor man nåede frem til 1/8 dels finalerne i Champions League som det første danske hold nogensinde.

²⁴ <http://www.dr.dk/P1/P1Business/Udsendelser/2011/09/01122033.htm>

²⁵ Følgende afsnit har taget udgangspunkt i FCK's egen hjemmeside fck.dk

Man må derfor konstatere, at klubben i høj grad har levet op til forventningerne og ambitionerne fra dengang.

Parken Venues – Udlejning af Parken

Udover fodboldholdet, ejer PSE også PARKEN. Dette er selvstændige forretningsområde kaldes Parken Venues og består af udlejning af Parken til arrangementer, såsom koncerter, x-factor finale mv. Herunder "lejes" PARKEN ligeledes ud til FC København. I 2010 havde man i alt 41 arrangementer (26 FCK, 4 DBU, 5 koncerter og 6 andre arrangementer). Man er dog blevet ramt af koncerterne i år kun har været 5 stk., mod 9 udsolgte sidste år, hvorfor dette har ramt indtjeningen væsentligt.

Parken Venues ligger derfor vægt på, at få flere koncerter i 2011 til Parken, og har allerede afholdt nogle større koncerter og arrangementer²⁶.

Lalandia

Lalandia er ferie- og aktivitetscentre, der tilbyder blandt andet Aquadome (et stort badeland), Monkey Tonky legeland, sportshal, fitnesscenter, mv. Lalandia selv siger at der er noget for enhver smag, og centrene indeholder desuden restauranter, underholdning mv.²⁷ Når man har betalt prisen på sin ferie, er adgang til diverse aktiviteter betalt, hvilket sikre gæsterne en nem måde at holde ferie på. Lalandia består af 2 centre i hhv. Billund og Rødby.

Her i 2011, fortsætter udbygningen af Lalandia i Billund, hvilket betyder 66 nye feriehuse klar i 2011. Billund vil herefter udgøres af 827 feriehuse. I Rødby er der 752 feriehuse og den samlede kapacitet vil dermed være 1.579 feriehuse. Med en markedsandel på 34% og ca. 1.3 mio. overnatninger i 2010, har Lalandia nået en kritisk kundemasse, der muliggør stordrift indenfor salg, markedsføring mv.²⁸

Lalandia står for byggeriet og feriehusene, men sælger samtidig videre efter endt byggeri – af de 66 nye feriehuse i Billund er 49 solgt. I 2010 har man solgt feriehuse for i alt 50 mio. kr., hvilket udgjorde en avance på ca. 22 mio. kr.²⁹. Herudover står Lalandia for vedligeholdelse og driften af faciliteterne.

²⁶ Årsrapporter 2010 s. 14

²⁷ Lalandia.dk

²⁸ Fra PSE's årsrapport 2010 s. 20, Fremtidsudsigter

²⁹ Fra PSE's årsrapport 2010 s. 20

Udover de boende gæster i feriehusene, besøges Lalandia nu også af flere og flere dagsgæster efter indførelsen af "Club Lalandia" i Rødby. Udover dagspasset gives der også tilbud og fordele i perioder hvor der ikke er fuld belægning på feriehusene alligevel. Dette vil ligeledes blive indført i Billund³⁰.

Lalandias overordnede vision og mission beskrives ved, at Lalandia vil være børnefamiliers enestående mulighed for at afholde korttidsferie i Danmark. Man vil skabe høj tilfredshed i håb om højt gensalg, og hele tiden udvikle nye tilbud til kunderne, der sikrer et varieret udbud. Lalandia vil være husejernes foretrukne samarbejdspartner, da Lalandias feriehus er privatejede, og sikre ejerne størst mulig lejeindtægt.

Fitness dk

Fitness dk er en stor aktør indenfor fitness- og velværecentre i Danmark (2. største). De har ansat omkring 1.800 medarbejder og ved udgangen af 2010 var der 122.000 medlemmer fordelt på de 38 centre på landsplan³¹.

Fitness dk er i hård konkurrence mod discountsegmenter, hvor kunderne søger over i sammenhæng med den samfundsøkonomiske lavkonjunktur. Dette har man dog responderet med at lave ny prisstruktur, faciliteter og udvikling af medarbejdernes kompetencer for at differentiere sig i væsentliggrad fra de største discountudbydere³².

Visionen i fitness dk er at motivere og hjælpe deres medlemmer til at holde sig form i hele livet. Dette skal opnås igennem, at udbyde træningsmuligheder og velværemuligheder, samt at give den nødvendige støtte og rådgivning til at holde medlemmerne ved ilden.³³

Kontorejendomme

Ejendommene består af kontortårne i Parken med et samlet udlejningsareal på 23.700 kvadratmeter eksklusiv kælderarealer. Kontortårnene er hovedsagligt indrettet som kontorlejemål, men udlejes herudover til en række andre aktiviteter såsom konferencelokaler, restaurant, fitnesscenter samt butikker.

Pr. 31 december 2010 var i alt ca. 15.000 kvadratmeter udlejet, og tomgangsprocenten var 37%³⁴.

³⁰ Fra PSE's årsrapport 2010 s. 20

³¹ Fitness dk "om os"

³² Årsrapport 2010 s. 20

³³ Fitness dk "om os"

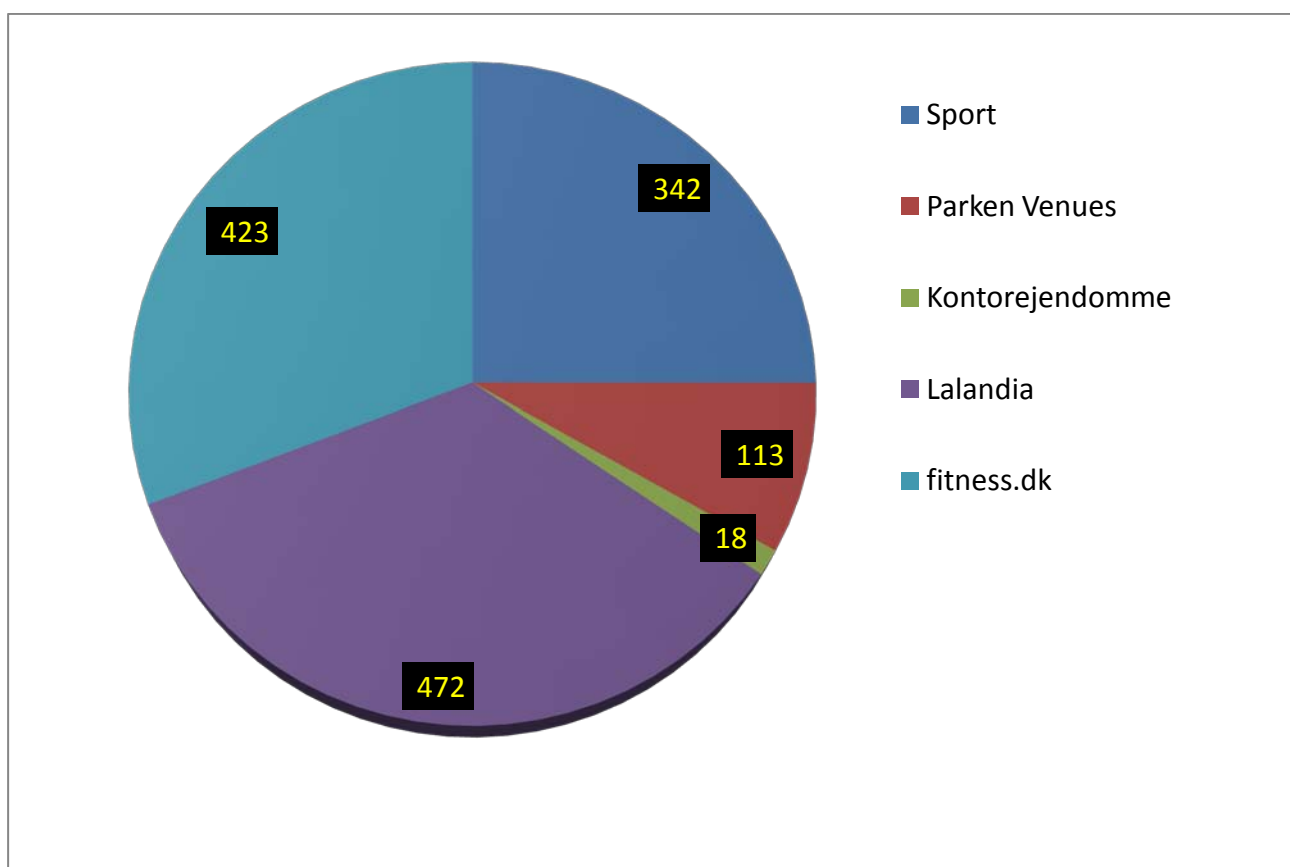
³⁴ Årsrapport 2010 s. 15

Markedet generelt for udlejning af kontorarealer er udfordrende, og på sammenlignelige kontorarealer i København er på et forholdsvis højt niveau. Man vil forsøge at tiltrække nye lejere fremadrettet og nedbringe tomgangsprocenten over en 3 årig periode³⁵

Fordeling af omsætning og resultat på forretningsområder

Vi har med udgangspunkt i årsrapporten 2010, foretaget en segmentering af forretningsområderne pr. omsætning og resultat før transferaktiviteter, finansielle poster og skat:

Omsætning 2010 i mio.kr.³⁶



Kilde: egen tilvirkning

Koncernens samlede omsætning for 2010 var på mio. kr. 1.345³⁷. Ovenstående fordeling er baseret på PSE's note "segmentoplysninger" i årsrapporten 2010³⁸. Det er ligeledes påset, at der er intern omsætning mellem selskaberne på i alt 22 mio. kr.³⁹ der skal fratrækkes ovenstående for at få den samlede omsætning. Vi har dog beholdt denne i vores illustrationer da de har en vis betydning for de enkelte segmenter, især Parken Venues, hvilket vil beskrives senere.

³⁵ Årsrapport 2010 s. 20

³⁶ Datagrundlag: Årsrapport 2010 s.53 note 2 "Segmentoplysninger"

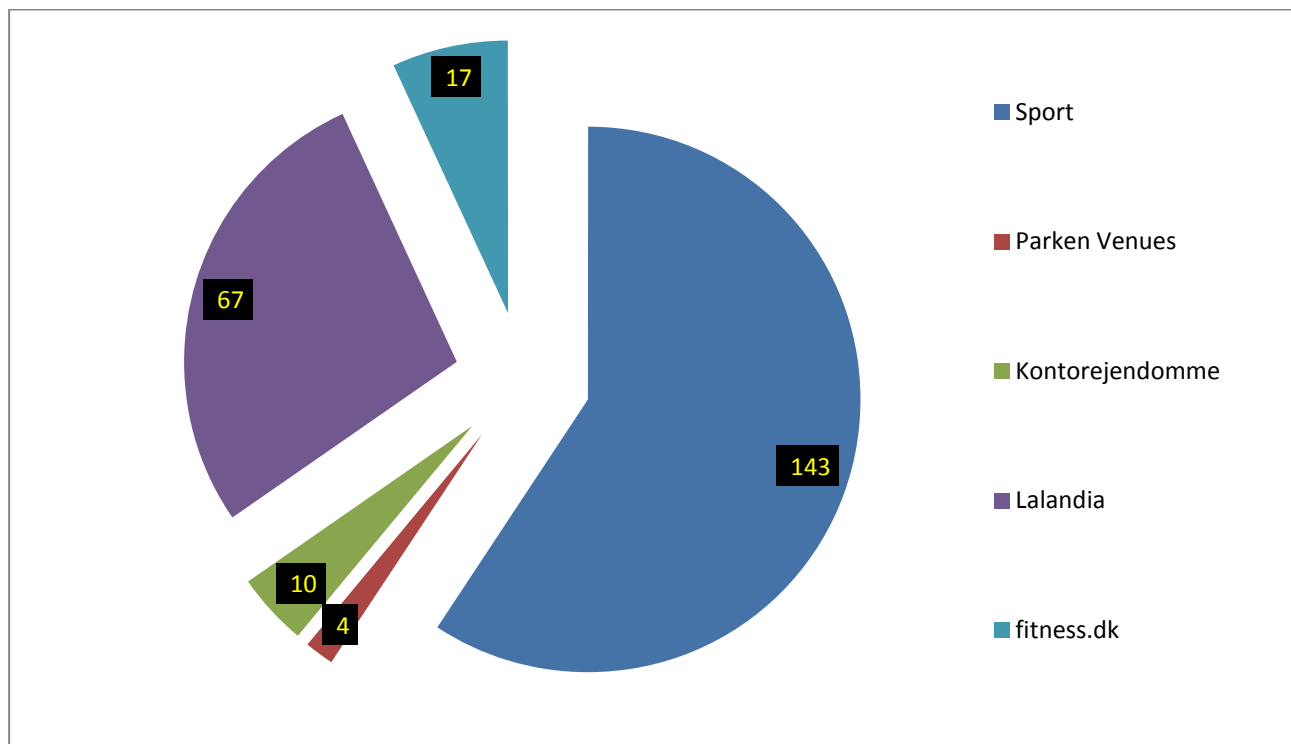
³⁷ Årsrapport 2010 s. 8

³⁸ Årsrapport 2010 s.53 note 2 "Segmentoplysninger"

³⁹ Årsrapport 2010 s. 59

Det fremgår heraf, at Lalandia bidrager med den største del af omsætningen på i alt 35% mio. kr. 472, hvorefter fitness.dk følger med 31% svarende til 423 mio. kr. Sport er derfor kun på en 3. plads hvad angår omsætningen på i alt 342 mio. kr., svarende til 25%. Når man kigger på indtjeningen, via årets resultat før transferaktiviteter, finansielle poster og skat, er historien dog en anden.

Resultat før transferaktiviteter, finansielle poster og skat mio.kr.⁴⁰



Kilde: egen tilvirkning

Af figuren ses det, at Sport udgør lang den største del af indtjeningen med i alt mio. kr. 143 svarende til 58% af den samlede indtjening, overskudsgrad 42%. Dette på trods af, at dette segment omsætningsmæssigt kun er nr. 3. Herudover kan det ses at Lalandia står for den næsthøjeste indtjening på i alt mio. kr. 67 svarende til 28% af den samlede indtjening, overskudsgrad 14%. Dog har fitness.dk, som stod for den højeste omsætning, kun en indtjening på 17 mio. kr. svarende til 7% af den samlede indtjening og en overskudsgrad på 4%. Dette tyder på en meget høj omkostningsbase der ej er ligeså tilpasset som Sport og Lalandia. Det klart mest rentable segment kan derfor udledes at være Sport.

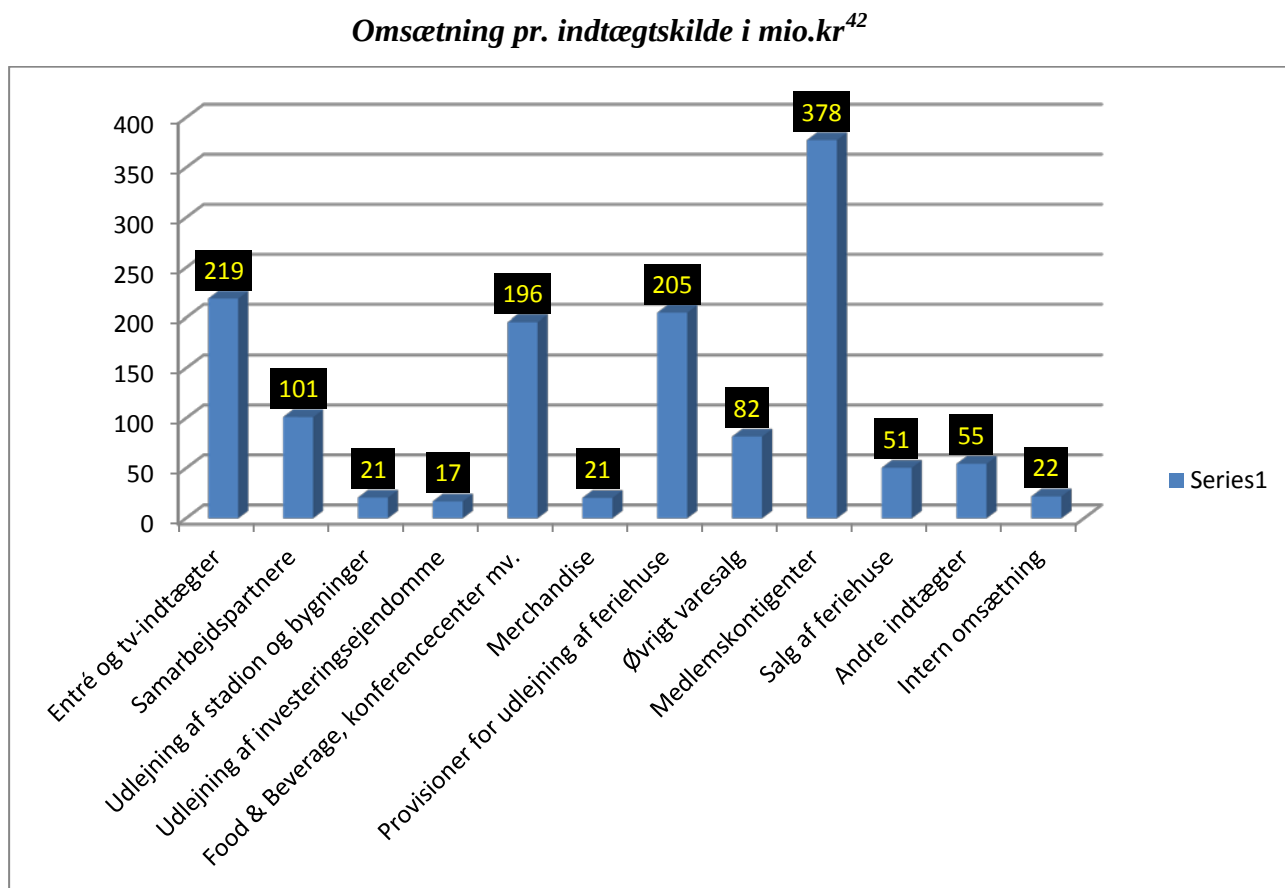
Det bemærkes yderligere at den interne omsætning for Parken Venues udgør mio. kr. 5,6⁴¹. Hvis denne elimineres ud, er der altså tale om et resultat på mio. kr. -2.

⁴⁰ Datagrundlag: Årsrapport 2010 s.53 note 2 "Segmentoplysninger"

⁴¹ Årsrapport 2010 s.53 note 2 "Segmentoplysninger"

Dette betyder, at såfremt der fokuseres udelukkende på den eksterne del, er Parken Venues ikke et rentabelt segment for PSE.

Hvis vi kigger nærmere på omsætningen igen, og finder ud af hvilke indtægtskilder der bidrager primært ser det således ud:



Kilde: egen tilvirkning

Af ovenstående fremgår det at medlemskontingenter udgør mio. kr. 372 som den største indtægt fra fitness.dks medlemmer, hvilket hænger meget godt sammen med at fitness.dk udgjorde den største omsætning af forretningsområderne. Herefter følger entré- og tv indtægter på mio. kr. 219 primært vedr. Sport segmentet, som desuden også har en andel i den fjerde største indtægtskilde food & beverage, conferencecenter mv. på mio.kr 196. Den tredje største indtægtskilde er provisioner for udlejning af feriehuse på i alt 196 mio. kr. i Lalandia Billund og Rødby, hvilket ligeledes følger fordelingen i den samlede omsætning.

⁴² Datagrundlag: Årsrapport 2010, note 3 s. 55

Del-konklusion fordeling af omsætning og resultat på forretningsområder

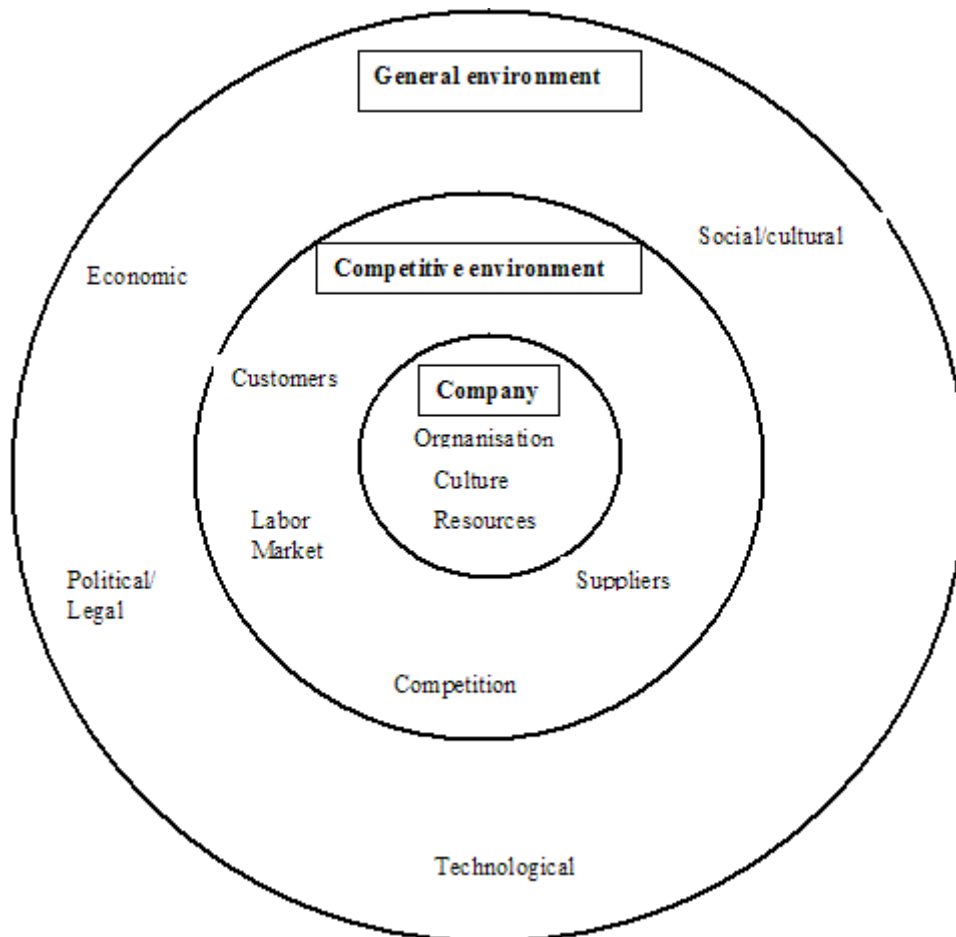
Af ovenstående gennemgang kan det udledes, at der er 3 primære forretningsområder; Sport, Lalandia og fitness.dk der udgør 91% af den samlede omsætning og 93% af den samlede indtjening. Yderligere har de 3 største indtægtskilde direkte relation til de 3 forretningsområder.

Sekundært er der 2 forretningsområder; Kontorejendomme og Parken Venues. Disse 2 forretningsområder har dog det til fælles, at de udgør en væsentlig del af balancesummen da der er tale om Parkens kontorlokaler og udlejning til events/arrangementer mv. På den baggrund mener vi ikke, at disse kan udelukkes fra vores analyser samt værdiansættelse, da der er tale om tæt sammenhæng til især Sport segmentet og afledte synergieffekter heraf. Alle 5 forretningsområder vil derfor blive behandlet igennem opgaven.

Strategisk analyse

PSE's omverden

For at foretage en fyldestgørende strategisk analyse, skal hhv. PSE, dets konkurrencemæssige miljø samt dets generelle miljø analyseres, se nedenstående figur.



Kilde: <http://www.bloggang.com/data/moonfleet/picture/1256609747.gif>

Ved at analysere PSE's omverden får man fundet de signaler som potentielt kan ændre industrien. Det kan være signalerne stadig er svage, hvorfor det kræver at disse skal overvåges, men det kan også være de er så stærke at de kan have indflydelse på PSE's valgte strategi, også på kort sigt. Dette betyder altså, at man ved analyse på sin omverden, får en slags early-warning system (Ginter and Duncan)⁴³, der kan identificere muligheder og trusler for PSE i dets omverden. Desuden giver det muligheden for at kunne tilpasse sine ressourcer og kompetencer, i henhold til de krav som makromiljøet kræver eller vil kræve på sigt.

⁴³ USM s. 40

I det følgende kapitel vil vi benytte PEST-analyse til at analysere det generelle miljø, Porter's five forces til det konkurrencemæssige miljø og den ressourcebaserede vinkel til at analysere virksomheden. På den måde vil vi kunne identificere styrker, svagheder, muligheder og trusler, der vil blive konkluderet i en SWOT-analyse.

PEST analyse

Vi vil foretage en PEST analyse for PSE på koncernniveau, idet vi ønsker at undersøge hvilke makroøkonomiske faktorer der har indvirkning på PSE. De makroøkonomiske faktorer er kendetegnet ved, at de er styret af udefrakommende tendenser og politik, som PSE ikke direkte har indflydelse på. Disse vil dog kunne påvirke PSE og deres forretningsområder væsentligt, derfor er det vigtigt, at PSE er opmærksomme på disse, og agere med hensyntagen til dem.

PEST modellens bestanddele er **P**: Politiske og lovgivningsmæssige faktorer, **E**: Økonomiske og demografiske faktorer, **S**: Sociale og kulturelle faktorer samt **T**: Teknologiske faktorer.

P - Politiske og lovgivningsmæssige faktorer:

Denne del indeholder ud over de rent politiske faktorer, også lovgivningsmæssige faktorer som har indflydelse på PSE, da disse udspringer af politiske forhandlinger. PSE er ud over generel politik og lovgivning også underlagt Københavns Kommunes regler samt regler fra FIFA og UEFA.

Det danske skattesystem og Forskerordningen:

I Danmark har vi en af verdens højeste beskatninger på arbejde. Dette rammer særligt fodboldspillere hårdt, da de oftest under deres fodboldkarriere vil tjene mere end den danske topskattegrænse på 423.804 kr. før AM-bidrag (389.900 efter AM-bidrag⁴⁴, 2011 tal) i årsløn og dermed betaler topskat under deres fodboldkarriere, for efterfølgende i et eller flere år at tjene under topskattegrænsen. Størstedelen af fodboldspillerne i Danmark er danskere, og dermed bliver de beskattet efter de almindelig gældende skatteregler. Der findes dog i den danske skattelovgivning en mulighed for en mere lempelig beskatning, hvis en række særlige betingelser er opfyldt.

⁴⁴ Topskat: <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1549830>

Lovgivningen er ændret fra og med indkomståret 2011⁴⁵, således der er muligt at opnå 26 % beskatning med tillæg af 8 % AM-bidrag⁴⁶ i op til 60 måneder, bl.a. skal spillere have en gennemsnitlig månedsløn på over 69.300 kr., og må ikke have været skattepligtig til Danmark inden for de seneste 10 år. Dette kan således tillokke nye udenlandske spillere men også lokke danske spillere der har spillet i udlandet over 10 år, til at vende hjem og afslutte karrieren i en dansk klub.

FIFAs og UEFAs indflydelse:

FIFA er den øverste internationale fodbold myndighed med 208 medlemslande, hvor Danmark er repræsenteret ved DBU som stiftende medlemsland⁴⁷. Under FIFA findes UEFA, som er en sammenslutning af de europæiske nationale fodboldforbund med 53 medlemslande⁴⁸, hvor Danmark ligeledes er repræsenteret med DBU.

UEFA forestår afviklingen af EM for landshold samt klubturneringerne Champions League og Europa League. Ligeledes fastsætter UEFA også, hvor mange hold hvert medlemsland får med i de to ovenstående turneringer, på baggrund af en beregning der kaldes UEFA koefficienten. I efteråret 2011 trådte FCK ind i Champions League i 3. kvalifikationsrunde, og skulle dermed igennem to kampe før de kunne have indtrådt i Champions Leagues gruppespil.

Fra sæsonen 2012/2013, har Danmark samlet point nok til, at vinderne af Superligaen indtræder direkte i gruppespillet. Dog ser det nu ud til, at resultaterne for danske fodboldklubber i 2011 ikke er tilstrækkeligt, til at den direkte plads i gruppespillet kan fastholdes i sæsonen 2014/2015. Dermed skal vinderen af Superligaen igen indtræde i 3. kvalifikationsrunde.

UEFA har desuden også fastsat regler for hvornår en spiller må skifte klub, det såkaldte transfervindue, som er åbent hvert år i juli/august samt i januar. Hvis en spiller bliver skadet, er det derfor ikke muligt for PSE at forstærke holdet til enhver tid. PSE har forsikret sine spillere i det omfang det findes nødvendigt⁴⁹, hvorved direkte økonomiske tab kan undgås, men spilleren vil alligevel ikke være til rådighed for fodboldholdet i skadesperioden.

⁴⁵Ny Forskerordning Lovgivning: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=135249>

⁴⁶Ny Forskerordning Beskrivelse: http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og Afgifter/671.html

⁴⁷<http://www.fifa.com/aboutfifa/organisation/associations.html>

⁴⁸<http://www.uefa.com/memberassociations/index.html>

⁴⁹PSE Årsrapport 2010 side 25.

Dette kan for nøglespillere resultere i f.eks. tabte kampe og deraf udeblivende indtægter fra f.eks. UEFA.

Hjemfaldspligt på Parken til Københavns kommune:

PSE har aktiviteter i det meste af Danmark, både gennem sine Fitness DK træningscentre og Lalandia i Billund og Rødby. Moderselskabet PSE har dog hjemsted på Per Henrik Lings Allé i København i den nybyggede SuperBest tribune i Parken. Grunden hvorpå Parken (Stadionanlæg og kontortårne) er beliggende, er underlagt hjemfaldspligt til Københavns Kommune pr. 15. november 2020⁵⁰. Der foreligger dog en mulighed for, at udskyde hjemfaldstidspunktet med 40 år mod betaling af 2 mio. kr. PSE forventer at forlænge og dermed udskyde tidspunktet for hjemfald i 40 år. Dette er behæftet med en vis usikkerhed, da PSE skal nå til enighed med København Kommune om udskydelsen for hjemfald, samt eventuelle nye vilkår for forlængelse eller frikøb når den 40-årige udskydelsesperiode udløber.

Opførelse af multihal på skøjtehalssgrunden ved Parken:

PSE købte tidligere skøjtehalssgrund ved siden af Parken, i 2008 med henblik på at opføre en multihal med plads til mellem 4.500 og 8.500 personer⁵¹. Men på grund af PSE's utilfredsstillende økonomiske resultater i 2009, ansøgte PSE om udsættelse af at byggeriets påbegyndelse indtil 31. december 2013, hvilket blev bevilliget af Københavns Kommune.

Hvis ikke PSE har påbegyndt byggeriet inden udgangen af 2013, har Københavns Kommune en tilbagekøbsforpligtelse der gør det muligt, at købe grunden tilbage for 9,009 mio. kr., samme pris som kommunen solgte den til PSE for⁵².

Grunden blev oprindeligt solgt til PSE for en meget fordelagtig pris, da PSE blev at afholde omkostningerne til opførelse af en multihal.

⁵⁰ PSE Årsrapport 2010: Ledelsesberetning

⁵¹ Københavns Kommune:

<http://www.kk.dk/PolitikOgIndflydelse/Byudvikling/Byplanlaegning/Lokalplaner/VedtagneLokalplaner/Lokalplan401-425/Lokalplan401.aspx>

⁵² <http://www.kk.dk/eDoc/Borgerrepr%C3%A6sentationen/03-06-2010%2017.30.00/Referat/15-06-2010%2012.00.37/5495123.PDF>

E- Økonomiske og demografiske faktorer:

Denne del inkluderer både de generelle samfundsøkonomiske faktorer, såsom konjunkturer både nationalt og internationalt, demografi herunder urbanisering samt renteniveauet der har betydning for PSE's finansiering.

Konjunkturfølsomhed:

PSE er som underholdningskoncern påvirket af de generelle konjunkturer i samfundet. Derfor er det vigtigt for PSE, da de opererer inden for flere forskellige brancher med høj konkurrence, fortsat at udbyde produkter der er interessante for forbrugerne at betale for⁵³.

I årene op til finanskrisen oplevede PSE, stigende antal tilskuere til fodboldkampene i Parken, høj udlejningsprocent af kontorlejemål i Parken samt stigende besøgstal i Lalandia Rødby hvilket førte til opførelsen af Lalandia Billund. Med finanskrisens indtog, den lave vækst og en mulig kommende recession⁵⁴, befinder PSE sig nu på markeder ramt af lavkonjunktur. Ifølge Danmarks Statistik var bruttoledigheden med udgangen af september 2011 på 163.300 fuldtidsledige svarende til 6,2 % af arbejdsstyrken⁵⁵ og denne forventes at stige.

Det lavere rådighedsbeløb vil potentielt betyde færre gæster i Lalandia samt færre gæster til arrangementer i Parken. Det er derfor vigtigt for PSE, at differentiere sig således gæsterne stadig vil i Lalandia, ligesom det er vigtigt at finde de kunstnere der kan tiltrække tilskuere i Parken til koncerter, f.eks.: Take That, som spillede en udsolgt koncert i Parken i 2011, håndboldholdet AG København som spillede en kamp i Parken mod BSV med over 34.000 tilskuere under navnet "Verdens Største håndboldfest", det årlige Speedway Grand Prix m.v.⁵⁶. Hvis store navne og begivenheder kan tiltrækkes til Parken, skal tilskuerne nok møde op.

Det er også en risiko, at medlemmer i Fitness DK vælger at spare medlemskabet væk, hvis de oplever en nedgang i deres rådighedsbeløb, enten ved helt at spare fitness medlemskabet væk eller ved at skifte til en af Fitness DK's konkurrenter.

⁵³ PSE årsrapport 2010: Risikofaktorer

⁵⁴ Børsen 4-11-2011: "ECB: Recessionen er en realitet"

⁵⁵ Nyt fra Danmarks Statistik Nr. 495, 27. oktober 2011

⁵⁶ <http://parken.dk/musik-events/historik/>

Billedet ser dog imidlertid, lidt anderledes ud for fans af FCK, hvor det må formodes at en trofast fan i første omgang vil spare penge ved at fravælge andre ting end årskortet til FCK's kampe. For dem som ikke ser alle kampene og dermed ikke har et årskort, kan det dog betyde de vælger at købe billetter til færre af holdets kampe, og i stedet se nogle af kampene i fjernsynet.

Sponsorer:

PSE er afhængig af sponsorer ved FCK's kampe samt andre arrangementer i Parken. Men fra 2009 til 2010 er sponsorindtægterne faldet med 20 %. Kommerciel direktør i PSE Rikke Dræbye Gantzhorn kalder faldet for utilfredsstillende. En del af årsagen til de faldende sponsorindtægter ser ud til at være den store udskiftning i ledelsen, og manglende fokus på sponsorerne og hvordan de får værdi for deres sponsorat.⁵⁷ Derfor skal der igen lægges ekstra opmærksomhed på sponsorerne i Parken. Flere sponsorer savner Flemming Østergaards synlighed, og det, at han tog sig tid til at gå rundt og snakke med de enkelte sponsorer ved sponsorarrangementer i Parken. Den manglende sponsorpleje skyldes, at den nye adm. direktør Anders Hørsholt har været en del mere anonym. Med nyansættelsen af Rikke Dræbye Gantzhorn har PSE formentlig sikret sig en person der kan forsikre sponsorerne om, at de er betydningsfulde samt genvinde de tabte sponsorkroner.

Finansiering:

PSE har med nybygningen af SuperBest tribunen på Parkens nordlige side, samt byggeri af feriehus ved Lalandia Billund haft brug for at finansiere byggeriet. Vi oplever i øjeblikket historisk lave rentesatser, hvilket kommer PSE til gode. Nationalbankens diskontorente er pr. 4. november 2011 sat ned til 1,00 % og var i løbet af 2010 nede på 0,75 %, det er det laveste niveau nogensinde⁵⁸. Dette gør det billigt for PSE at finansiere deres byggeri, og det gør det attraktivt for købere af feriehus, da renteomkostningerne er lave for dem der ikke kan betale kontant for disse. Det er dog vigtigt for PSE at være opmærksom på, når renten er på det nuværende niveau, så er det kun forventeligt at den vil stige i fremtiden. Det er umuligt at spå om, hvornår rentestigningen vil finde sted og den vil muligvis kunne foregå ad flere omgange.

⁵⁷ Børsen 26-10-2011 "Parkens sponsorindtjening falder"

⁵⁸ Danmarks Nationalbanks historiske diskontosatser: www.nationalbanken.dk

Demografiske faktorer:

PSE erhvervslejemål samt fodboldstation Parken er beliggende ved Fælledparken i København. Beliggenheden i København er særdeles attraktiv, da København som Danmarks hovedstad er en attraktiv by at bo i af flere årsager. Dels har flere af Danmarks største virksomheder hovedsæde i København, herunder Danske Bank, A.P. Møller Mærsk, ISS, og Carlsberg m.v. Desuden er København Danmarks største studieby med en lang række universiteter og uddannelsesinstitutioner bl.a. CBS og Københavns Universitet m.fl. Dette tiltrækker mange personer, der bosætter sig i København for at arbejde eller uddanne sig.

Disse vil alle være potentielle kunder for PSE's til arrangementer i Parken, eller medlemskab af Fitness DK centrene i Københavnsområdet. Denne urbanisering tiltrækker også virksomheder til København, da det er her der findes veluddannet mest arbejdskraft, dette gør erhvervslejemålene i Parken attraktive for virksomheder, grundet deres centrale beliggenhed. Anderledes ser det ud for feriecentrene Lalandia i Rødby og Billund, disse ligger i tyndt befolkede områder, og er derfor nødt til at tiltrække familier fra byerne rundt om i Danmark.

Sociale og kulturelle faktorer:

Denne faktor beskriver generelle samfundsmæssige tendenser, såsom livsstil og potentielle ændringer heri. Der er en vis sammenhæng mellem Økonomiske og demografiske faktorer og Sociale og kulturelle faktorer, da en ændring i den disponible indkomst, vil have indflydelse på privatforbruget.

Fankulturen i FCK:

I sæsonerne 2005/2006 og 2006/2007 var det gennemsnitlige tilskuertal over 20.000 ved FCK's kampe i Parken, nu er tallet i mellemtiden faldet til omkring 15.000. En del af dette frafald skyldes muligvis svingende resultater fra FCK i indeværende sæson (2011/2012). Men en del af forklaringen skal også findes i den nye ledelse i PSE.

Der har været stigende antal sammenstød mellem tilskuere og politiet ved kampene de seneste par sæsoner, som resultat af disse, har ledelsen i FCK forsøgt at straffe fans af FCK kollektivt, med det resultat at en del af tilskuerne er udeblevet fra kampene. Det er derfor vigtigt for PSE og FCK, at genvinde de frafaldne tilskuere eller tiltrække nye. Dette forsøger de dels ved, at sætte sig et mål om 25.000 tilskuere i gennemsnit i sæsonen 2014-2015 og iværksætte en omfattende reklamekampagne med femdobbelte reklamebudget i 2012.

PSE ønsker både at tiltrække dem der er stoppet med at komme i Parken samt dem der aldrig har gjort det⁵⁹. Det er vigtigt for PSE at være opmærksom på, at reklamekroner alene ikke får flere tilskuere i Parken, det er også nødvendigt at gøre noget for tilskuerne. Det kan være at forstærke holdet så der kan spilles flot fodbold, afholdelse af events før og/eller efter kampene eller noget helt tredje det er op til ledelsen af bestemme.

Sundhed og livsstil:

Der er de seneste år kommet stigende fokus på sund levevis og antallet af brugere af de danske fitness centre er steget markant. Siden PSE købte Fitness DK i 2006 er antallet af medlemmer steget fra 85.000⁶⁰ til 122.000 ved starten af 2011⁶¹, og der åbnes stadig nye centre rundt omkring i Danmark. Fitness er en relativt ny form for motion, der har indtaget Danmark inden for de seneste ti år, alligevel har de danske fitness centre allerede over 500.000 medlemmer⁶².

T- Teknologiske faktorer:

Der er ikke identificeret teknologiske faktorer med væsentlig indflydelse på PSE.

Delkonklusion PEST

Det er vigtigt for PSE, at fastholde udviklingen af FCK på højt sportsligt niveau, så de fortsat kan tiltrække dygtige fodboldspillere både udenlandske såvel som danske med deltagelse i det lukrative Champions League gruppespil til følge. Ved at fastholde et højt sportsligt niveau, vil det være muligt at tiltrække flere tilskuere til holdets hjemmekampe i de forskellige turneringer, ligesom det vil gøre Parken til et attraktivt udstillingsvindue for sponsorerne.

Udlejning af Parken til koncerter og arrangementer er afhængig af antallet af fodboldkampe som skal afvikles i Parken, derfor vurderes det at det ikke vil være muligt at øge antallet af koncerter og arrangementer væsentligt.

Kontorlejemålene i Parken vurderes at være dyre i forhold til øvrige kontorlokaler i København, derfor skal PSE udleje disse med fokus på den gode beliggenhed samt at det er nye lejemål af en høj kvalitet. Det er også vigtigt for Fitness DK at tiltrække stadig flere medlemmer til fitness centrene, dette kan med fordel gøres, ved at differentiere sig, ved at

⁵⁹ Børsen 26-10-2011: "FCK til kamp mod katastrofal tilskuerflugt"

⁶⁰ <http://parken.dk/pse/nyheder/2006/april/parken-koeber-fitness-dk/>

⁶¹ PSE Årsrapport 2010: Indledning

⁶² Børsen 9-08-2011: "Discount fitness klar til erobringstogt"

udbyde gode træningsfaciliteter samt stort udbud af varieret holdundervisning i flest mulige træningscentre.

Lalandia feriecentre i Rødby og Billund må forventes at skulle tiltrække stadig flere gæster, eftersom de nye feriehuse i Billund bliver færdiggjort og solgt. Samlet set har PSE potentiale til at øge deres omsætning og indtjening, hvis de formår at udnytte deres ressourcer på den rigtige måde. Derfor er det vigtigt, at være opmærksom på signaler i de markeder som PSE opererer i.

Porters five forces

Porters's five forces benyttes bedst på hvert selskabs strategiske business unit (SBU). På den baggrund, vil vi foretage Porters Five forces for hvert forretningsområde. Der vil ej være tale om en udtømmende detaljeret gennemgang for hvert forretningsområde, men de pointer vi vurdere vigtigst inden for hver af de 5 kræfter vil blive beskrevet.

- FC København – **Industri: Fodbold**
- Parken Venues (events og arrangementer) – **Industri: Underholdning og oplevelser**
- Fitness dk – **Industri: Fitness og velvære**
- Lalandia – **Industri: Ferie i Danmark**
- Kontorejendomme – **Industri: Ejendomsudlejning i Storkøbenhavn**

FC København

Truslen fra nye konkurrenter

Fodboldindustrien er en industri der sætter høje krav til en helt ny spiller på markedet. Der er et ekstremt stort kapital behov både økonomisk men også facilitetsmæssigt. Her kan nævnes blot prisen på de bedste fodboldspillere i Danmark, samt et stadion med en størrelse og faciliteter der ville kunne true FC København.

Derudover stilles der krav omkring visse faciliteter på stadion til hold i Superligaen, hvilket betyder endnu større krav til kapitalapparat. Dog er der sket det i fodboldverdenen – at rigmænd har meldt deres ankomst. De køber simpelthen en etableret professionel fodboldklub i den bedste række med alt hvad der dertil hører. Dette har dog en uhørt høj kostpris, og den danske liga må siges endnu ikke at være i topsegmentet på den type overtagelser.

Kasi-Jesper har dog offentligt udtalt, at han roder med ideen om at købe et fodboldhold og blive de bedste i Danmark. Dog har Pandoras kursfald i efteråret 2011, sat Kasi-Jespers planer på standby på ubestemt tid⁶³. Dermed er dette ikke noget der på kort sigt truer FCK, men på længere sigt vil det måske få betydning for dem.

Truslen fra nye konkurrenter vurderes på baggrund af ovenstående lav.

Kundernes forhandlingsstyrke

Vi anser kunder i fodboldbranchen for værende sponsorer, tilskuere, fans. Da det er dem der betaler for at se fodbold i Parken og blive sat i forbindelse med FCK.

FCK er selvfølgelig dybt afhængige af, at der kommer folk på lægterne og sponsorer ligger penge i kassen. Da tilskuere og fans er præget af præstationerne på fodboldbanen, vil de komme i takt med den sportslige succes. Dog er der sket det at FCK's dominans i den hjemlige liga faktisk har fået en modsat effekt, og den store sportslige succes har medført et faldende tilskuertal. Det er derfor vigtigt at FCK får brandet sig på en anden måde eller lave noget mere show og hype omkring deres hjemmekampe. Sponsorer vil ligeledes komme i takt med sportslige succes, men også forretningsmæssig sammenhæng. Da FCK spreder sig over diverse forretningsområder samt er Danmarks fodboldflagskib, er det en stærk position man har overfor sponsorer i fodboldverdenen.

Der er dog lave switching cost for både sponsorer og fans da det er blot at vælge et andet hold uden egentlige omkostninger. Desuden for fans er der muligheden for blot at se den fra sofaen i stedet for at tage i Parken. Og hvis køberne samtidig føler de får en lille profit ved at FCK vinder alle deres kampe hvor er så spændingen?, så vil de automatisk have en større forhandlingsstyrke. Desuden hersker der fuld information omkring billetpriser mv. Der er dog lige det ved det, at man ikke vil få den bedste fodbold eller største stadionoplevelse ved valg af de andre fodboldklubber.

På ovenstående baggrund vurderes det derfor at købernes forhandlingsstyrke er middel.

⁶³ <http://onside.dk/nyheder/superligaen/kasi-jesper-udskyder-fodboldklub>

Leverandørernes forhandlingsstyrke

De vigtigste leverandører må antages at være den sportslige sektor. Det er dem der skal levere for at den sportslige succes kan sikres. Her tænkes på trænere, sportsdirektører og selvfølgelig spillerne.

Som Danmarks absolut førende fodboldklub både sportsligt og økonomisk er det ikke det store problem at skaffe spillere og trænere på et skandinavisk plan. Dog er det sværere når man kigger ud i det store Europa. Her har FCK slet ikke samme status som topfodboldklubber i England, Tyskland, Spanien mv., og måske ikke engang midterklubber i de omtalte lande, hvorfor folk til den sportslige sektor er sværere at tiltrække også selvom de seneste års europæiske resultater har været fine. Det vil altså sige på et nationalt plan har leverandørerne en meget lav forhandlingsstyrke og på et internationalt plan en høj forhandlingsstyrke.

Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter til fodbold er stort set alle former for sport. Dette kan være lige fra tennis til håndbold mv. Endvidere er PSE og FCK i konkurrence med øvrig underholdning i fjernsynet samt andre former for underholdning generelt.

Der er tale om substituerende produkter på alle planer indenfor underholdning, oplevelser og sport, hvorfor FCK ikke ville kunne udøve stor indflydelse på at ændre dette. Tilskuerne har ingen switching costs, og yderligere er der nogle af de andre tilbud der vil opfattes som samme nytteværdi for den enkelte, og endda også til lavere pris på nogle områder. Dog er fodbold stadig den førende sportsgren indenfor landets grænser, og hvis FCK fortsat dominerer denne sportsgren vil dette alt andet lige mindske truslen.

På den baggrund vurderes truslen fra substituerende produkter derfor høj.

Konkurrenceintensiteten i branchen

De primære konkurrenter i branchen må være de øvrige Superliga-klubber i Danmark. Der er her tale om 12 klubber i den bedste række der konkurrerer om tv-tid, sponsorer, tilskuere og fodboldspillere. Der hvor FCK befinder sig på nuværende tidspunkt, er der ingen egentlige trusler. Branchen som helhed må dog siges at have en høj konkurrenceintensitet, da der er hård kamp om spillere, sponsorer mv. for at få økonomien til at hænge sammen.

Herudover er der høje faste omkostninger med stadion, kontrakter på spillere mv. og da der er relativt få konkurrenter, og spillere mv. i den grad er differentierede produkter bidrager de alle til en høj konkurrenceintensitet.

Delkonklusion FCK fodboldholdet:

Overordnet set må det siges at være en svær industri at navigere i. Da adgangsbarriererne samtidig er høje for potentielle nye konkurrenter til FCK er denne kraft ikke væsentlig. Dog er de mange substituerende produkter og oplevelser en reel trussel for FCK, da det hænger direkte sammen med indtjeningen for fodboldholdet. I den sammenhæng er kundernes forhandlingsstyrke også værd at nævne da tilskuerne skal opleve en endnu højere nytteværdi end hvad de kan få ved alternative produkter. På den måde er det op til FCK at få brandet alle hjemmekampene og det at komme i Parken som en unik oplevelse måske ikke kun hvad angår fodbold, men en total oplevelse.

Parken Venues – Events i Parken

Truslen fra nye konkurrenter

Truslen fra nye konkurrenter må antages at være lav. Alene pga. af kapitalkravet til at blive en eventmaker på dette marked med store koncerter og arrangementer kræver en hal, stadion eller lignende.

I den lige som Parken tilhører omkring antal af tilskuere, set-up osv. Vil det kun være ganske få der kan være med.

Kundernes forhandlingsstyrke

Forhandlingsstyrken fra kunderne afhænger alene om hvorvidt Parken Venues kan tiltrække de navne som ville kunne fylde Parken op. Hvis belægningen til koncerterne vil være 100% næsten hver gang, vil det være en god forretning for Parken. I år 2011, kan det nævnes fx Take That der fyldte Parken to gange, Sensation, X-factor finale mv. Disse arrangementer vil de ikke kunne få andre steder og der vil være tale om en unik mulighed for dette. Desuden bliver større koncerter næsten aldrig afholdt samtidigt, hvorfor en stor koncert i Jylland ikke vil true en stor koncert i København.

Når det er den type shows Parken vil udbyde primært er kundernes forhandlingsstyrke derfor lav.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Da der er tale om så store etableret kunsterne og arrangementer, vil det være dem der har en stor forhandlingsstyrke, hvis det ikke rører dem hvor i Danmark det skal afholdes.

På et lokalt plan i København er Parken klar den største scene man kan vælge. Hvis kunstnerne eller arrangementsledelser derfor søger at få hovedstaden som destination, vil Parken have en god forhandlingsstyrke overfor leverandørerne. Derimod er der kommet en tendens i løbet af de seneste par år, hvor Jylland og især Jyske bank boksen og messecenter Herning har trukket store navne, som man ellers før kun troede hørte til i Parken. Der er tale om eksempelvis Madonna, Lady Gaga, Justin Bieber, Rihanna mv. som alle trak fulde huse, og som formentlig også ville kunne fylde Parken. På den baggrund må det siges at leverandørerne har en middel til høj forhandlingsstyrke, alt efter hvor de vil afholde koncerten i Danmark.

Truslen fra substituerende produkter

Da Parken Venues opererer indenfor underholdnings- og oplevelsesindustrien, vil substituerende produkter reelt set være alle produkter indenfor denne industri. Det kunne være en biograftur, et teaterstykke, stand-up show mv.

Da Parken opererer i den skala som de gør omkring koncerter og arrangementer, vurderer vi dog ikke der er tale om en særligt stor trussel, hvilket også historisk har vist sig med stort set fulde huse til alle arrangementer afholdt i Parken. På den baggrund vurderer vi truslen fra substituerende produkter lav.

Konkurrenceintensiteten i branchen

Der er tale om relativ få konkurrenter i det segment som Parken opererer i, men til gengæld virker det som om der er intens konkurrence. Som sagt har Parken sat sig på Københavnsområdet, hvor Forum med plads til 10.000⁶⁴ er det tætteste man kommer på Parken her. Den store bevægelse mod Jylland har dog vist sig at være stor, hvorfor man må antage at der er ekstrem hård konkurrence om at få booket de få store kunstnere og arrangementer der reel vil være interessante for Parken. På den baggrund vurderes konkurrenceintensiteten høj.

Delkonklusion Parken Venues

Parken Venues har en stor opgave i, at være det foretrukne spillested for store kunstnere. Det er primært den høje konkurrenceintensitet i branchen præget af leverandørernes og arrangementsledelsers høje forhandlingsstyrke ved, at de kan vælge og vrage blandt spillesteder, der er en udfordring. Man må derfor søge en større differentiering og positionering der gør Parken til Danmarks og måske Nordens førende spillested.

⁶⁴ Forum.dk

Fitness dk

Truslen fra nye konkurrenter

Der er et vidst kapitalkrav til nye konkurrenter på fitness markedet. Der skal anskaffes lokaler, maskiner og personale. Dog er kapitalkravet slet ikke på samme niveau som på de førmtalte forretningsområder, og det ses da også på fitness-branchen som er præget af mange mindre spillere og to store hvor Fitness dk og Fitness World er de største med hhv. 122.000 medlemmer og 250.000 medlemmer.

Et af de primære konkurrenceparametre i branchen har været pris, hvilket tydeligt ses i ovenstående medlemstal, da Fitness World hurtigt slog på billig pris med samme kvalitet som Fitness dk. Dette prægede forbrugerne med det samme, også grundet lavkonjunkturen, hvilket har betydet, at fitness dk har ændret prisstrukturen i 2010. Yderligere har kunderne lave switching cost ved at vælge et andet fitnesscenter. Nye konkurrenter vil dog have svært ved at opnå de stordriftsfordele som Fitness World og Fitness dk sidder på, erfaringen samt branding, hvorfor der må ses på alternative måder at differentiere sig på.

Truslen fra nye konkurrenter anses for at være middel til høj, da der er lave adgangsbarrierer og switching costs for kunderne, og det vil alt andet lige præge markedet.

Kundernes forhandlingsstyrke

Kunderne har som nævnt lave switching cost, og kan ved utilfredshed blot skifte til en af de mange konkurrenter. Man kan til en vis grænse også tale om et standardiseret produkt ved fitnessmaskiner og yderligere er der mange, der måske ikke altid vil kunne kende forskel på en dyr og billig håndvægt og heller ikke den oplevede værdi ved brugen af den. Desuden hersker der fuld information for kunden, da det blot er at gå ind i et center for at se faciliteterne og finde prisen for dette. Dog vil den enkelte kunde ikke have stor indflydelse, men da der er tale om et forholdsvis standardiseret produkt, vil mange kunder reagere ens på ændringer af fitnesscenteret. Alt sammen ting der øger kundernes forhandlingsstyrke til høj.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørerne til fitnesskæderne må primært være leverandører af træningsmaskiner og personalet. Da der er så mange forskellige fitnesscentre og inputtet er altafgørende for forretningen vil en leverandør umiddelbart antages at have en høj forhandlingsstyrke. Der er dog bare det ved det at fitness dk og Fitness World sidder på en så stor del af markedet, at det vil være de absolut mest interessante for leverandørerne at samarbejde med, hvilket trækker den anden vej. På den baggrund vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke til middel.

Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter til fitness vil være anden fysisk aktivitet der også øger velvære og sundheden hos mennesker. Derfor vil det være sportsgrene og egen træning som løb, cykling mv. Der er egentlig mange alternative til det at træne i fitness center, men grundet det store udvalg et fitnesscenter efterhånden har af hold, og man kan træne i al slags vind og vejr er det blevet en så stor del af danskernes hver dag, at truslen for substituerende produkter anses for lav.

Konkurrenceintensitet i branchen

Intensiteten af konkurrence i branchen er meget høj. Det første der viser dette er de mange forskellige konkurrenter der udbyder et mere og mere standardiseret produkt. De forskellige centre har luret hinanden af, og tilbyder nu stort set de samme hold, mulighed for rådgivning, faciliteter og service, hvilket betyder at kæderne mere og mere ligner hinanden. Desuden er der som tidlige omtalt lave switching cost og det bliver stadig sværere at differentiere sit produkt fra de andre. Yderligere syntes markedet ved at være mættet, da Fitness Worlds markante fremgang er sket på stor bekostning af Fitness dk. Den ekstra kapacitet som kæderne i øvrig får, sker for det meste igennem opkøb af allerede etablerede centre, hvilket også indikerer at markedet er mættet.

Delkonklusion fitness dk

Fitness dk er præget af den store konkurrenceintensitet der hersker i branchen, og har ikke konkurreret på pris på samme måde som Fitness World hvilket har haft alvorlige konsekvenser i markedsandelen. Man har tidligere været markedsleder indenfor fitness, men er nu overhalet af Fitness World, hvorfor dette stiller store krav til en ny konkurrencestrategi og tilgang til kunderne.

Lalandia

Truslen fra nye konkurrenter

Der er tale om et stort kapitalkrav for nye aktører hvis de skal konkurrere med Lalandia. Lalandia har omkring 1500 feriehuse som før omtalt, og et stort badeland, restauranter mv. Lalandia har markedsført sig med badelandet i centrum, men har konstant udviklet sit produkt og er blevet et stort aktivitets- og feriecenter. Dette har selvfølgelig også medført stordriftsfordele og man har opnået en yderst fornuftig differentiering på markedet. På den baggrund vurderes truslen fra nye konkurrenter lav.

Kundernes forhandlingsstyrke

For købernes forhandlingsstyrke, er der en ting der peger opad, nemlig at switching costs er lave, ved blot at vælge en anden type ferie og der er en reel trussel for at baglæns integration, altså at folk blot køber et sommerhus selv. Dog har finanskrisen lagt en stor dæmper på ejendomsmarkedet og da Lalandia henvender sig til børnefamilierne, er det et segment der hellere vil vælge den nemmere og billigere løsning indenlands end en udlands tur. Herudover har Lalandia differentieret sig markant og er markedsleder med 34% af samtlige overnatninger på ferie- og aktivitetscentre i Danmark i 2010. Ydermere var der en tilfredshed på ”meget tilfredse” eller ”tilfredse” på 97,5%⁶⁵. Dette bevirker alt andet lige at den enkelte kunders forhandlingsstyrke er lav.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Da Lalandia udbyder så mange forskellige produkter som førmtalt, se virksomhedspræsentation, følger der ligeledes mange leverandører med. Der er tale om eksterne leverandører på alle deres ydelser, men leverandørernes industrier bærer ikke decideret præg af at være koncentreret om få, og ferieindustrien vil være vigtig for dem at være i. Her tænker vi på fx badeland, bowlingbaner, restauranter mv. hvor Lalandia principielt sørger for at tiltrække gæsterne, så det er perfekt for leverandørerne at være i samarbejde med Lalandia. Som markedsleder og med den størrelse Lalandia har, har man opnået stordriftsfordele og man vil sidde i en stærk position mod en leverandør, da man også har 2 lokationer nu med både Billund og Rødby.

På den baggrund vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke for lav.

Truslen fra substituerende produkter

Igen fordi Lalandia har så mange tilbud til deres gæster, eksisterer der en lang række substituerende produkter. Hvis vi koncentrerer os om den primære oplevelse som er ferier og heraf afledte aktiviteter, må de siges at kunne substitueres med en charterrejse, campingferie, sommerhusferie mv. Dog er der ikke de samme afledte aktiviteter fast tilknyttet for disse typer af ferie, og den dyrere pris på udlandsreisen eksempelvis, lokker ikke i en lavkonjunktur periode. Dette ses også på at Lalandia opnåede rekordår i 2010⁶⁶, i en periode hvor det ellers har været svært at få forbruget til at stige hos danskerne. Lalandia vil yderligere blive ved med at udvikle og udbygge sine feriecentre hvilket formentlig vil betyde endnu flere aktiviteter og tilbud til kunderne.

⁶⁵ Årsrapport 2010 s. 16

⁶⁶ Årsrapport 2010, s. 16

På den baggrund anses truslen fra substituerende produkter for lav til middel alt efter segmenter. Det primære segment, børnefamilier, vil formentlig prioriterer de ting Lalandia tilbyder højere end unge mennesker der gerne vil opleve noget (i den globaliserede verden).

Konkurrenceintensitet i branchen

Der er feriecentre på markedet, der ligesom Lalandia tilbyder aktiviteter og ferie under et. Der er dog tale om et forholdsvis differentierede produkter, da man i de forskellige centre har fokus på forskellige ting. Dette kunne være badelandet i Lalandia men wellness eller golf i et andet. Der er tale om en industri der er på vej i vækst igen efter finanskrisen, og der er derfor lidt lavere konkurrence omkring kunderne da disse ikke behøves at hentes fra konkurrenten. Yderligere er der ikke besluttet tale om at alle konkurrenter er på lige fod, da Lalandia har opbygget deres brand gennem længere tid og appellerer til andre end måske fx Danland. Med det taget i betragtning vurderes konkurrenceintensiteten lav på markedet set fra Lalandias synspunkt.

Del-konklusion Lalandia

Lalandia har formået at positionere sig selv som markedsleder og oplevet vækst i 2010. Dette betyder at man forøger sin forhandlingsstyrke både overfor kunder, men også overfor leverandører i form af stordriftsfordele mv. Dette gør at man kan stå imod de mange substituerende produkter der ellers tilbydes i ferie- og aktivitetsindustrien, og samtidig øge sin differentiering på markedet.

Kontorejendomme

Truslen fra nye konkurrenter

Kapitalkravet til udlejning af kontorejendomme er stort, hvilket er en væsentlig adgangsbarriere i sig selv. Dog er der grundet finanskrisen og den generelle udvikling i erhvervslivet også opstået ledige lejemål, hvorfor købere kan få det billigere end før. Sandsynligheden for opførelse af helt nye kontorbygninger anses ikke for at være særligt stor i et ejendomsmarked der har svært ved at rejse sig ovenpå den store økonomiske krise, derfor vurderes denne trussel ikke særligt høj for PSE

Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke er forholdsvis høj hvis den udelukkende ses ud fra den førømtalte tomgangsprocent på 37, se virksomhedspræsentation for dette.

Da det er generelt for sammenlignelige virksomheder⁶⁷ og det derfor antages at man ikke behøver gå på kompromis på kvaliteten, sætter dette selvfølgelig også kundernes forhandlingsstyrke i vejret. Omvendt har PSE et så solidt forretningsgrundlag på koncernniveau, at man ikke er tvunget til bare at eftergive på alle principper. Alligevel må kundernes forhandlingsstyrke anses for middel til høj.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

De egentlige leverandører til kontorejendommene er jo entreprenør- og håndværksvirksomhederne. Dog er ejendommene færdige, og da Parken selv står for udlejning af ejendommene er der ikke tale om nogen egentlige leverandører.

Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter til kontorlejemål må være køb af egen ejendom. Da ejendomsmarkedet som føromtalt har været hårdt ramt og kæmper med at finde sine ben, er dette dog ikke en egentlig trussel. Derfor er truslen fra substituerende produkter lav.

Konkurrenceintensiteten i branchen

Den svage vækst i ejendomsbranchen kombineret med høje faste omkostninger og andre spillere på markedet med nogenlunde samme produkt og også lave switching costs for kunderne ved lejemål gør alle intensiteten af konkurrencen på markedet høj. Modsat trækker at Parken formår at kunne tilbyde et produkt der er differentieret væsentligt fra andre lejemål, ved dets historie og sammenhæng til fodboldverdenen. Det er helt unikt at kunne have kontor derinde, og nogle firmaer opnår en enormt eksponering og brandet i markedet, blot ved at kunne blive sat i forbindelse med Parken.

Alt dette taget i betragtning må konkurrenceintensiteten vurderes til middel.

Del-konklusion kontorejendomme

Den store finanskriser har selvfølgelig påvirket ejendomsbranchen rigtig hårdt. På den baggrund er det lige nu vigtigt for Parken at få udlejet kontorejendommene, og få tomgangsprocenten ned. Udfra ovenstående analyse er der hård konkurrence, men Parken har et så stærkt brand og unikke nye faciliteter at de skal kunne differentiere sig effektivt fra deres konkurrenter, da det er kundernes forhandlingsstyrke der i væsentligst grad udøver indflydelse på industrien i svag vækst og høje faste omkostninger.

⁶⁷ Se virksomhedspræsentation afsnit "Kontorejendomme"

Ressourcebaseret vinkel

Til at analysere de interne forhold i PSE, vil vi foretage en analyse af PSE's ressourcer⁶⁸. Som led i analysen, vil ressourcerne i PSE blive identificeret. Der er to typer overordnede ressourcer: materielle anlægsressourcer og immaterielle ressourcer. De immaterielle kan yderligere underopdeles i immaterielle anlægsressourcer og immaterielle menneskelige ressourcer.

Materielle anlægsressourcer:

De materielle anlægsressourcer er de anlæg og bygninger som PSE's forskellige forretningsområder er i besiddelse af.

Fodboldstadionet Parken er et centralt aktiv i PSE. Det er også her, at koncernledelsen i PSE har sit hovedkontor i den nybyggede SuperBest tribune. Stadionet er også kendt som Danmarks nationalstadion og Danmarks største stadion. Det benyttes af fodboldklubben FCK til hjemmekampe i diverse turneringer samt af landsholdet til officielle kvalifikationskampe.

Derudover kan Parken også overdækkes, og udlejes af Parken Venues til diverse koncerter og arrangementer. Der er desuden i tilknytning til den nævnte SuperBest tribune også kontortårne med erhvervslejemål der lejes ud. Stadionanlægget Parken indgår i årsrapporten 2010 med 513.484 tkr., denne høje anlægsinvestering, vil muligvis afholde nogle fra at bygge et stadion af tilsvarende størrelse. Parken er desuden en alsidig bygning, med anvendelsesmuligheder inden for koncertarrangementer, events, speedway grand prix mv., dette sammenholdt med den attraktive beliggenhed i København gør, at det må anses at være en fordel for PSE at være i besiddelse af Parken.

FCK råder desuden også over træningsfaciliteter på Jens Jessens Vej 10 på Frederiksberg, også kaldet "10'eren", disse træningsfaciliteter tilhørte tidligere KB, som stadig benytter disse til egen træning. FCK har deres daglige træning og taktikmøder på Peter Bangs Vej⁶⁹.

Lalandia består af feriecentre Lalandia Rødby og det nyere Lalandia Billund. Lalandia Rødby er opført i 1986-1988 og købt af PSE i 2004. Siden opførslen er centret flere gange

⁶⁸ USM, side 125-144

⁶⁹ <http://www.kb-boldklub.dk/fodbold-1/fc-koebenhavn/>

udvidet og istandsat og der foregår stadig istandsættelse af feriehusene så de forbliver tidssvarende⁷⁰.

Lalandia i Billund er opført i 2009, og er beliggende tæt på Legoland i Billund. Boligerne i Lalandia Billund er opført fra 2009 og derefter, hvilket er en fordel i forhold til Hotel Legoland, som er opført i 1968 og efterfølgende moderniseret. Feriecentrene er indregnet med bogførte værdier på 53,7 mio. kr.⁷¹ for Lalandia Rødby og 549 mio. kr.⁷² for Lalandia Billund, kræver det store anlægsomkostninger for en konkurrent at anlægge tilsvarende feriecentre.

Fitness DK består af 39 fitnesscentre fordelt over hele Danmark⁷³, disse er både i egne lokaler og lejede lokaler, det er ikke oplyst hvordan fordelingen heraf er. Det fremgår dog af årsrapporten for Fitness DK for 2010, at indretning af lejede lokaler samt driftsmateriel og inventar har en bogført værdi på 90 mio. kr.⁷⁴. Derfor vurderes det at disse investeringer også bidrager til at give PSE en konkurrencemæssig fordel.

Immaterielle anlægsressourcer:

De immaterielle anlægsressourcer består af flere forskellige ting, herunder kontraktsrettigheder og goodwill. De samlede immaterielle anlægsaktiver udgør 77,9 mio. kr.⁷⁵, heraf udgør 1,245 mio. kr. goodwill, som er opstået ved opkøb af andre virksomheder.

Kontraktsrettigheder udgør de resterende 76,67 mio. kr., disse består af spillerkontrakter i FCK. Det er oplyst i årsrapporten, at ingen enkelte spilleres kontrakter udgør over 15 % af de samlede kontraktsrettigheder pr. 31. december 2010. Kontraktsrettigheder er indregnet i henhold til IFRS og "måles til kostpris med fradrag af akkumulerede amortiseringer og eventuelle nedskrivninger. Kostprisen omfatter anskaffelsesprisen, sandsynlige performance betalinger samt øvrige omkostninger direkte tilknyttet anskaffelsen"⁷⁶. Disse indgåede kontrakter formodes at give PSE en konkurrencemæssig fordel, da sædvanen er, at disse er uopsigelige i kontraktperioden, og FCK dermed vil blive kompenseret såfremt en spiller skifter klub, og spillerlicensen sælges til en anden klub.

⁷⁰ <http://www.lalandia.dk/da/vaerdatvide/Roedby/Pages/LalandiasHistorie.aspx> og PSE Årsrapport 2010: Fremtidsudsigter.

⁷¹ Lalandia Badeland Årsrapport 2010

⁷² Lalandia Billund Årsrapport 2010

⁷³ http://www.fitnessdk.dk/omos/om_fitness_dk/Pages/om_fitnessdk.aspx

⁷⁴ Fitness DK Årsrapport 2010

⁷⁵ PSE Årsrapport 2010, note 14

⁷⁶ PSE Årsrapport 2010, Note 36, Anvendt regnskabspraksis side 89

Herudover er der også den internt opbyggede goodwill som PSE selv har opbygget over for kunder, leverandører m.v. denne kan ikke aktiveres i regnskabet, da den ikke opfylder definitionen på et aktiv jf. IAS 38.19, grundet det ikke er muligt opgøre kostprisen pålideligt. Den må dog formodes at have en betydelig værdi, eftersom den består af alt det som andre forbinder med alle PSE's aktiviteter som f.eks. positive koncertoplevelser i Parken, fans tilknytning til fodboldholdet FCK, gode ferieminder fra Lalandia og positive oplevelser i Fitness DK m.v. som forhåbentligt for folk til at vende tilbage.

Det er utroligt vanskeligt at opgøre værdien af dette, men det er vigtigt at være opmærksom på, at denne er tilstede og repræsenterer en ukendt værdi for PSE.

Immaterielle menneskelige ressourcer:

De immaterielle menneskelige ressourcer er ligeledes heller ikke mulige at aktivere i årsregnskabet, da værdien af disse ikke kan opgøres pålideligt. De består bl.a. af, kompetencer hos medarbejdere.

Ledelsen i PSE er en vigtig ressource, både i form af deres egenskaber som ledere overfor PSE's øvrige ansatte, deres fremtoning over for pressen, både i form af udtalelser og deres ageren i det hele taget, men også deres evne til at drive virksomheden og træffe de rigtige og nødvendige beslutninger. Hvis ledelsen er kompetent, vil det kunne give en konkurrencemæssig fordel set i forhold til PSE's konkurrenter.

I FCK er dette holdet (træneren og spillerne), deres personligheder og evner på banen, en del af disse kan være aktiveret gennem kontraktsrettigheder, men kun for spillere der er købt fra andre klubber, dermed vedrører kontraktsrettigheder ikke egne udviklede spillere samt merværdien for spillere der har forbedret sig i løbet af kontraktperioden. Hvis holdet formår at agere professionelt og skabe resultater vil dette øge entreindtægter, præmiepenge, sponsorater og tv-indtægter samt andre afledte effekter heraf.

I Fitness DK og Lalandia er medarbejderne samlet set vigtige, da disse i Fitness DK skal kunne vejlede medlemmerne omkring fitness træning samt holdundervisning så disse får en positiv og dermed fastholdes i Fitness DK. I Lalandia skal medarbejderne give gæsterne en positiv oplevelse under opholdet. Dette gælder alle ansatte fra ferie-/børneguider til restaurantpersonalet. Dog er medarbejdere i Fitness DK og Lalandia ikke enkeltvis af lige så stor betydning for PSE som fodboldspillerne er for PSE.

Delkonklusion ressourcebaseret vinkel

Ejerskabet af Parken giver PSE en konkurrencemæssig fordel, grundet dens alsidighed. Det er således muligt at samle alt fra administration, kontorlejemål, koncerter og arrangementer samt fodbold i samme bygning.

PSE ejer desuden træningsfaciliteter på Jens Jessens Vej 10 på Frederiksberg, dette er med til at sikre, at PSE er i besiddelse af alt hvad der kræves, for at drive en professionel fodboldklub. Med mulighed for at opnå synergieffekter heraf.

Lalandia er moderne feriecentre, beliggende i rolige omgivelser, feriecentrene er henholdsvis istandsat og nybygget, samtidig med der fokuseres på, at give gæsterne en god oplevelse fra personalets side. Denne kombination kan givetvis tiltrække flere gæster til Lalandia feriecentrene.

Fodboldholdet FCK har indgået kontrakter med fodboldspillere og trænere. Der er desuden ansat folk til forskellige funktioner rundt om holdet, som f.eks. læger og fysioterapeuter. Dette sikrer et professionelt team, med know how om hvordan en fodboldklub drives bedst muligt.

Fitness dk skal med deres fitnesscentre forsøge at tiltrække flere medlemmer, deres nye strategi har medført en prisnedsættelse men også andre parametre end prisen skal skaffe nye medlemmer til bl.a. vejledning fra personalet.

Det er samtidig vigtigt, at være opmærksom på den internt opbyggede goodwill for PSE. Denne er både opbygget for PSE samlet men også for hver af PSE's forretningsområder. PSE er begyndt at gøre brugerne bevidste om, at PSE er selskabet bag alle forretningsområderne, hvorved der formentligt kan opnås synergieffekter på tværs af forretningsområderne.

Ny ledelse i PSE

Det kan til tider være godt med et nyt frisk syn på forretningen, i form af nye aktionærer i en virksomhed. Dog har de to nye aktionærers indtog (KPS og ES) ført megen presseomtale med sig, og ikke altid for det bedste, tværtimod. Således var både KPS og ES med til at forårsage Flemming Østergaard og Jørgen Lindegaards afgang fra bestyrelsen i PSE. Dette har skabt megen uro omkring ledelsen i PSE, hvilket både kan resultere i en fornyet og mere effektiv virksomhed, men kan også være skadelig for PSE.

Da dette kan medføre, at der udelukkende fokuseres på, at effektivisere den eksisterende forretning, frem for at se på muligheder for investering i- eller udvidelse af forretningsområder, f.eks. manglende indkøb af fodboldspillere. Deres måde at drive virksomheden på, er bl.a. blevet beskrevet af Caspar Rose fra CBS, som en pølsefabrik, hvor det bare handler om at minimere produktionsomkostningerne⁷⁷.

Siden de to nye aktionærer indtrådte i PSE, er direktionen også blevet skiftet ud inden for de seneste år. Tidligere adm. direktør Jørgen Glistrup og kommerciel direktør Dan Hammer har forladt Parken, for at give plads til henholdsvis Anders Hørsholt og Rikke Dræbye Gantzhorn⁷⁸. Ingen af disse har en lige så karismatisk og markant personlighed som Flemming Østergaard (FØ). Især Anders Hørsholt har ved flere lejligheder sagt, at han ikke ønsker at blive en ny FØ.

Dette medfører en væsentlig ændring af rollerne i PSE, FØ var først som direktør og sidenhen bestyrelsesformand, en del af den øverste ledelse i PSE. Samtidig varetog han relationerne til bl.a. Parkens sponsorer. Han skabte en del medieomtale pga. hans personlighed, og dette var noget en del af investorerne satte pris på, da han samtidig også tog sig tid til at tale med dem, og lod dem forstå, at de var betydningsfulde for PSE⁷⁹.

Den nuværende bestyrelsesformand Hans Munk Nielsen og adm. direktør Anders Hørsholt, har valgt en mere tilbagetrukket tilgang til PSE end FØ. Dette skaber en mangel på en person, som kan varetage nuværende og potentielle nye sponseres interesser. Med ansættelsen af Rikke Dræbye Gantzhorn som ny kommerciel direktør, må formodningen være, at dette skal løse problemet med den manglende sponsorkommunikation.

SWOT-analyse – Delkonklusion strategisk analyse

SWOT analysen foretages med henblik på at skabe det ønskede overblik over virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler.

Via SWOT-analysen vil vi samtidig konkludere på de anvendte modeller. SWOT'ens elementer vil dermed fungere som en naturlig opdeling for de vigtigste pointer, fundet gennem analysen af det eksterne og interne miljø i Parken.

⁷⁷ <http://www.sporten.dk/superligaen/uro-kan-skade-parken>

⁷⁸ Børsen 26-10-2011: "Feminin fodboldboss med hang til herrehormoner"

⁷⁹ Børsen 26-10-2011: "Supporteren og Sponsoren"

Indledningsvis illustrerer vi dette i skema form, hvorefter en uddybende forklaring på hvert element vil følge.

Styrker (S)	Svagheder (W)
• Mest attraktive klub i Skandinavien • Ejerskabet af Parken • Stærkt brand på tværs af koncernen • Markedsleder Lalandia • Ret til multihal • Træningsfaciliteter på Jens Jessens vej 10	• Lavt sportsligt niveau i Superligaen • Mistet markedslederskabet på fitness.dk • Ledige kontorlejemål i Parken • Parken Venues afhængig af at udleje stadion til FCK • Ny ledelse ikke i stand til at varetage kommercielle interesser og manglende sportsligt fokus
Muligheder (O)	Trusler (T)
• Fast CHL-plads til mestrene • Økonomien vender til højkonjunktur • Blive Danmarks foretrukne koncertsted • Forskerordningen • Lav rente, • Øget fokus på fitness og velvære	• Faldende Tilskuertal • Stor konkurrence fra Jylland på koncerter • Lavkonjunktur fortsætter • Faldende sponsorindtægter • Hjemfaldspligt i Parken • Sportslige resultater udebliver

Styrker

PSE er i form af ejerskabet af Parken sikret en fast indtægtskilde, gennem udlejning af Parken til koncerter, events og landskampe afholdt af DBU via selskabet Parken Venues. Det vil kræve store anlægsinvesteringer for potentielle konkurrenter at opføre et lignende anlæg, hvorfor det vurderes at være en styrke for PSE at være i besiddelse af Parken.

Dertil kommer den attraktive beliggenhed på Østerbro i København, hvor det ikke er muligt at bygge en konkurrerende arena i umiddelbar nærhed af Parken.

Ligeledes ejer PSE træningsfaciliteter på Jens Jessens Vej 10 på Frederiksberg, dermed kan opnås synergieffekter i relation til fodboldforretningen i PSE, da man er i besiddelse af alle de faciliteter der kræves for at drive en professionel fodboldklub.

FCK har gennem en årrække, og med 8 mesterskaber inden for de seneste ti år og deltagelse i Champions League gruppespil to gange, slået fast at de er nordens bedste klub. Dette gør klubben attraktiv for både spillere, trænere og sponsorer, da FCK dermed er blevet et attraktivt udstillingsvindue i Europa.

PSE har formået gennem alle sine forretningsområder, at opbygge et stærkt brand både i form af navnet Parken Sport & Entertainment, men også for hvert af sine forretningsområder.

Dermed associeret folk alle forretningsområderne: Parken Venues (koncerter og arrangementer i Parken), FCK, Fitness DK, Lalandia og kontorlejemål i Parken med kvalitet. PSE er senest begyndt at gøre folk bevidste om, at alle disse forretningsområder er en del af PSE, hvormed der kan opnås positive synergieffekter mellem de forskellige forretningsområder.

Ejerskabet af Lalandia feriecentre giver en unik mulighed for, at tilbyde primært børnefamilier, ferieophold i Danmark. Lalandia har differentieret sig markant, ved at tilbyde en unik ferieløsning hvor betaling af opholdet inkluderer alt fra vandland til overnatning, og er i dag markedsleder med 34 % af alle overnatning på danske feriecentre, og har 97,5 % tilfredse kunder. Dette sammenholdt med de store anlægsinvesteringer der kræves for at anlægge et konkurrerende feriecenter, må siges at give PSE en konkurrencemæssig fordel.

PSE købte i 2008 den tidligere skøjtehalsgrund ved siden af Parken, af Københavns Kommune, på den betingelse, at PSE vil stå for opførelsen af en multihal med plads til mellem 4.500 og 8.500 tilskuere. Såfremt byggeriet PSE vælger at opføre multihallen vil det være en klar styrke, da hallens unikke beliggenhed på Østerbro i København, vil gøre den attraktiv for mindre koncerter og arrangementer. Såfremt PSE vælger ikke at påbegynde byggeriet af hallen inden udgangen af 2013, har Københavns Kommune forpligtet sig til at købe grunden tilbage til samme pris som PSE købte den for.

Svagheder

Det lave sportslige niveau i Superligaen, gør det svært for danske klubber, herunder FCK, at konkurrere med de øvrige deltagere i Champions League.

Fitness DK har i løbet af de senere år mistet sit markedslederskab til Fitness World, dette har fået Fitness DK til skifte strategi og sænke sine priser. Hvis dette ikke får medlemmerne tilbage, og de fortsat skifter til andre billigere konkurrenter, vil det efterlade Fitness DK med en for stor kapacitet i centrene i forhold til antallet af medlemmer.

Parken Venues er afhængig af, at udleje stadion til FCK i forbindelse med fodboldkampe. Dette begrænser udlejningsmulighederne til koncerter og events, da Parken Venues ikke selv kan bestemme hvornår de vil udleje til disse. Hvis den koncerninterne fakturering for brug af Parken fjernes fra omsætningen i Parken Venues, giver denne aktivitet underskud. Der er derfor vigtigt, at få udlejet Parken til koncerter m.v. alle de dage hvor det er muligt, uden at dette påvirker afviklingen af fodboldkampe.

PSE valgte at bygge den nye SuperBest tribune med kontorlejemål, som stod færdig i 2009 under finanskrisen. PSE har stadig ikke formået at udleje samtlige kontorlejemål i SuperBest tribunen samt kontortårne. PSE har lanceret en målsætning om, at nedbringe tomgangsprocenter i løbet af en treårig periode fra 2011, hvis dette ikke lykkes. Vil de mange nyopførte tomme kontorarealet påvirke PSE negativt, da de stadig skal afbetale på gælden, uden at de genererer indtægter.

De nye aktionærer i PSE og den deraf følgende udskiftning i ledelsen, har resulteret i, at den nuværende ledelse ikke har samme fokus på at pleje de kommercielle interesser, dette har medført, at sponsorerne ikke længere føler sig værdsat af PSE, hvilket har resulteret i et fald i sponsorindtægter på 20 %. Den nye ledelse har desuden ikke samme sportslige fokus som den tidligere, hvilket indikerer der fremover vil være fokus på indtjeningen frem for sportslige resultater.

Som eksempel kan nævnes, at man d. 27. oktober 2011 havde booket Parken til det såkaldte "Sensation" som er et stort arrangement med 25-30.000 betalende tilskuere. Man havde dog ikke kalkuleret med at man samme dag skulle spille Pokalkamp mod Brøndby IF. Dog havde man kendt til det i op til 6 måneder før, da turneringskalenderen blev offentliggjort fra DBU's side.

Spørgsmålet er så om man har taget en kalkuleret risiko og sagt at man A) måske ikke nåede så langt i pokalen B) Trak en udebanekamp eller C) at den eneste kamp der kunne indbringe tilnærmelsesvis sammen antal kr. i kassen var Brøndby IF kampen i pokalen, som på daværende tidspunkt der var meget lille sandsynlighed for ville ske. Hele forløbet endte med at FCK måtte opgive hjemmebanen til Brøndby grundet sikkerhedsforanstaltninger mv. I PSE må man derfor kigge på formålet som beskrevet ovenfor, og sige om man virkelig vægtet fodboldholdet før alt det andet, eller det skal ses om en samlet forretning det hele, hvor FCK blot er en af bidragsyderne? Tilbage står i hvert fald at det sportslige hensyn måtte vige for det økonomiske fordel ved afholdelse af koncerten/arrangementet.

Muligheder

Sportsligt må der siges at være store muligheder i den faste direkte Champions League-plads som Danmark i øjeblikket har. Der er en utrolig stor økonomisk forskel på Champions League og Europa League – I år har det en skønnet effekt på det primære resultat et tab på 115 mio. kr.⁸⁰, at man missede gruppespillet. Hvis den direkte plads til gruppespillet kan beholdes fra Danmark er der store sportslige og økonomiske perspektiver at hente. Herudover er forskerordningen med lempelige skatteregler til udenlandske spillere og personale en stor mulighed for at kunne konkurrere på det internationale marked. Man kan derved tiltrække de fornødne kapaciteter i konkurrence med andre ligaer og lande.

Samfundsmæssigt vil det være en stor mulighed for hele koncernen hvis lavkonjunktoren vendes til en højkonjunktur periode, og rådighedsbeløbet hos den enkelte bliver større. Dette vil formentlig betyde øgede tilskuertal til fodboldkampe, flere medlemmer i fitness.dk og flere gæster til Lalandia. I øjeblikket ligger der dog ligeledes en mulighed i, at det lave renteniveau fortsætter. Dette vil betyde finansiering til byggeri af eksempelvis feriehusene i Lalandia vil blive billigere, og køberne af feriehusene vil kunne låne billigere.

Vedrørende forbrugeradfærd er der en mulighed for, at det øgede fokus på sundhed og velvære stadig vil fortsætte væksten, som Fitness.dk har oplevet fra 2009 til 2010. Man har yderligere ændret sin prisstruktur for at imødekomme den store konkurrence der bl.a. har fået dem til at tabe markedslederskabet til Fitness World. Herudover er der en mulighed i at forbrugerne anser Parken som det bedste sted at opleve store koncerter og events. Hvis PSE kan få differentieret sig i en sådan grad fra de øvrige koncertsteder i Danmark,

⁸⁰ Årsrapport s. 19 "Fremtidsudsigter"

at man bliver det foretrukne sted at opleve koncerter, vil dette forretningsområde kunne opleve stor vækst, da artisterne kommer til Danmark uanset hvad

Trusler

Ligesom der ligger en mulighed i, at Parken bliver Danmark foretrukne koncertsted til de største koncerter, ligger der også en stor trussel herfra, da Jylland har flere seriøse konkurrenter til dette. Som førmtalt er MCH, Jyske Bank Boxen og senest en ombygning af Silkeborg hallerne på vej⁸¹. Hvis udviklingen fortsætter, vil det til sidst betyde, at Parken får svært ved at hente det antal af store koncerter der er brug for til at skabe overskud.

Man har oplevet faldende tilskuertal i Parken hvilket udgør en trussel for Parkens indtjening på entré-indtægter og afledte indtægter heraf som merchandise, mad, drikkevarer mv. Tilsvarende vil en fortsættelse af lavkonjunktoren formentlig få tilskuerne til at holde pengene tættere på kroppen. Dette vil ligeledes betyde at tomgangsprocenten bliver endnu sværere at nedbringe på kontorlejemålene, tiltrække gæsterne til Lalandia og få flere medlemmer i fitness.dk.

PSE har derudover hjemfaldspligt på Parken i 2020, der skal genforhandles, hvilket vil betyde et stort tab, såfremt Københavns kommune ikke kan blive enige med PSE om en pris. Det vil medføre store tab af indtægter samt væsentlige synergieffekter for koncernen.

PSE har også oplevet faldende sponsorindtægter. Hvis man ikke får vendt denne tendens vil det blive svært at fastholde de sportslige resultater, hvilket kan få endnu større konsekvenser end blot de manglende sponsorkroner. Hvis de sportslige resultater udebliver vil det betyde en alvorlig nedjustering af fodboldholdet, og de afledte effekter heraf såsom brandværdien vil falde mv.

⁸¹ <http://www.sporten.dk/haandbold/dyne-larsen-udfordrer-kasi-jesper>

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysens søger at identificere de finansielle værdidrivere der historisk har haft betydning for værdiskabelsen. Da værdiskabelsens sker fra hhv. driftsaktiviteten og finansieringsaktivitet, vil det være nødvendigt for analysen at de finansielle opgørelser opdeles i disse. På den baggrund, har vi reformuleret de finansielle opgørelser, som skal danne grundlag for vores regnskabsanalyse jf. bilag 1.

Forudgående har vi dog foretaget en gennemgang af anvendt regnskabspraksis jf. de officielle årsrapporter, for at sikre kvaliteten af regnskabet. Vi har yderligere haft fokus på indregning af regnskabsposter med særlig betydning for vores værdiansættelse.

Dernæst foretages en rentabilitetsanalyse, for at fastsætte og analysere på driverne bag egenkapitalforrentningen, ROE. Vi har foretaget en rentabilitetsanalyse ud fra Dupont-modellen i det følgende kapitel.

Efter vi har analyseret, vil det være nødvendigt at finde ud af hvad der driver væksten. Hvor rentabilitetsanalysen afdækker hvor virksomheden er nu, og hvad der har drevet den hertil, vil vækstanalysen afdække hvilke driftsaktiviteter der har påvirket ROE over tid og dermed vil man have grundlaget for budgetteringen af denne.

Anvendt regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis er gennemlæst, med henblik på, at opnå en forståelse for, hvordan indregnet og måling finder sted. Der har særligt været fokus på, hvornår indregning finder sted, hvorvidt aktiver måles til dagsværdier herunder særligt fokus på PSE' ejendomme og spillerkontrakter, da dette har væsentlig relevans til vores værdiansættelse.

PSE har i løbet af de seneste år foretaget flere ændringer til anvendt regnskabspraksis, grundet implementering af nye regnskabsstandarder⁸². Alle ændringerne til anvendt regnskabspraksis har udelukkende vedrørt præsentation af årsregnskaberne, dermed har ingen af disse haft indflydelse på indregning og måling i PSE's årsregnskaber.

PSE er som nævnt noteret på Københavns Fondsbørs, Nasdaq OMX Nordic, og skal derfor aflægge årsrapport i henhold til bestemmelserne i årsregnskabsloven for virksomheder i regnskabsklasse D.

⁸² PSE årsrapport 2008: IAS39/IFRS 7, 2009: Eksisterende IAS/IFRS og nye regnskabsstandarder

Af ledelsespåtegningen fremgår det, at "*Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber.*"⁸³.

Set fra en analytikers synspunkt, sikrer aflæggelse efter den danske årsregnskabslov øget sammenlignelighed og troværdighed for årsrapporterne.

I tilknytning til ledelsens påtegning, er årsregnskabet revideret af revisionsfirmaet KPMG, som har revideret selskabets årsrapporter i en længere årrække, og har siden 2001 afgivet blanke revisionspåtegninger, på nær i 2009, hvor der blev givet en supplerende oplysning vedrørende kapitalberedskab som følge af nedskrivning af goodwill i Fitness dk⁸⁴. KPMG har i forbindelse med sin revision, vurderet risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet enten som følge af fejl eller besvigelser. KPMG har også vurderet PSE's interne kontrolmiljø samt anvendt regnskabspraksis og vurderet af regnskabet giver et retvisende billede af virksomheden og dette er korrekt præsenteret i koncernregnskabet⁸⁵.

Med aflæggelse efter en anerkendt regnskabsstandard samt en påtegning fra en anerkendt revisor uden forbehold, sikrer det os at regnskabskvaliteten i form af sammenlignelighed og troværdighed af årsregnskaberne, er tilfredsstillende til vores videre analyse.

Efter købet af Fitness DK i 2006, omlagde PSE regnskabsperioden fra at slutte pr. 30. juni til at følge kalenderåret med regnskabsafslutning pr. 31. december. Dermed kom årsrapporten for regnskabsåret 2006/2007 til at udgøre en 18 måneders periode fra 1. juli 2006 til 31. december 2007. I årsrapporten for 2008 er sammenligningstal beregnet for en 12 måneders periode. Dette kan dog skabe en del "støj", da det ikke er sikkert der tages højde for eventuelle sæsonudsving. Det er vigtigt at være opmærksom på dette, de beregnede sammenligningstal vurderes dog at give et bedre analyseformål, end dem for en 18 måneders periode.

Rentabilitetsanalyse

Til grundlag for vores budgettering, skal vi forstå hvad der driver virksomhedens nuværende situation, samt hvad der vil drive den i fremtiden. Til dette formål benyttes en rentabilitetsanalyse, til at analysere på ROE (Return on equity) samt en vækstanalyse til at analysere på væksten.

⁸³ PSE årsrapport 2010, side 4, Ledelsespåtegning

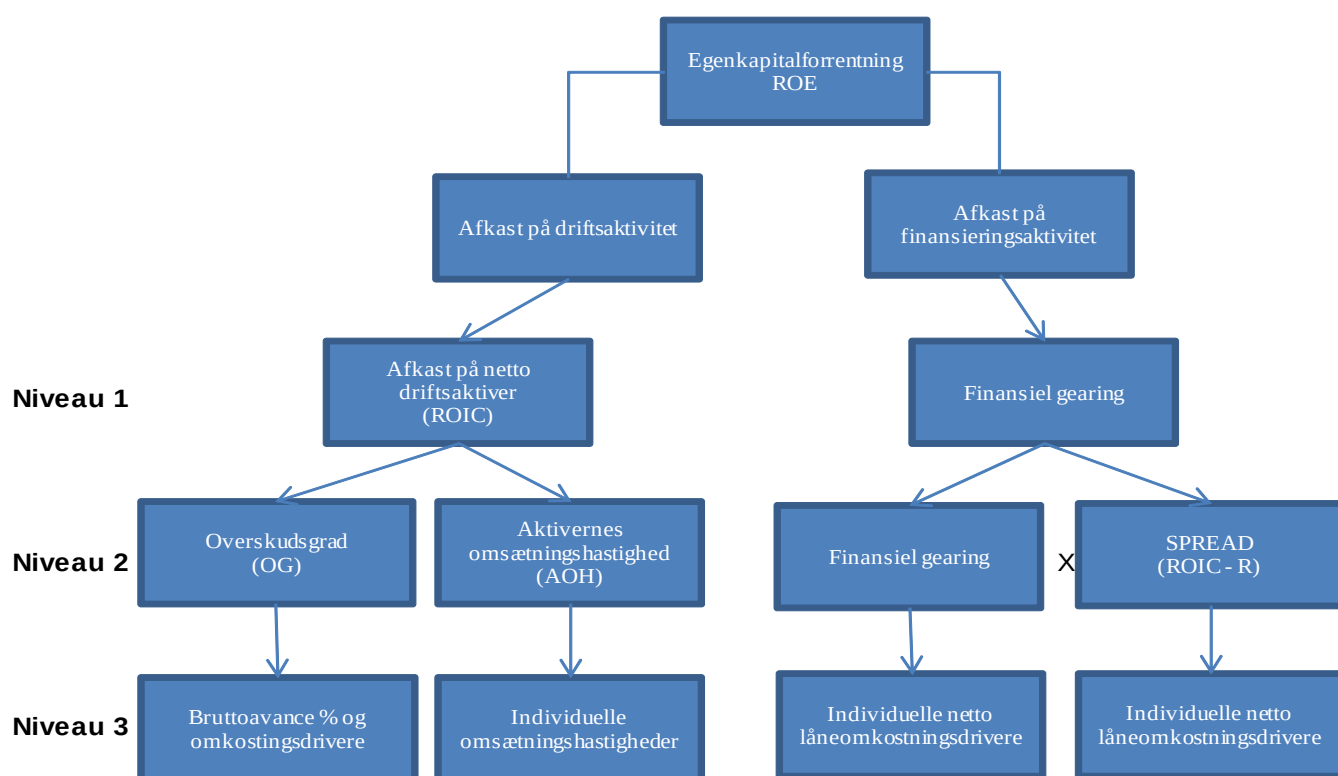
⁸⁴ <http://parken.dk/pse/aarsrapporter/>

⁸⁵ PSE Årsrapport 2010, side 10, Den uafhængige revisors påtegning

Vi har i den forbindelse reformuleret resultatopgørelsen og balancen, da dette skal danne grundlag for vores analyser, se bilag 1 og 3.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i virksomhedens nuværende rentabilitet, og hvad der driver denne. På den måde vil vi have en forståelse af driverne, og kunne budgettere ROE og de bagvedliggende drivere.

Rentabilitetsanalysen vil foretages med udgangspunkt i en Dupont-pyramiden – se nedenstående.



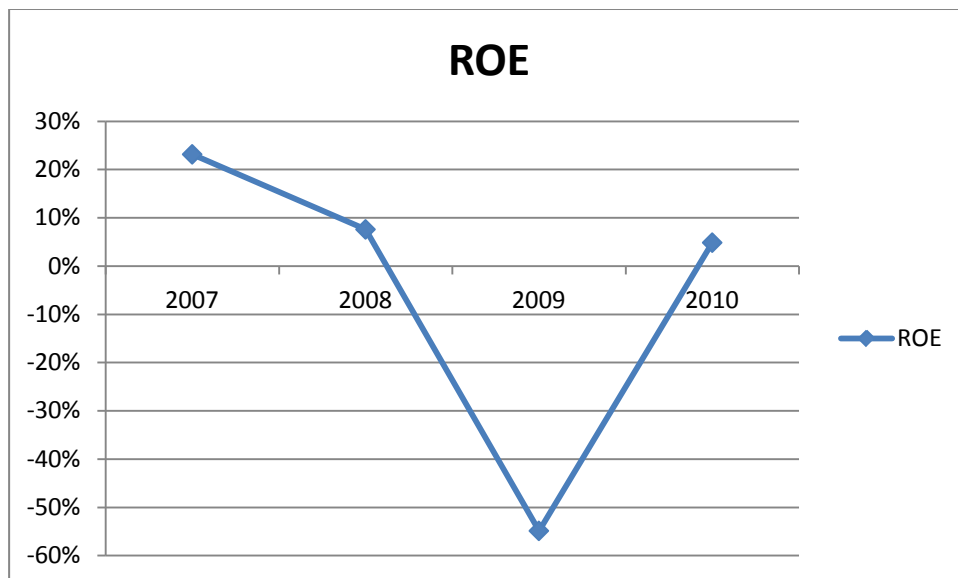
kilde: egen tilvirkning

De enkelte finansielle værdidrivere vil blive gennemgået i de efterfølgende kapitler, og sammenhængene imellem dem adresseret.

Den første opdeling af ROE, som det ses af ovenstående figur, består i en opdeling af driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Disse to aktiviteter berører ROE. Da forklaring af ROE kommer fra disse, og hhv. driftsaktivitet og finansieringsaktiviteten skal forklare af forskellige finansielle værdidrivere, vil vi vente med at konkludere på ROE til sidst i analysen.

ROE skal ses som et samlet mål for den værdiskabende aktivitet for ejerne og kan defineres således: $ROE = ROIC + [FGEAR \times SPREAD]$ ⁸⁶ og $ROE = Totalindkomst/Gns.egenkapital$ ⁸⁷

Udviklingen i ROE for de seneste 4 år for PSE kan illustreres således



Kilde: Egen tilvirkning

Det bemærkes i ovenstående at ROE har været faldende fra 2007 til 2009, med et voldsomt stort fald i 2009. Dette skyldes, at man i 2009 havde særlige poster på -242,9 mio. kr. De særlige poster udgjordes af nedskrivninger på goodwill (Fitness dk), ejendomme og aktiverede projektkostninger⁸⁸. Det kan ses at man nu har opnået en ROE på 5% for 2010. Det må dog antages at en egenkapitalforrentning på 5% i 2010 ikke umiddelbart er på et tilfredsstillende niveau, sammenlignet med risikofrie rente + risikotillæg (estimeret ca. 10%), men PSE formår et i eller andet omfang at udnytte deres ressourcer.

Til dybere forståelse og vurdering af ROE'en, er der brug for at dekomponere denne yderligere til forståelse af hvad der driver ROE, jf. Dupont pyramiden.

Afkast på driftsaktiviteter – ROIC (niveau 1)

ROIC er det første element der påvirker ROE.

”ROIC måler hvor profitabel virksomheden er i stand til at udnytte de ressourcer (nettoaktiver), den har til rådighed”⁸⁹. Hvilket betyder, at des bedre virksomheden er til at udnytte sine ressourcer, desto større ROIC og deraf afledt større ROE.

⁸⁶ ROV s. 256

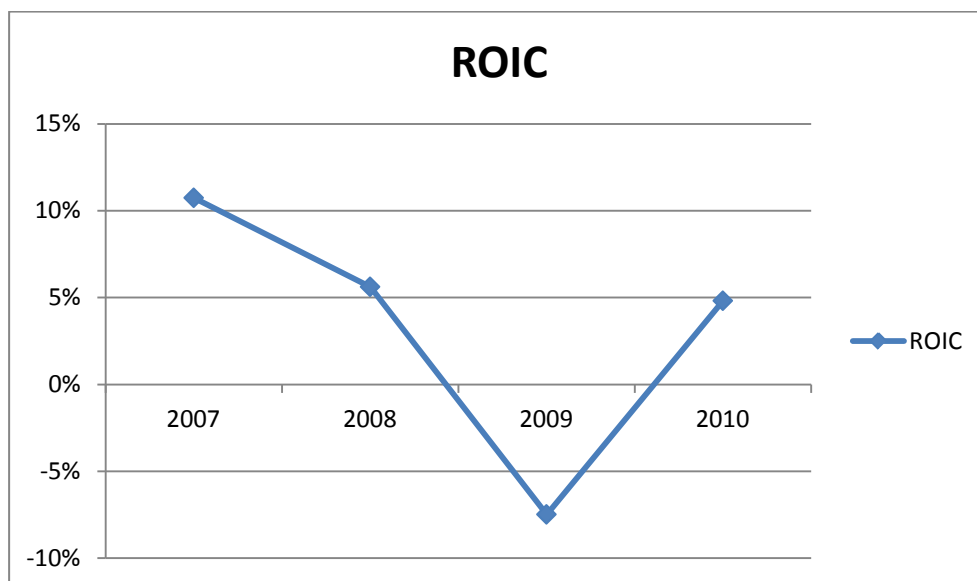
⁸⁷ ROV s. 254

⁸⁸ Årsrapport 2009 s. 11

⁸⁹ ROV s. 254 ”Dekomponering af ROE – den udvidede DuPont-model”

ROIC kan defineres således: $ROIC = DO(\text{efter skat})/NDA$

For de sidste 4 år, kan ROIC illustreres således for PSE:



Kilde: egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående graf, har ROIC udviklet sig negativt fra 2007 til 2009 (negativ ROIC i 2009). Dette skyldes primært man i 2009 foretog en stor nedskrivning på goodwill på fitness dk som beskrevet tidligere. Denne påvirker driftsoverskuddet negativt. I 2010 havde man dog en opskrivning på 50 mio. kr., der dog blot er modregnet i balancen. ROIC'ens niveau på 5% i 2010, ligesom ROE'en, må siges ikke at være på et tilfredsstillende niveau. Dog er det vigtigt at tage med i betragtningen, at der i år er vendt en negativ trend, hvilket kan indikere en positiv udviklingstendens.

Hvis ROIC dekomponeres ses det af dupont-modellen, at denne har OG og AOH som underliggende drivere.

Overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH) – Niveau 2

OG er et udtryk for overskuddet pr. krone salg fra virksomhedens driftsaktivitet⁹⁰. Nøgletallet er et samlet mål for indtægts- og omkostningstilpasningen i virksomheden.

Overskudsgraden kan formuleres således: $DO(\text{efter skat})/\text{nettoomsætning}$

Aktivernes omsætningshastighed viser hvor meget salget, der genereres pr. kr. investeret i aktiver.

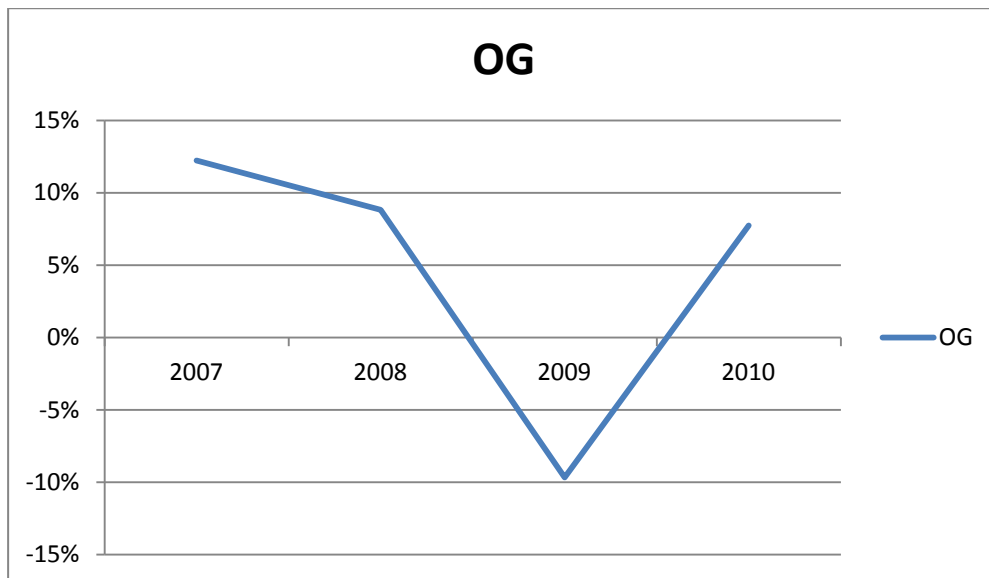
⁹⁰ ROV s. 261 "Dekomponering af driftsaktivitetens rentabilitet"

Hvis man kigger på de inverse værdier til AOH, viser disse hvor meget der skal investeres i et aktiv for at skabe én kr. salg.

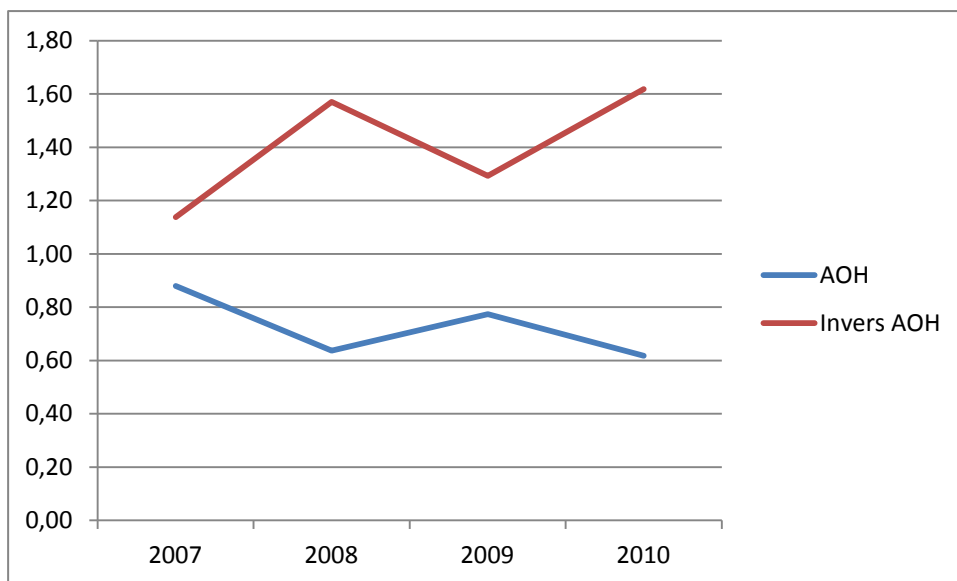
Aktivernes omsætningshastighed kan beskrives således:

$$AOH = \text{nettoomsætning} / \text{nettodriftsaktiver}$$

For de 4 seneste år, kan OG, AOH og invers AOH illustreres således:



AOH, og invers AOH



Kilde: egen tilvirkning

Af overskudsgraden ses det, at denne følger ROIC udviklingen fra tidligere. Dette var også forventet, da denne ligesom ROIC, er præget af driftsoverskuddet, som blev påvirket negativt af nedskrivningen på goodwill vedr. fitness dk. Overskudsgraden var i 2009 -10%, imod 12% i 2007, 9% i 2008 og 8% her i 2010. Det kan derfor siges, at overskudsgraden i høj grad har haft indflydelse på udviklingen i ROIC i alle årene.

Dette er derimod ikke tilfældet når man kigger på aktivernes omsætningshastighed. Ganske vidst følger udviklingen fra 2007 til 2008 i AOH trenden udledt fra ROIC og OG. Men fra 2008 til 2009, sker der en stigning i AOH og et fald fra 2009 til 2010, altså helt modsat af ROIC og AOH.

Det generelle niveau for AOH bekræfter vores forståelse fra den strategiske analyse, der udledte at PSE befinder sig i nogle meget kapitalintensive brancher. PSE's AOH befinder sig fra det højeste i 2007 på bare 0,88 til 0,62 i 2010. Dette betyder at i 2007 skal koncernen investere 1,14 kr. for at skabe 1 kr. omsætning (aflæst på den inverse AOH).

Da brancherne netop bærer præg af at være kapitalkrævende og der derfor også er høje adgangsbarrierer, burde PSE kunne skabe større overskudsgrader. Dette har ikke været tilfældet, hvilket er kulmineret i 2009 med den store nedskrivning på fitness dk. Niveauet på de 4 år, har dermed vist en negativ tendens over de 4 år, da man i 2010 skal investere 1,62 kr. i nettodriftsaktiver for at opnå 1 kr. salg. Her skal dog tages de store aktivinvesteringer i betragtning, såsom: Lalandia Billund, fitness dk, ny SuperBest tribune og kontortårne. På den baggrund er det mere tilfredsstillende at man trods alt i 2010, har formået at holde tidligere niveau nogenlunde.

Vedr. driverne for ROIC, kan det dermed konkluderes, at OG alene har drevet den negative udvikling, kulminerende med 2009. Hvorimod AOH har haft en positiv indvirkning i 2009. I 2010 har det dog været omvendt, mens 2007 og 2008 har AOH og OG begge drevet den negative udvikling.

Til forståelse af driverne bag OG og AOH dekomponeres disse yderligere ligesom Dupont-pyramiden illustrerer.

Overskudsgradens underliggende drivere – Niveau 3:

OG kan defineres således $OG = OG_{\text{salg}} + OG_{\text{andre poster}}$

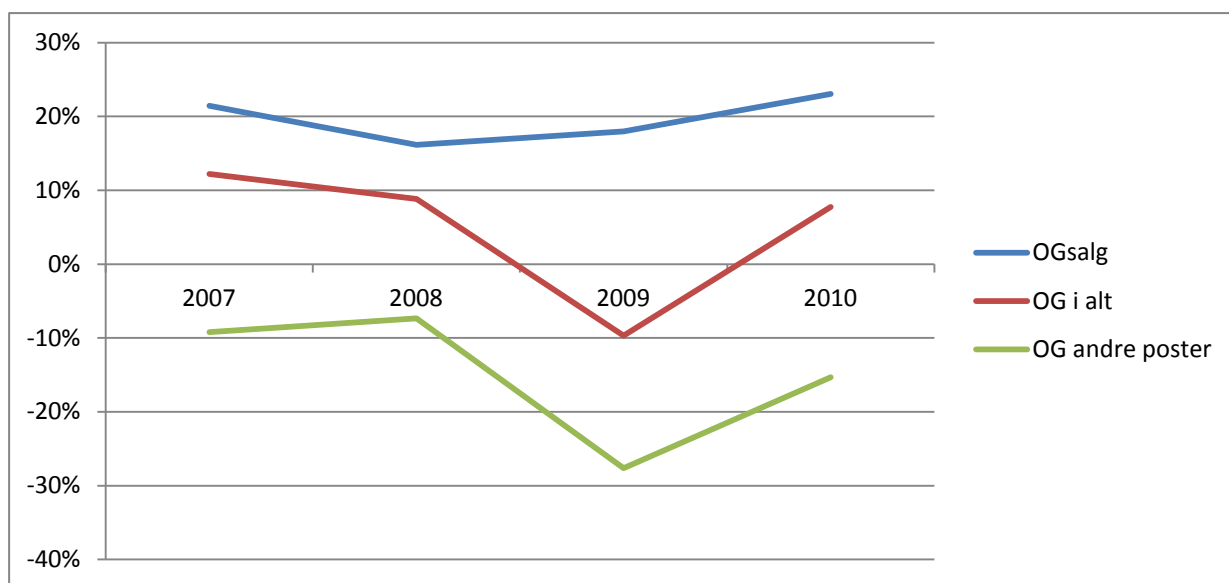
Ved at opdele OG således, finder man de overskudskomponenter, der udelukkende stammer fra nettoomsætningen $= OG_{\text{salg}}$.

OG_{salg} kan yderligere dekomponeres til $OG_{\text{salg}} = \text{bruttoavanceprocent} - \text{omkostningsandele}$.

$$OG_{\text{salg}} = \frac{\text{Bruttoresultat}}{\text{nettoomsætning}} - \frac{\text{Salgs-og distributionsomkostninger}}{\text{nettoomsætning}} - \frac{\text{administrationsomkostninger}}{\text{nettoomsætning}} - \frac{\text{\&U omkostninger}}{\text{nettoomsætning}} - \frac{\text{skat på driftoverskud fra salg}}{\text{nettoomsætning}}$$

Det skal bemærkes at nøgletallet skat på driftoverskud fra salg/nettoomsætning har begrænset analytisk værdi, da den nærmere knytter sig til driftoverskuddet end fra nettoomsætningen⁹¹.

For PSE kan den dekomponerede OG illustreres således:



Kilde: egen tilvirkning

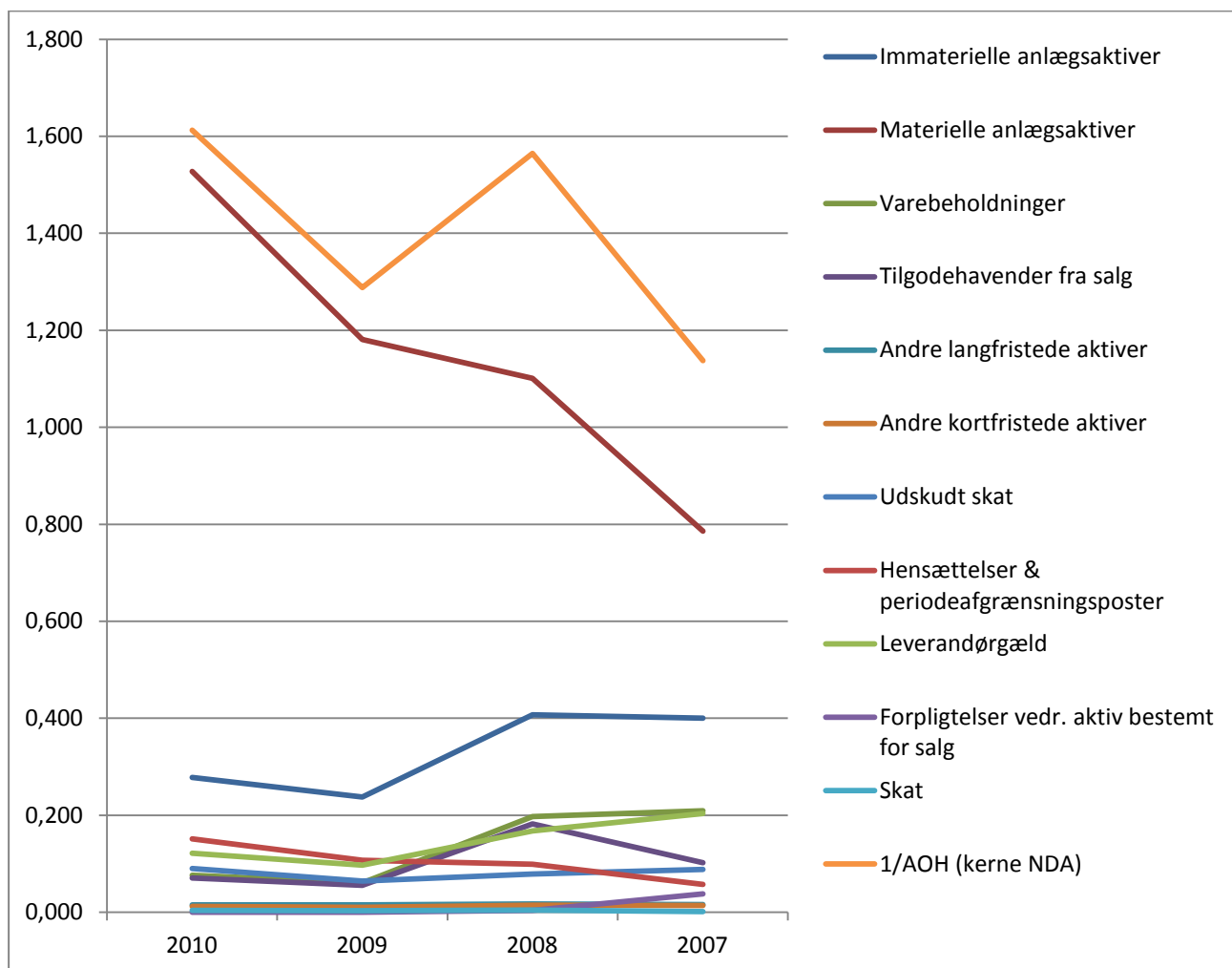
Det ses af ovenstående graf at fra 2007 (21%) til 2008 (16%) har OG_{salg} været den primære indflydelse på et fald i den samlede overskudsgrad, hvorimod $OG_{\text{andre poster}}$ (2007 -9%, 2008 -7%) har haft en modsatrettet effekt, der forholdsmæssigt ikke har været stor nok til at vende udviklingen. Det førte til store fald fra 2008 til 2009, har det dog været lige omvendt. OG_{salg} steg til 18%, mens $OG_{\text{andre poster}}$ faldt til -28%. Det var altså alene $OG_{\text{andre poster}}$ der drev overskudsgraden negativt. Stigningen i 2010 til hhv. 23% og -15%, har tilsammen drevet stigningen. Det kan herefter udledes at inden for de seneste 3 år, har OG_{salg} været stigende, mens den negative indvirkning udelukkende er kommet fra $OG_{\text{andre poster}}$. $OG_{\text{andre poster}}$ er i øvrigt bemærket kun at befinde sig med en negativ overskudsgrad. Overskudsgraden på OG_{salg} på 23% i 2010 må sige at være særdeles tilfredsstillende for PSE, og viser at man har været i stand til at forøge sin bruttoavanceprocent forholdsmæssigt mere end sine omkostningsandele, se bilag 2. Hvilket påvirker ROIC og ROE positivt.

⁹¹ ROV s. 267 nederst og 268.

Aktivernes omsætningshastigheds drivere – Niveau 3

Den samlede AOH dekomponeres ved at finde frem til de individuelle omsætningshastigheder for driftsaktiver og driftsforpligtelser. Herefter kan det udledes hvilke driftsaktiver og driftsforpligtelser der primært påvirker AOH.

De individuelle omsætningshastigheder er beregnet ud fra den reformulerede balance, se bilag 1 og kan illustreres som følger:



Den samlede AOH (Orange graf i ovenstående), er taget fra tidligere analyse på AOH. Det kan af ovenstående udledes at især materielle anlægsaktivers omsætningshastighed driver AOH. Det er dog bemærket at faldet på den samlede AOH i 2008 til 2009 især er drevet af de immaterielle anlægsaktivers omsætningshastighed, da denne falder ligesom AOH falder. Det var også i 2009 at man oplevede den store nedskrivning på goodwill på fitness dk som tidligere omtalt.

Den ovenstående graf, stemmer overens med vores forventning om at de store kapitalinvesteringer især driver omsætningshastigheden, og indikere samtidig at det bliver dyrere og dyrere for at skabe 1 kr. salg.

Dette bevirker, at de investeringer der er foretaget de seneste år i materielle anlægsaktiver såsom ny tribune, fitness dk, Lalandia Billund mv., ikke har opnået nok salg, til at omsætningshastigheden er steget. Dette beviser den negative udvikling i AOH, som bevirker en mindre ROIC, og dermed mindre ROE.

Den samlede inverse værdi af AOH giver ikke et præcist billede af hvor mange kr. virksomheden har bundet i kerne netto driftsaktiver, da ikke-kerne nettodriftsaktiver forstyrrer dette billede. På den baggrund vil det være relevant at finde $1/AOH_{\text{kerne NDA}}$. Da PSE's ikke-kerne nettodriftsaktiver udgør en så lille del af de samlede netto kerne driftsaktiver, vurderes en udskillelse heraf ej relevant. Dog vil det være relevant at analysere på de underliggende drivere for omsætningshastigheden på $1/AOH$. Driverne kan formuleres således:

$$\frac{1}{AOH} = \frac{\text{netto arbejdskapital}}{\text{nettoomsætning}} + \frac{\text{langfristet NDA}}{\text{nettoomsætning}}$$

Hvor nettoarbejdskapital er defineret som:

Nettoarbejdskapital = kortfristede aktiver (plis evt. afsat driftslikviditet) – kortfristede forpligtelser – kortfristede finansielle forpligtelser + kortfristede finansielle aktiver⁹²

For PSE de sidste 4 år, ser det derfor således ud:

Jf. årsrapporter 2010 s. 51+52 og 2008 "Balancen"	2010	2009	2008	2007
Kortfristede aktiver	207.969	212.147	786.116	684.922
Driftslikviditet	6.726	8.753	7.990	7.459
Kortfristede forpligtelser	229.727	233.374	336.878	417.736
Kortfristede finansielle forpligtelser	36.983	1.101.007	964.921	913.436
Kortfristede finansielle aktiver	11.702	172.854	122.514	101.194
Netto arbejdskapital invers AOH	-0,030	-0,537	-0,241	-0,360
Langfristet NDA invers AOH	1,648	1,830	1,811	1,498
1/AOH	1,618	1,293	1,570	1,137

Det kan ses af ovenstående at net working capitals omsætningshastighed har været negativ for de seneste 4 år. Den er især præget af de kortfristede finansielle forpligtelser, som var meget høje i 2007-2009. I 2010 foretog man dog en aktieemission, hvor nettoprovenuet udgjorde ca. 500 mio. kr., hvor 90% gik til afdrag til hovedbankforbindelsen⁹³. Dette sammenholdt med omlægning af lånene, har haft en særdeles positiv indvirkning på net working capital fra 2009 til 2010.

⁹² ROV s. 269

⁹³ Årsrapport 2010 s. 10

Tabellen er i øvrigt et udtryk for, at langt størstedelen af omsætningen skabes fra de langfristede aktiver såsom Parken, Lalandia feriecentre mv., som net working capital ikke vil omfatte, da denne fokuserer på omsætningsaktiverne. Parkens kortfristede aktiver består kun af varebeholdning af betydelig værdi på ca. 100 mio. kr. i 2010, hvor Lalandia grunde og bygninger til salg (ca. 60%) samt andet (40%) indgår. Holdt op imod en samlet balancesum på 2,6 mia. kr. er det en meget lille del i forhold til den samlede aktivmasse.

Vi har nu analyseret på driftsaktiviteten som driver til ROE. Dvs. at vi nu mangler, at analysere på finansieringsaktivitetens indvirkning på ROE.

Finansiell gearing – Niveau 1 + Niveau 2

Finansiell gearing er det første element i den dekomponerede finansielle driftsaktivitet. Den finansielle gearing (Herefter FGEAR), viser forholdet mellem finansieringskilder og deres virkninger på ROE med grundlag i følgende:

$$ROE = ROIC + (FGEAR \times (ROIC - r)), \text{ hvor } FGEAR = NFF/EK^{94}$$

Ved minoritetsinteresser som var relevante i 2007 og 2008 for PSE defineres FGEAR som:

$FGEAR = NFF/EK + MIN$. For PSE betyder det følgende finansiell gearing:

	2007	2008	2009	2010
NFF	1.357.854	1.944.489	1.956.708	1.035.538
EK	630.150	551.023	318.455	819.036
MIA	34.408	193	-	-
FGEAR	2,04	3,53	6,14	1,26

Finansiell gearing kan skabe et højere afkast til ejerne, hvis virksomheden tjener mere på dens driftsaktivitet, end den kan låne til. Det kan dog også påvirke ejernes afkast, hvis det er omvendt. For at være i stand til, at vurdere dette, vil man skulle analysere på dets SPREAD ($ROIC - r$). Hvis SPREAD er negativt vil en yderligere gearing reducere ROE relativt til $ROIC^{95}$.

ROIC er tidligere beregnet, hvorfor r beregnes. r er et vægtet gennemsnit af de forskellige kilder ved nettofinansiering og kan beregnes som:

$$r = \left(\frac{FF}{NFF} \times \frac{\text{Finansielle omkostninger efter skat}}{FF} \right) - \left(\frac{FA}{NFF} \times \frac{\text{Finansielle indtægter efter skat}}{FA} \right)$$

⁹⁴ ROV s. 256

⁹⁵ ROV s. 257

For PSE betyder dette for de sidste 3 år giver følgende (2007 udelades da r beregnes på gennemsnitlige værdier af FF, NFF og FA og 2006 regnskabsåret ej indgår i vores valgte analyseperiode).

	2010	2009	2008
Gns. FF	1.743.450	2.098.283	1.607.977
Gns. NFF	2.330.099	2.922.843	2.474.476
Gns FA	-87.778	-139.209	-104.119
Finansielle omk efter skat	-79.362	-80.971	-94.266
Finansielle indtægter efter skat	2.928	11.390	2.644
FF/NFF	75%	72%	65%
Finansielle omk/FF	5%	4%	6%
FA/NFF	4%	5%	4%
Finansielle indtægter/FA	3%	8%	3%
r	3%	2%	4%
ROIC fra tidligere	5%	-7%	6%
SPREAD	2%	-10%	2%

Af ovenstående kan følgende tabel sammensættes

	2008	2009	2010
ROIC	6%	-7%	5%
FGEAR	3,53	6,14	1,26
SPREAD	2%	-10%	2%
ROE	8%	-55%	5%

Her fremgår det, at den finansielle gearing for 2008 og 2010 har haft en positiv indvirkning på ROE. Finansieringsaktiviteten har altså bidraget positivt til ROE, da ROE overstiger ROIC, og ROIC ud fra betragtningen af ligningen:

$$ROE = ROIC + [FGEAR \times SPREAD]^{96}$$

Det ses netop her, at den lavere gearing og SPREAD har bidraget positivt til ROE i forhold til ROIC: for 2008 fx at forrentningen på 8%, kommer fra driftsaktiviteten på 6% mens 2% stammer fra finansieringsaktiviteten. Det modsatte er dog tilfældet i 2009. Her har et negativt afkast fra ROIC på -7%, men den høje finansielle gearing kombineret med et negativt SPREAD på -10% ledet til en meget lavere ROE. I 2010 ses det at finansieringsaktiviteten ikke har haft indflydelse på den positive forrentning. Det vigtige her er dog at bemærke at man har vendt en meget negativ forrentning i det dårlige 2009, som før omtalt, til en positiv forrentning både på baggrund af driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten.

⁹⁶ ROV s. 256

Vækstanalyse

Formålet med en vækstanalyse er, at identificere hvilke delelementer der bidrager til virksomhedens samlede rentabilitet, som er analyseret i foregående afsnit. Der skal tages udgangspunkt i, at dekomponere nøgletallene, som er beregnet i rentabilitetsanalysen i henholdsvis core, andet og usædvanlige poster, for at identificere hvad de forskellige bestanddele hver i sær bidrager med til det samlede nøgletal. Hensigten med dette er, at anvende resultatet heraf i den senere budgettering.

For at identificere hvilken del af det samlede overskud og underskud i analyseperioden, der fremkommer fra PSE's kernerdrift, reformuleres resultatopgørelsen igen. Denne gang med henblik på at opdele komponenterne i resultatopgørelsen i driftsoverskud fra salg fra kerneforretningsområderne, korrigere disse for ikke-permanente poster og inddele de resterende poster i usædvanlige poster og finansielle poster samt allokere skattefordele herfra til driftsoverskud fra kerneforretningsområderne. Driftsoverskud fra kerneforretningsområder kaldes også for core driftsoverskud⁹⁷, se bilag 3 for reformulering af resultatopgørelsen.

De identificerede ikke-permanente poster er: salg af- og opførsel af feriehuse i Lalandia, værdiregulering af investeringsejendomme, nedskrivninger af aktiver samt hensættelser til specifikke formål. Salg af feriehuse i Lalandia Billund, er en aktivitet som kun foregår midlertidigt indtil der er opført huse på alle grundene omkring feriecentret og disse er solgt. Antallet af huse der er opført, har ligeledes været meget forskelligt i de seneste år, der blev således solgt 34 i 2010, 334 i 2009 og 393 i 2008 og der forventes mindst 66 nye feriehuse i 2011⁹⁸. Samtidig anses driften af feriecentre og udlejningen af feriehusene for at være kerneforretningen i Lalandia. Værdireguleringen af investeringsejendomme er ligeledes svær at forudsige, denne afhænger af den generelle situation på ejendomsmarkedet. Det samme gør sig gældende for nedskrivninger af aktiver og hensættelser til specifikke formål. Derfor vurderes disse aktiviteter at ligge udenfor PSE's kerneforretningsområder.

⁹⁷ ROV side 283.

⁹⁸ PSE årsrapport 2010 s. 15 og 19, og årsrapport 2008 s.11.

Omsætning	2007	2008	2009	2010
Core omsætning	1.491.714	969.122	1.190.174	1.294.543
Usædvanlige poster (Salg af feriehuse)	0	628.782	560.504	50.664
Nettoomsætning	1.491.714	1.597.904	1.750.678	1.345.207
Overskud				
Core driftsoverskud	107.643	-46.549	-98.710	98.374
Usædvanlige poster resultat	74.643	187.527	-70.507	5.636
Samlet driftsresultat	182.286	140.978	-169.217	104.009
Procentmæssig andel af omsætning				
Kernedriftsaktivitet	100,00%	60,65%	67,98%	96,23%
Usædvanlige poster	0,00%	39,35%	32,02%	3,77%
Procentmæssig andel af resultat				
Kernedriftsaktivitet	59,05%	-33,02%	58,33%	94,58%
Usædvanlige poster	40,95%	133,02%	41,67%	5,42%

Som det fremgår af tabellen ovenfor, har usædvanlige poster i årene 2008 og 2009 udgjort væsentlige andele af den samlede omsætning og af det samlede resultat. Dette er dog ikke tilfældet i 2010, og ej heller forventningen for 2011. Usædvanlige poster vil derfor ikke blive budgetteret, med undtagelse af det i delårsrapporten for 2011 oplyste salg af feriehuse. Vi vil til brug for vores værdiansættelse budgettere kernedriftsaktiviteten særskilt.

Del-konklusion regnskabsanalyse

Vi har konstateret at kvaliteten og sammenligneligheden i PSE's årsrapporter er tilfredsstillende som grundlag for vores regnskabsanalyse. Med en konsistens i en anerkendt revisor KPMG og revisorerklæringer uden forbehold for alle årene, øger dette kvaliteten og sammenligneligheden. Dog er det identificeret for 2006/07 året indgik dette med 18 mdr. i regnskabsåret i stedet for 12 mdr. og vi benyttede de omregnede værdier til sammenligning, opgivet i årsrapporten 2008. Herudover har været væsentlige nye investeringer i Fitness dk og Lalandia, hvor vi har været opmærksomme på indregning af disse.

Vores rentabilitetsanalyse viste at næsten samtlige nøgletal har vendt en meget negativ udvikling fra 2007-2009 til en positiv i 2010. Dette afspejler sig først i ROE hvor ROE er vendt til 5% efter et miserabelt -55% i 2009. Den negative udvikling skyldes primært en stor nedskrivning af goodwill på fitness dk, som har præget ROE og dets drivere væsentligt. ROIC viste at følge udviklingen i ROE, hvilket vi dekomponerede for at finde frem til dets drivere.

Den negative udvikling afspejles yderligere ved OG. Det blev dog her klart, at OGsalg faktisk er stigende og kun har ligget på et positivt niveau i hele perioden, og det er OGandre poster, hvor nedskrivningen findes, der bidrager til de store negative udsving.

For AOH, det andet komponent i ROIC, er det påset, at de væsentlige investeringer i fitness dk samt Lalandia har gjort at omsætningshastigheden falder. Det bliver altså dyrere skabe salg, hvilket giver mening, da investeringerne skal give afkast over tid, hvorfor omsætningshastigheden må forventes forbedret for fremtiden.

Samlet set viste rentabilitetsanalyse for 2010 en positiv tendens og man har vendt den negative udvikling i ROE fra tidligere år.

Vækstanalysen viste, at udsædvanlige poster især i 2008 og 2009 drev den negative vækst i disse år. I 2010, er det dog påset at de udsædvanlige poster ej udgjorde en væsentlig del i udviklingen af væksten, hvorfor vi kan se, at kernerdriftsaktiviteten er drev væksten i 2010. I vores budgettering af væksten kan vi derfor bruge 2010 som grundlag herfor.

Budgettering

Vi har valgt at budgettere kernerdriftsaktiviteten for PSE og de dertil hørende elementer herunder salg, bruttoavanceprocent, driftsomkostninger, driftsoverskud, effektiv skatteprocent og kerne NDA herunder budgettering af aktivernes omsætningshastighed. Dette muliggør værdiansættelse via den indirekte cashflow model også kaldet FCFF-modellen.

Da vi ud fra vores fundamentalanalyse identificeret værdidrivere, har vi mulighed for at budgettere specifik vækst i en budgetperiode. Budgetperioden har vi fastsat til 5 år, efter denne periode mener vi ikke det vil være muligt, at komme med specifikke udviklingstendenser, hvorfor salgsvæksten og overskudsgraden må formodes at stige med en konstant vækstrate. Det samme gør sig gældende for kerne NDA som forventes at stige med samme vækstrate som salget. Desuden forventes kapitalstrukturen at forblive konstant. Derfor begynder vores terminalperiode efter budgetår 5.

Salg /Omsætning

Da PSE har 5 forskellige forretningsområder i forskellige industrier, vil vi budgettere væksten pr. forretningsområde. I årsrapporten er angivet omsætning pr. segment, samt pr. indtægtskilde, som tidligere beskrevet i opgaven. Opgørelsen pr. indtægtskilde dækker dog over flere forskellige forretningsområder i nogle tilfælde, såsom "Food & Beverages", "samarbejdspartnere", "andre indtægter" mv. Vi har derfor vurderet, at det vil give et mere retvisende billede, hvis vi tager den samlede omsætning pr. segment og budgetterer ud fra. Forretningsområdet **"Sport"**, består fremadrettet kun af FCK efter nedlukning af FCK håndbold. Dette område vil derfor være præget af de sportslige præstationer og især europæisk fodbold. Vi har derfor foretaget en særskilt opgørelse af dette.

I 2011 forventes omsætning og resultat at falde, da det ikke lykkedes for FCK at kvalificere sig til gruppespillet i Champions League. Desuden har vores strategiske analyse vist, at der har været faldende tilskuertal, sponsorindtægter mv. i sammenhæng med lavkonjunktoren. Da det forventes at lavkonjunktoren vendes til højkonjunktur indenfor en overskuelig fremtid, samt FCK fastholder sin position som Danmarks absolut førende fodboldhold og udnytter sin brandværdi, mener vi at indtægten fra dette segment til stige i forhold til niveauet fra 2010. Dog med et fald i 2011 på ca. 10 % grundet manglende deltagelse i Champions League gruppespil. Dette vil dog blive genvundet i 2012, da Danmark på dette tidspunkt vil have en direkte plads til gruppespillet og vi forventer, at FCK vil vinde det danske mesterskab i denne sæson.

For de resterende år i budgetperioden forventes salget at stige med 5-10% grundet deltagelse i Champions League i de efterfølgende år og langsigtet vil den formentlig falde til omkring 3%. For **Lalandia** har 2010 været et rekordår hvad angår overnatninger der steg 20% mod en branchevækst på 1,7%⁹⁹. Vi har i vores strategiske analyse konstateret, at Lalandia er markedsleder, og har formået at opnå et endnu større antal overnatninger end branchen generelt. Herudover har man en stor kundetilfredshed og man har fået øgede antal gæster fra lande såsom Sverige, Holland, Tyskland mv.¹, samt udvidet og forbedret sin kapacitet.

Desuden forventes det, at synergieffekter vil have en øget værdi mellem Lalandia Billund og Lalandia Rødby når begge centre får mere erfaring, og den eksisterende erfaring i stigende grad kan overføres fra Rødby til Billund. Risikoen vil være, at der er tale om et mættet marked i en lavkonjunkturperiode, såfremt denne fortsætter bliver det svært at opretholde den nuværende salgsvækst. Vi forventer en stigende salgsvækst på et niveau der ligger højere end dansk økonomi, på 5-9% i budgetperioden. Særlig Lalandias nye strategi, hvor der målrettet forsøges at tiltrække udenlandske gæster, forventes at give øget vækst i de kommende år, hvorefter vi forventer denne vil falde på langt sigt til inflationen på ca. 2% med tillæg af 2% realvækst¹⁰⁰.

Fitness dk har som følge af tabt markedslederskab naturligt også tabt omsætning de sidste år. Dette har medført en ændret prisstruktur. Indikationer viser dog, at brandværdien ikke har lidt skade. Man har en stadig en stærk profil og et stærkt brand, og er stadig den største markedsudfordrer til markedslederen, Fitness World.

Herudover giver en ændret prisstruktur, samt et optimistisk syn på dansk økonomis fremtid kombineret med en fortsat øget fokus på velvære og sundhed, at det vil være muligt at skabe omsætningsvækst et stykke over inflationsniveauet, i intervallet. 4-7,5%. På langt sigt forventes væksten at falde til omkring 3%.

Hos **Parken Venues** var 2010 et meget dårligt koncertår. Den øgede konkurrence fra især Jylland blev tydelig i vores strategiske analyse, men viste samtidig at man har gode muligheder for at forbedre dette, når rådighedsbeløbet bliver større hos den enkelte forbruger. Især i København står Parken som et stærkt brand, på tværs af koncernen, og samtidig er København som hovedstad ekstra attraktiv.

⁹⁹ Årsrapport 2010, beretning "Lalandia" s. 16

¹⁰⁰ ROV s. 320

Dog er det ikke overbevisende påvist, at man er i stand til at trække de allerstørste navne i konkurrence med Jylland, hvorfor vi tror på en beskeden vækst i omsætningen på Parken Venues, ca. 2-3%.

Den strategiske analyse af forretningsområdet; **Kontorejendomme** har vist store vanskeligheder i et svært mærket ejendomsmarked. Man har en tomgangsprocent på hele 37%, og med en moderat til høj konkurrenceintensitet vil det stærke brand, lokation og sammenhæng til den øvrige del af koncernen være afgørende for salget de kommende år. Igen, betragtning af at økonomien forventes at vende, samt et unikt produkt, vil vi vurdere at kontorejendomme vil opleve vækst de kommende år, og der vil være flere der lejer sig ind end lejemål der opsiges. Desuden har PSE en plan for nedbringelse af tomgangslejemål i årene 2011 og 2012. På denne baggrund har vi vurderet en stigende vækst på 4-5% i de kommende år, og en stabilisering på et niveau på 3%.

Budgettering af AOH og beregning af NDA

Ved at budgettere AOH, kan kerne NDA beregnes. Da vi tidligere har afgrænset os fra at opdele NDA i kerne og ikke kerne, da ikke kerne udgør en uvæsentlig del af NDA, gælder følgende: $NDA_t = \text{salg}_t \times 1/AOH_t$.

Budgetteringen baseres på omsætningshastigheder for hhv. arbejdskapitalen og langfristet NDA. Med hensyn til arbejdskapitalen vil den de kommende år for PSE blive påvirket væsentligt af, at de finansielle forpligtelser stiger. I 2011, forventes dog en positiv udvikling i arbejdskapitalen/salg, da der ikke sker væsentlige ændringer i kortfristede aktiver (ingen planlagte nyinvesteringer) samt finansielle forpligtelser og en stadig bedre kapacitetsudnyttelse – vi har estimeret arbejdskapitalen/salg til 0,05 i 2011.

Dog vil der fremadrettet være tale om ændringer i kapitalforholdene, da disse er blevet ændret efter aktieemission og man har fornyet låneaftale med hovedbankforbindelsen.¹⁰¹ Heri indgår lån på 387 mio. kr. der afdrages fra 2012 til 2015, samt et 20-årigt realkreditlån på 770 mio. kr. med 5 års afdragsfrihed. Dette sammenholdt med, at der ikke indenfor de kommende år er planlagt nye investeringer i nye feriehus, som er den væsentligste del af de kortfristede aktiver, vil dette have negativ indflydelse på nettoarbejdskapitalen/salg, hvilket vi estimerer til -0,18 fra 2012-2015. Grundet det 5 års realkreditlån skal afdrages fra og med 2015, vil dette

¹⁰¹ Årsrapport 2010 s. 10 ledelsesberetning

føre til yderligere en væsentlig negativ indvirkning på nettoarbejdskapital / salg estimeret til - 0,20, hvilket også bliver værdien i terminalværdien.

Da man ikke planlægger store nyinvesteringer, og PSE forventer en stadig bedre kapacitetsudnyttelse på tværs af forretningsområderne, vil dette forventes, at dette givetvis føre til NDA/salg vil falde lidt til 1,62 i 2011 og stabilisere sig på 1,60 de resterende år.

Budgettering af OGsalg før skat og beregning af driftsoverskuddet fra salg før skat

Vi budgetter dernæst core $OG_{\text{salg før skat}}$ således vi kan finde frem til driftsoverskuddet fra salg, i det det gælder driftsoverskud fra salg (før skat)_t = salg_t x core $OG_{\text{salg før skat}}$.

$OG_{\text{salg før skat}}$

Til budgettering af dette skal vi budgettere bruttoavanceprocent og omkostningsandelene. I vores vækstanalyse udledte vi følgende historisk set:

	2007	2008	2009	2010	Gennemsnit
BAP	36,57%	26,05%	29,06%	35,70%	31,84%
Driftsomk.	14,98%	11,83%	11,79%	12,29%	12,72%

Bruttoavanceprocenten har historisk ligget gennemsnitligt i niveauet omkring 30 %, hvilket antages at afspejle det reelle niveau for PSE i fremtiden. Der forventes dog i 2012 og 2013, at der opnås en højere bruttoavanceprocent primært grundet bedre kapacitetsudnyttelse på tværs af alle forretningsområderne og FCK vil opnå kvalifikation til CHL, hvorfor bruttoavanceprocenten vil stige. Dog vil det ikke være muligt at fastholde disse konkurrencemæssige fordele på lang sigt, hvorfor bruttoavanceprocenten vil falde til igen at være 30% på langt sigt.

Driftsomkostninger forventes at falde en smule, da kapacitetstilpasning og udnyttelsen for PSE forventes forbedret, hvorefter det vurderes at disse vil være stabile i resten af perioden. Vi skønner på baggrund af dette, at 12 % vil være et passende niveau.

Budgettering af den effektive skatteprocent og beregning af driftsoverskuddet fra salg efter skat

Selskabsskatteprocenten blev i 2007 nedskat fra 28 % til 25 %.

Den effektive skatteprocent, som PSE oplyser i årsrapporterne afviger dog fra den officielle skatteprocent. Dette skyldes, der er visse omkostninger, som virksomheder generelt ikke har fuld skattemæssig fradragsret for jf. selskabsskatteloven § 9 stk. 1.

Dette kan for PSE f.eks. være udgifter til repræsentation, gaver, omkostninger til etablering af nye feriecentre og fitness centre, nedskrivning for tab på tilgodehavender m.v. Derfor har PSE realiseret en højere skatteprocent end 25.

Der er jf. selskabsskatteloven § 11B også et renteloft, hvilket betyder at en virksomhed maksimalt kan fradrage nettofinansielle omkostninger svarende til 7 % af den skattemæssige værdi af aktiverne.¹⁰² Vi kender heller ikke den skattemæssige værdi af PSE's aktiver, da det kun er de regnskabsmæssige værdier der er oplyst i årsrapporten. Det er dog ikke angivet i årsrapporten, at PSE skulle have ramt renteloftet. Derfor antages det, at dette ikke er tilfældet, og PSE dermed har fuld fradragsret for de nettofinansielle omkostninger.

Til brug for budgettering af den effektive skatteprocent, har vi valgt at anvende gennemsnittet af skatteprocenten for 2009, hvor PSE havde underskud. Dermed er der kun betalt skat, af ikke fradragsberettigede omkostninger, samt den del af den effektive skatteprocent for 2010, som ligger over 25 %. Dette giver en budgetteret effektiv skatteprocent på:

$$\frac{3,2 \% + (33,4 \% - 25 \%)}{2} = 30,80 \% \text{ Vi forventer overskud i alle budgetårene samt}$$

terminalperioden, og der er ingen indikationer ud fra oplysningerne i ledelsens fremtidsforventninger¹⁰³ på, at denne skulle ændre sig. Herefter kan beregnes Core OG(salg) efter skat.

Beregning Core OG(salg) efter skat

Core OG(salg) efter skat er Core OG(salg) før skat, fratrullet den effektive skatteprocents påvirkning på overskuddet. Vi har som nævnt ovenfor, budgetteret med overskud i alle budgetårene samt terminalperioden hvorfor vi har reduceret Core OG(salg) før skat med den budgetterede effektive skatteprocent.

Usædvanlige poster

Avance ved salg af feriehus er opgjort ud fra noteoplysningerne i årsrapporterne fra 2008 og 2010 samt delårsrapport 2011, hvor det er oplyst, der er leveret 64 huse i 2011. Den oplyste avance er fratrullet beregnet 25 % skat. Der er ikke i PSE's delårsrapporter fra 2011 oplyst, forventninger til antal opførte og leverede i 2012 eller derefter. Derfor er det ikke muligt, at budgettere med indtægter fra salg af feriehus for de øvrige budgetår. Der er desuden kun et begrænset antal grunde, hvor der kan opføres feriehus. Derfor giver det ikke mening, at budgettere med indtægter fra salg af feriehus i terminalperioden, da denne post ikke vil være tilbagevendende i al fremtid.

¹⁰² RoV side 199.

¹⁰³ PSE årsrapport 2010, side 19, Fremtidsudsigter

Delkonklusion budgettering

På baggrund af vores reformuleringer af de officielle finansielle opgørelser samt vores budgetforudsætninger gennemgået ovenfor, har vi udarbejdet et budget for PSE ved at budgettere salgsvækst for hvert segment samt øvrige poster for PSE samlet. Nedenfor ses budgettet med den årlige udvikling i %, der henvises til bilag 4 for proformaopgørelse, indeholdende de beløbsmæssige værdier.

	Budgetperiode					Terminalperiode
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E - ∞
Resultatopgørelse						
Salgsvækst	1,50%	6,70%	5,20%	4,90%	4,00%	3,00%
Core bruttoavanceprocent	30,00%	33,00%	31,50%	30,00%	30,00%	30,00%
Core driftsomkostninger i procent af salg	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Core OG(salg) før skat	18,00%	21,00%	19,50%	18,00%	18,00%	18,00%
Effektiv skatteprocent	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%
Core OG(salg) efter skat	12,46%	14,53%	13,49%	12,46%	12,46%	12,46%
Usædvanlige poster efter skat	21.969	0	0	0	0	0
Balance						
Arbejdskapital/salg	0,05	-0,18	-0,18	-0,18	-0,20	-0,20
Langsigtet kerne						
NDA/salg	1,62	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
1/kerne AOH	1,67	1,42	1,42	1,42	1,40	1,40

Den samlede salgsvækst er fremkommet på baggrund af budgettering af vækst for hvert enkelt segment, jf. nedenstående tabel:

	Budgetperiode					Terminalperiode
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E - ∞
Sport	-10,00%	10,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%
Kontorejendomme	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%
Parken Venues	3,00%	2,00%	3,00%	2,50%	2,00%	2,00%
Lalandia	5,00%	9,00%	8,00%	7,50%	6,00%	4,00%
Fitness DK	4,50%	7,50%	6,00%	5,50%	4,00%	3,00%
Gennemsnitlig vækst	1,50%	6,70%	5,20%	4,90%	4,00%	3,00%

Dermed har vi nu budgetteret de fremtidige pengestrømme samt kerne NDA, til brug for vores værdiansættelse.

Værdiansættelse af Parken Sport & Entertainment

Estimering WACC

WACC er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Wacc'en tager højde for både ejernes og långivers afkastkrav.

WACC kan udtrykkes ved følgende formel (efter skat):

$$r_{wacc} = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \times r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \times r_g$$

V_0^E = Markedsværdi af egenkapital

V_0^{NDA} = Markedsværdi af virksomheden

V_0^{NFF} = Markedsværdi af egenkapitalen

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = Finansielle omkostninger efter skat.

”Ligningen ovenfor udtrykker, at afkastkravet for investering i virksomhedens drift, fremkommer som et vægtet gennemsnit af ejernes og långivernes afkastkrav, hvor vægtene udgøres af den relative værdi i forhold til den samlede værdi af virksomheden”¹⁰⁴.

På den baggrund, mangler vi derfor at finde følgende tre variabler for at kunne udregne r_{wacc} :

r_e = Ejernes afkastkrav

r_g = Finansielle omkostninger efter skat.

Estimering kapitalstrukturen

Ved fastlæggelse af kapitalstrukturen, fastlægges forholdet mellem egenkapital og nettogælden. Da markedsværdier ikke antages at eksistere, bliver man derfor nødt til at estimere den langsigtede kapitalstruktur, for estimering.

Kapitalstrukturen i 2010 ser ud som følger:

Kapitalstruktur	i t.kr	i %
Nettofinansielle forpligter	1.357.854	62%
Egenkapital	819.036	38%
	2.176.890	100%

I 2010 blev egenkapitalen forhøjet grundet den førmtalte aktieemission samt netto finansielle forpligtelser blev nedbragt efter omlægning af lån. Dette betød man ender på ovenstående kapitalstruktur.

¹⁰⁴ ROV s. 54

Da vi kan se, at PSE's finansieringsaktivitet bidrager positivt til ROE i vores rentabilitetsanalyse, er det ikke vores forventning at der vil ske væsentlige ændringer i den nuværende kapitalstruktur. I 2009 årsrapporten nævnte man, at målet var, at egenkapitalandelen skulle udgøre minimum 30% i kapitalstrukturen¹⁰⁵. Dette er netop opnået i 2010, hvorfor vi estimerer at denne kapitalstruktur fremadrettet vil være gældende for PSE.

Estimering af finansielle forpligtelsers afkastkrav

Det er tale om estimering af den rente som PSE kan låne til i dag.

Den rente vil blive estimeret efter skat, da pengestrømmen fra PSE's driftsaktiviteter måles efter skat.

Denne kan udtrykkes således:

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

r_f = risikofri rente

r_s = selskabsspecifikt risikotillæg

t = selskabsskatteprocent

Den risikofrie rente estimeres ved hjælp af den 10-årige statsobligation, som er 4%, jf bilag 5.

Risikotillægget skønnes til 5%. I 2009 estimerede PSE selv risikopræmien til 6%¹⁰⁶.

Herudover benyttes i praksis i gennemsnit 4,5% med en standardafvigelse på 0,7 procentpoint¹⁰⁷. I dette interval, mener vi at PSE ligger i den høje ende, men samtidig ikke så høj som i 2009, da man efter omlægning af lån og aktieemissionen alt andet lige må have nedbragt risikotillægget, derfor estimeres dette som sagt til 5%.

Selskabsskatteprocenten er 25%.

Dette giver følgende beregning: $r_g = (4\%+5\%) (1-0,25) = \underline{\underline{6,75\%}}$

Ejernes afkastkrav

Til brug for fastsættelse af Wacc, er det nødvendigt at estimere ejernes afkastkrav. Dette kan gøres ved at anvende CAPM (Capital Asset Pricing Model). Ejernes afkastkrav består af afkastkrav svarende den risikofrie rente med tillæg af en risikopræmie. Dette kan beskrives med følgende formel¹⁰⁸:

¹⁰⁵ Årsrapport 2009 s. 67

¹⁰⁶ Årsrapport 2009, ledelsesberetning s. 6

¹⁰⁷ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&chk=202463>

¹⁰⁸ RoV side 50-51

$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$, hvor: r_e er ejernes afkastkrav, r_f er den risikofrie rente og resten af formelen er udtryk for den risikopræmie ejerne kræver fra deres investering. For den risikofrie rente anvendes den 10-årige danske statsobligation jf. bilag 5 med en rente på 4 %.

Til fastsættelse af risikopræmien, fastsættes en betaværdi for PSE. Betaværdien fastsættes for virksomheden specifikt.

Generelt kan betaværdier tolkes på følgende måde¹⁰⁹:

$\beta = 0$: Risikofri investering,

$0 < \beta < 1$: Investering med mindre risiko end markedsporteføljen,

$\beta = 1$: Risiko som markedsporteføljen,

$\beta > 1$: Investering med større risiko end markedsporteføljen.

Som nævnt i den strategiske analyse, anses PSE som en konjunkturfølsom virksomhed, da et fald i kundernes disponible indkomst, vil bevirke, at noget af det første de vil vælge fra er PSE ydelser. Ligeledes vil kunderne også købe flere af PSE's ydelser hvis deres rådighedsbeløb stiger. Dermed fastsættes en betaværdi på 1,40. Dette betyder i henhold til CAPM, at når markedet falder/stiger 10 %, falder/stiger PSE med 14,0 %.

Markedets risikopræmie fastsættes til 8,5, hvoraf risikotillægget udgør 4,5 %¹¹⁰.

Dette giver et samlet afkastkrav fra ejerne, der kan beregnes således:

$$r_e = 4,0 \% + 1,40 \cdot (8,5 \% - 4,0 \%) = 10,30 \%$$

Del-konklusion - Estimering WACC

Med ovenstående kan vi således estimere WACC for PSE:

Antal aktier	9.875.200
Markedsværdi EK	839.392.000
Markedsværdi NFF	1.357.854.035
r_e	10,30%
E.Skat låneomk.	6,75%
r_{wacc}	8,106%

$$r_{wacc} = \frac{839.392}{839.392 + 1.357.854} \times 10,30\% + \frac{1.357.854}{1.357.854 + 839.392} \times 6,75\% = 8,106\%$$

Vi har nu fundet diskonteringsfaktoren til brug for vores værdiansættelse.

¹⁰⁹ Rov side 53

¹¹⁰ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&chk=202463>

Værdiansættelse af PSE ved brug af FCFF-modellen

Denne vil ske på baggrund af de i tidligere afsnit budgetterede fremtidige cashflows. Disse vil blive tilbagediskonteret med den i forrige afsnit estimerede r_{Wacc} . Dette giver følgende værdiansættelse af PSE:

Værdiansættelse ved den indirekte Cash Flow Model (FCFF)

tkr.	Historisk 2010	Budgetperiode					Terminal periode 2016E - ?
		2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
DO efter skat	218.819	184.652	205.115	202.250	197.576	206.578	213.363
NDA	2.176.890	2.181.117	2.004.287	2.128.317	2.252.396	2.321.843	2.398.107
? NDA		-4.227	176.830	-124.031	-124.079	-69.447	-76.264
FCF		180.425	381.945	78.219	73.497	137.131	137.099
Wacc							
(1,08106)		1,08106	1,16869	1,26343	1,36585	1,47656	
PV FCFF		166.896	326.813	61.910	53.811	92.872	
PV af FCF t.o.m. 2015	702.302						
Terminalværdi							2.684.967
PV af TV	1.818.388						
Virksomheds værdi	2.520.690						
- Netto finansielle forpligtelser	1.357.854						
- Minoriteter	-						
Egenkapital værdi	1.162.836						
Værdi per aktie							
(9.875.200 stk.)	117,75						

Følsomhedsanalyse/Scenarieanalyse

Vores proforma opgørelse, der har dannet grundlag for vores værdiansættelse af PSE, er baseret på diverse estimerede faktorer. Værdiansættelsen ville derfor kunne have set markant anderledes ud, ved valg af andre værdier end de valgte. På den baggrund foretages denne analyse på nogle af disse elementer, for at forstå et større spekter af mulige udfald for fremtiden, samt investeringens potentiale både upside og downside.

Vi har foretaget en analyse på ændringer i salgsvæksten i terminalperioden. Da det især er væksten i terminalperioden der vil have væsentlig indflydelse på værdiansættelsen frem for de enkelte år i budgetperioden. Dette ser ud som følger ved +/- 1%-point fra vores valgte 3% (tidligere beskrevet ved estimering af WACC):

Salgsvækst i terminalperiode:	2%	2,5%	3%	3,5%	4%
Værdi pr. aktie	87,6	101,33	117,75	137,74	162,6

Af ovenstående ses det at aktieværdien pr. aktie vil variere fra 87,6kr. til 162,6 ved en ændring i salgsvækst fra 2% - 4% for terminalperioden. Det er her bemærket, var der valgt en salgsvækst på 2% i terminalperioden, ville værdien være tæt på aktiekursen d. 12/10-11 på 85 se bilag 6. Dvs. vi er mere optimistiske omkring salgsvæksten i terminalperioden, hvilket bl.a. kan skyldes, at vi kigger mere langsigtet, hvor aktiekursen på markedet i høj grad er følsom overfor de enkelte begivenheder på kort sigt, såsom misset CHL-kvalifikation mv.

Analyse af betaværdi

Beta	1,00	1,10	1,20	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00
Værdi pr. aktie	154,41	144,22	134,76	125,96	117,75	110,08	102,88	96,12	89,76	83,77	78,11

Vi har til brug for vores beregning af ejernes afkastkrav (r_e) valgt at anvende en betaværdi på 1,4, som beskrevet i afsnittet estimering af Wacc. Af ovenstående analyse fremgår det, hvordan forskellige betaværdier, vil påvirke aktiekursen i vores værdiansættelse af PSE.

Det viser, at aktiekursen påvirkes betydeligt af den fastsatte betaværdi. Ved at ændre betaværdien til 1,00 opnås en aktiekurs på 154,41 og ved en betaværdi på 2,00 en aktiekurs på 78,11. Aktiekursen pr. 12. oktober 2011 er 85,00, hvilket svarer til en betaværdi på 1,88 i vores værdiansættelse. Dette er en betydeligt højere værdi en vi har valgt at anvende. Dog vil en betaværdi på 1,88 være udtryk for en meget konjunkturfølsom virksomhed, der har udsving på 1,88 gange mere end markedsporteføljen i henhold til CAPM.

Dette er også mere end vi vurderer PSE til at være, hvorfor en betaværdi på 1,40 vurderes at være passende for vores værdiansættelse.

Delkonklusion værdiansættelse

Ved at tilbagediskontere de budgetterede cash flows med den estimerede r_{wacc} , har vi beregnet en aktiekurs for PSE på 117,75. I overvejelserne omkring denne beregnede kurs, skal tages, at terminalperioden udgør størstedelen af denne værdi. Derfor vil selv mindre ændringer til det estimerede cash flow i terminalperioden, have væsentlig indflydelse på vores værdiansættelse af PSE. Ligeledes har vi i forbindelse med estimeringen af r_{wacc} skønnet en betaværdi for ejernes afkastkrav, ændringer i betaværdien, vil have indflydelse på estimatet af diskonteringsfaktoren, og dermed også på vores værdiansættelse. Ovenstående følsomhedsanalyse bekræfter dette, hvilket inddrages i vores konklusion med sammenligning af vores beregnede kurs med kursen på markedet.

Konklusion

Vi har nu gennemført fundamentalanalysens og værdiansættelsens faser for PSE. Igennem disse faser, har vi besvaret problemformuleringens undersøgelsesspørgsmål. Dermed er vi i stand til at besvare selve problemformuleringen. Vi vil nu gennemgå hovedelementerne af vores opnåede resultater og afslutningsvis besvare problemformuleringen.

Vi har segmenteret PSE koncernen i 5 forretningsområder. Disse er behandlet særskilt gennem vores analyser. Det har vist sig, at forretningsområderne Sport, Lalandia og Fitness DK udgør størstedelen af omsætningen, imens Parken Venues og kontorejendomme udgør en betydelig andel af balancesummen.

Vi har ud fra vores strategiske analyse udledt de ikke finansielle drivere for PSE. Nogle af de væsentligste er følgende: PSE er en konjunkturfølsom koncern, den aktuelle finanskriser har øvet særlig indflydelse på alle forretningsområder. Det er dog konstateret, at de enkelte forretningsområder hver især kan påvirke koncernens samlede resultater, som f.eks. Lalandias fremgang i omsætning modsvaret af Fitness DKs mistede markedslederskab og deraf følgende nedskrivning af goodwill i 2009. Yderligere har udskiftninger i ledelsen medført uro, som kan have påvirket den økonomiske udvikling negativt, grundet bl.a. manglende pleje af kommercielle interesser.

PSE vurderes stadig, at have en stærk konkurrencemæssig position, på de markeder hvorpå de opererer. Især det stærke brand på tværs af koncernen giver markante konkurrencemæssige fordele, som f.eks. anses FCK som nordens bedste fodboldklub. Afledt heraf besidder PSE alle nødvendige faciliteter til at drive en professionel fodboldklub. Dette skaber alt andet lige synergieffekter samt stordriftsfordele, i sammenhæng med Parken Venues og kontorejendomme.

Ud fra vores regnskabsanalyse fik vi belyst de finansielle drivere, som har drevet PSEs økonomiske udvikling. Disse viste, man har formået at vende en stærkt negativ udvikling, til en positiv i 2010 på næsten samtlige nøgletal. Med yderligere mulighed for positiv udvikling i fremtiden. Vi har endvidere bemærket via vores vækstanalyse, at de usædvanlige poster har udgjort en stadig mindre andel af væksten.

Fundamentalanalysen udgjorde vores grundlag for budgetteringen, da denne viste udviklingen i både de finansielle- og ikke finansielle værdidrivere. Dette udmøntede sig i en konkret proformaopgørelse, der dannede grundlag for vores værdiansættelse.

Vi har benyttet FCFF-modellen til værdiansættelse af PSE, og derfor estimeret r_{wacc} og dennes bestanddele. Dette førte en værdiansættelse på **117,75 kr. pr. aktier**, hvilket gør os i stand til, at vurdere hvorvidt aktien er passende værdiansat på børsen.

Den beregnede aktiekurs er højere end lukkekursen på 85,00 kr. pr. aktie, på Københavns fondsbørs den 12. oktober 2011. Dermed er aktien undervurderet i markedet og ikke passende værdiansat på børsen, da den beregnede aktiekurs er 39 % højere end handelsværdien.

Årsagen til forskellen på den beregnede aktiekurs og den faktiske aktiekurs kan være mange. Nogle af disse kan være vores estimering af værdier med indflydelse på værdiansættelsen. Herunder vores fastsættelse af salgsvækst i terminalperioden, og vores betaværdi til fastsættelse af ejernes afkastkrav, behandlet i følsomhedsanalysen. Denne viste, såfremt vi havde estimeret salgsvæksten i terminalperioden til 2%, i stedet for de budgetterede 3%, ville aktiekursen blive 87,60 kr.

En anden faktor kan være, den før omtalte udskiftning af hovedaktionærer og den nye koncernledelse. Denne kan have givet investorer mistillid til PSE aktien, hvilket påvirker aktiekursen negativt. Da PSE som konstateret tidligere, er konjunkturfølsom samt risikofyldt (ud fra betaværdi), vil dette ligeledes afskrække investorer i den aktuelle lavkonjunkturperiode.

Perspektivering

I en periode med lavkonjunktur, hvor en virksomhed oplever faldende vækst, må det formodes, at ledelsen øget incitament til at begå besvigelser for at levere bedre økonomiske resultater. Dette kan også have været tilfældet i PSE.

I august 2010, anmeldte Finanstilsynet PSE til Statsadvokaten for særlig økonomisk kriminalitet (også kaldet Bagmandspolitiet), for at have manipuleret aktiekursen. Dette skal ifølge anklagerne have foregået ved, at medlemmer af den daværende ledelse (Flemming Østergaard, Jørgen Glistrup og Anders Hørsholt), skal have bedt deres bankforbindelse Capinordic Bank om, at foretage usædvanligt store støtteopkøb af PSE's aktier i markedet¹¹¹. Dette har fastholdt aktiekursen på et kunstigt højt niveau.

I tillæg til kursmanipulationssagen overvejer Bagmandspolitiet nu, at udvide sigtelsen til også at omfatte manipulation af tilskuertal. De officielle tilskuertal vurderes at være oplyst mellem 5% og 11% for højt¹¹². Hvis dette er tilfældet, kan PSE have tiltrukket sponsorer under falske forudsætninger, og dermed genereret øget omsætning og deraf stigende aktiekurs.

Bagmandspolitiets undersøgelse er stadig i gang, og det er endnu uvist, hvad udfaldet af sagen bliver. Hvis Bagmandspolitiet finder den daværende ledelse skyldig i kursmanipulation, vil det have negativ indflydelse for PSE troværdighed på nuværende tidspunkt. Dette kan resultere i, at aktiekursen vil falde yderligere. Det er også sandsynligt, at en forventning af udfaldet af sagen allerede på nuværende tidspunkt, vil have fået aktiekursen til at falde.

FCK er som fodboldhold særdeles interesseret i, at deltage i Champions Leagues gruppespil, da dette vil øge klubbens attraktivitet overfor dygtige fodboldspillere. Uden deltagelse i gruppespillet, er der kun den danske Superliga tilbage, hvor niveauet ikke i sig selv er på et niveau hvor der kan tiltrækkes dygtige spillere på internationalt niveau. Udover klubbens attraktivitet, er Champions League deltagelse også vigtig for PSE.

I 2010 blev der ikke budgetteret med deltagelse i Champions og forventningen for året var et underskud på 100 mio. kr.¹¹³ Bl.a. grundet deltagelse i gruppespillet blev dette vendt til et overskud på 42 mio. kr. Modsat blev der i 2011 budgetteret deltagelse i gruppespillet, hvor det ikke lykkedes FCK at spille sig til deltagelse.

¹¹¹ Børsen den 26. september 2011: Politisag i Nordens største børsnoterede fodboldklub

¹¹² Børsen den 23. september 2011: Parken pumpede sine tilskuertal i årevis

¹¹³ Børsen Lørdag den 17. april 2010: CL kan redde FCK's regnskab

Dette resulterede i en nedjustering fra PSE, på 115 mio. kr. i omsætningen og 85 mio. kr. i resultatet før skat¹¹⁴. Dermed er PSE afhængig af deltagelse i Champions Leagues gruppespil, da dette vil øge resultatet og dermed aktiekursen.

De nye aktionærer Erik Skjærbæk og Kars Peter Korsgaard Sørensen er begge, som omtalt i afsnittet nye aktionærer, forretningsmænd der anser deres betydelige aktieposter i PSE som en investering der skal give afkast. Dette har medvirket til, at fjerne ledelsens sportslige fokus.

Indikationer herpå er benævnt i afsnittet ”nye aktionærer”, bl.a. med Erik Skjærbæks udtalelse om, at han ikke bryder sig om, at der bliver spillet fodbold om hans penge hver søndag. Det manglende sportslige fokus, kan resultere i, at der i fremtiden ikke vil blive foretaget de nødvendige investeringer i fodboldklubben FCK, såfremt denne ej findes rentabel mere. I det tilfælde vil det på kort sigt påvirke PSEs resultater positivt og dermed øge aktiekursen. På lang sigt, vil det dog betyde at den høje rentabilitet man har nu ved deltagelse i CHL mv. ej vil kunne opnås. Ydermere vil det centrale element i koncernen derefter være fjernet, men man vil stadig være en spiller i den nuværende industri – underholdningsindustrien. Det har derfor væsentlig indflydelse på PSE, hvordan de nye aktionærer ønsker at PSE skal drives, og om den sportslige del fortsat skal være den primære. Ved tilkøb af forretningsområder, har det tidligere været tilfældet, at PSEs formål jf. vedtægterne blev udvidet, så de også kunne rumme de nye forretningsområder, som beskrevet i afsnittet ”Præsentation af Parken Sport & Entertainment”. Derfor foreligger muligheden også for, at fjerne driften af FCK fra vedtægterne og sælge denne fra, såfremt aktionærerne skulle få lyst til dette. Dette må siges at være en stor forskel fra det der startede som en fusion mellem to københavnske fodboldklubber.

¹¹⁴ PSE Selskabsmeddelelse 13/2011 af 24. august 2011: Resultatforventning for 2011

Litteraturhenvisning

Bøger:

"Regnskabsanalyse og Værdiansættelse - En praktisk tilgang", Ole Sørensen, 2009, 3. udgave 1. oplag, ISBN: 978-87-13-04998-1. (Forkortet RoV i fodnoter).

"Finansiell Rapportering - Teori og regulering", Jens O. Elling, 2010, 2. udgave 1. oplag, ISBN: 978-87-13-05009-3.

"Understanding Strategic Management", Anthony Henry, 2008, ISBN: 13-978-0-19-928830-4. (Forkortet USM i fodnoter).

"Den Skindbarlige Virkelighed - Vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne", 2009, 4. udgave 2. oplag, ISBN: 978-87-593-1380-0.

Avisartikler:

Børsen den 9/8-2011: "Discountfitness klar til erobringstogt".

Børsen den 26/10-2011: "Faldende tilskuertal og Sponsorater".

Børsen den 26/10-2011: "Feminin fodboldboss med hang til herre hormoner".

Børsen den 26/10-2011: "FCK til kamp mod katastrofal tilskuerflugt".

Børsen den 4/11-2011: "ECB: Recessionen er en realitet".

Nyt fra Danmarks Statistik Nr. 495, 27. oktober 2011.

Internetkilder:

Parken Sport & Entertainments egen hjemmeside: <http://www.parken.dk>

F.C. Københavns hjemmeside: <http://www.fck.dk>

KB: <http://www.kb-boldklub.dk/fodbold-1/fc-koebenhavn/>

Lalandia: <http://www.lalandia.dk/da/vaerdatvide/Roedby/Pages/LalandiasHistorie.aspx>

Fitness DK: http://www.fitnessdk.dk/omos/om_fitness_dk/Pages/om_fitnessdk.aspx

Københavns Fondsbørs: <http://www.nasdaqomxnordic.com>

Jyske Bank, Statsobligationer:

http://www.jyskebank.dk/_jb/asp/apps/markets/obligation/obl_kursliste.asp?Kursliste=OSTAT&shadowID=49294.

Artikler fra dagbladet Børsens hjemmeside (<http://www.borsen.dk>):

Frasalg af Fitness.dk/frasalgs af Lalandia? 11/03-10:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/178569/konkurrent_klar_til_opkoeb_i_kriseramte_parken.html

Farerne ved PSE forretningsområder, 9/03-10:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/178411/her_lurer_farerne_ved_parken-aktier.html

Afnotering ved for store opkøb af aktierne, 8/11-11:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/219009/parken_paa_kant_med_boersregler.html

Selvstændige beslutningsniveauer bl.a. Ved reklamebureauer, 28/10-11:

http://borsen.dk/nyheder/medier/artikel/1/218368/parkens_3_ben_venter_med_at_vaelge_nyt_bureau.html

Sponsorer:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/202604/parken_i_sponsorkrise_trods_succes.html

Skjærbæk: Tab på millioner 13/09-11:

http://borsen.dk/nyheder/politik/artikel/1/215024/skjaerbaek_har_tabt_millioner_paa_parken.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/212958/storaktionaerer_i_parken_taber_millioner_paa_ned_erlag.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/209361/erik_skjaerbaek_jeg_faar_tilbud_konstant.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/209336/skjaerbaek_flytter_rundt_med_parken-formue.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/206005/parken-ejer_tjener_styrtende_paa_guld.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/201354/milliardaer_paa_investeringstogt_i_panama.html

Opgør med don Ø

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205586/don_oe_om_skjaerbaek_lykkens_pamjulefis.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205554/skjaerbaek_afviser_kup_i_parken.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205554/skjaerbaek_afviser_kup_i_parken.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205399/lindegaard_smidt_ud_af_parken-bestyrelse.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205388/don_oe_og_skjaerbaek_moedes_igen.html

Parken sag:

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214275/parkens_ejere_overvejer_krav_mod_don_oe_co.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214278/hemmelige_optagelser_kan_faelde_parken-top.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214240/professorer_parken-sag_er_proeveklud.html

http://borsen.dk/nyheder/topnyhed/artikel/1/214152/myndigheder_anklager_banker_i_parken-sag.html

http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214129/sag_om_kursfusk_i_parken_breder_sig.html

http://borsen.dk/nyheder/topnyhed/artikel/1/214126/muligt_kursfusk_i_parken_rammer_fih_erhvervsb_ank.html

http://borsen.dk/nyheder/finans/artikel/1/214118/fih_sigtet_i_parken-sag_om_kursmanipulation.html

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214119/kvist-salg-bidrog-til-paent-overskud-i-parken.html>

<http://borsen.dk/nyheder/finans/artikel/1/214045/parkens-topchef-sigtet-for-kursmanipulation.html>

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214074/don-oes-hus-ransaget-af-bagmandspolitiet.html>

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205831/parken-top-selv-skyld-i-at-blive-gjort-til-skydeskive.html>

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/205718/parken-anmeldt-for-kursfifleri.html>

Årsregnskab:

<http://borsen.dk/nyheder/topnyhed/artikel/1/205706/hundredvis-af-millioner-skjult-i-parken.html>

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/202540/parken-fik-overskud-i-2010-2011-bliver-endnu-bedre.html>

1. kvartals kommentarer:

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/207981/kun-lalandia-gik-i-minus-i-parken.html>

2. kvartals resultat kommentarer:

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/214119/kvist-salg-bidrog-til-paent-overskud-i-parken.html>

Budgetmål:

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/212722/fcks-farlige-budgetmaal-skal-staa-sin-proeve.html>

Nedjustering for 2011 efter CL exit:

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/213572/parken-nedjusterer-efter-cl-skuffelse.html>

<http://borsen.dk/nyheder/sport/artikel/1/213571/fck-direktoer-vi-gaar-glip-af-115-millioner.html>

<http://borsen.dk/nyheder/finans/artikel/1/213379/fck-fuser-rammer-nordea.html>

<http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/212962/analytiker-parken-klarar-sig-trods-fck-selvmaal.html>

Øvrige internetkilder:

<http://www.aarhusportalen.dk/karl-peter-korsgaard-soerensen.asp>

<http://finans-dyn.tv2.dk/nyheder/article.php/id-20577753:parkenkps-en-unik-virksomhed.html>

<http://www.business.dk/sport-underholdning/parken-storaktionaer-goer-op-med-don-oe-aera>

<http://www.fyens.dk/article/1443366:Navne--Da-den-sky-milliardaer-var-hovedpersonen>

<http://ekstrabladet.dk/sport/fodbold/dansk-fodbold/superligaen/fc-koebenhavn/article1536156.ece>

<http://www.dr.dk/P1/P1Business/Udsendelser/2011/09/01122033.htm>

<http://onside.dk/nyheder/superligaen/kasi-jesper-udskyder-fodboldklub>

<http://forum.dk>

<http://www.sporten.dk/superligaen/uro-kan-skade-parken>

FIFA og UEFA:

<http://www.fifa.com/aboutfifa/organisation/associations.html>

<http://www.uefa.com/memberassociations/index.html>

Københavns Kommune:

<http://www.kk.dk/eDoc/Borgerrepr%C3%A6sentationen/03-06-2010%2017.30.00/Referat/15-06-2010%2012.00.37/5495123.PDF>

<http://www.kk.dk/PolitikOgIndflydelse/Byudvikling/Byplanlaegning/Lokalplaner/VedtagneLokalplaner/Lokalplan401-425/Lokalplan401.aspx>

Årsrapporter (kan findes på: <http://parken.dk/pse/aarsrapporter/>)

Gennemlæst revisionspåtegninger for Parken Sport & Entertainment Årsrapporter 2001 til 2006/2007.

Fulde årsrapporter for Parken Sport & Entertainment 2008, 2009 og 2010.

Halvårsrapport 2011 og Delårsrapport 3. kvartal 2011.

Årsrapporter 2010 for Lalandia Badeland og Lalandia Billund.

Fitness DK årsrapport 2010.

Selskabsmeddelelser:

PSE Selskabsmeddelelse 13/2011 af 24. august 2011: "Resultatforventning for 2011".

PSE Selskabsmeddelelse 07/2011 af 23. maj 2011: "Fusion af selskaber i PARKEN Sport & Entertainment".

Bilag

Bilag 1

Reformulering af finansielle opgørelser

Parken Sport & Entertainment	2010		2008	
Reformulering resultatopgørelse				
tkr.	2010	2009	2008	2007
Nettomsætning	1.345.207	1.750.678	1.597.904	1.491.714
Værdiregulering af investeringsejendomme	0	-38.000	0	58.427
Eksterne omkostninger	-583.113	-989.290	-992.186	-690.982
Personaleomkostninger 1)	-447.231	-459.091	-367.244	-469.372
EBITDA (Driftsaktiviteter)	314.863	264.297	238.474	389.787
Af- og nedskrivninger	-91.545	-83.328	-64.962	-79.195
Amortiseringer, andre immaterielle anlægsaktiver	-1.938	-5.378	-4.982	-38.551
Amortiseringer kontraktrettigheder 2)	-70.086	-82.759	-56.919	-61.002
EBIT (Driftsaktiviteter)	151.294	92.832	111.611	211.039
Rapporteret skatteomkostning 3)	-16.297	7.753	-7.993	-35.265
Skattefordel fra andet driftsoverskud	-1.378	-61.652	16.975	5.405
Skattefordel fra finansielle poster	-25.478	-23.194	-30.541	-15.109
Driftsoverskud efter skat (NOPAT)	108.142	15.740	90.053	166.070
Andet driftsoverskud				
Resultat af transferaktiviteter 4)	-7.058	-3.653	38.466	21.621
Avance ved salg af aktiver eller kapitalandele 5)	2.248	0	29.435	0
Nedskrivning materielle aktiver	-700	-12.000	0	0
Nedskrivning goodwill	0	-163.833	0	0
Nedskrivning af aktiverede projektomkostninger og afvikling af aktiviteter	0	-43.427	0	0
Hensættelse til huslejeforpligtelser	0	-23.695	0	0
Skat af andet driftsoverskud	1.378	61.652	-16.975	-5.405
Andet driftsoverskud efter skat	-4.133	-184.956	50.926	16.216
Samlet driftsoverskud efter skat	104.009	-169.217	140.978	182.286
Netto finansielle omkostninger				
Finansielle indtægter	3.904	15.187	3.525	8.182
Finansielle omkostninger	-86.516	-108.251	-125.978	-69.619
Årets værdiregulering af sikringsinstrumenter 6)	-19.300	290	290	1.000
Skat af finansielle omkostninger	25.478	23.194	30.541	15.109
Netto finansielle omkostninger efter skat	-76.434	-69.581	-91.622	-45.328
Totalindkomst (koncernniveau)	27.575	-238.797	49.356	136.958
Minoritetsinteresserne	0	193	-3.209	-7.906
Totalindkomst i alt 7)	27.575	-238.604	46.147	129.052

- 1) I Personaleomkostninger indgår desuden dirty surplus-post vedr. aktiebaseret vedderlæggelse
- 2) Amortisering af kontraktrettigheder består af Amortiseringer af kontraktrettigheder og nedskrivning af kontraktrettigheder, jf. noten til koncernregnskabet.
- 3) Skat af årets resultat fratrullet skat af anden totalindkomst, jf. koncernregnskabet note 13.
- 4) Resultat af transferaktiviteter består af indtægter og omkostninger ifm. Transferaktiviteter jf. noten til koncernregnskabet.

- 5) Avance ved salg af aktiver eller kapitalandele består af:
2010: Salg af et Fitness dk center og selskabet Global Goal ApS.
2008: Avance ved salg af aktierne i Billelugin A/S.
- 6) Værdiregulering af sikringsinstrumenter stammer fra Totalindkomstopgørelsen
- 7) Stemmer til totalindkomst ifølge årsrapporterne 2010 og 2008.

**Reformulering balance
t.kr**

	2010	2009	2008	2007	Kommentarer
- Kernerdriftsaktiver				Tilpasset 12 mdr.	
Goodwill	286.341	288.534	452.367	449.463	
Kontraktrettigheder	76.673	115.554	178.419	122.989	
Andre immaterielle aktiver	10.656	12.594	19.468	24.300	Se 1)
Investeringsjendomme	452.513	428.836	199.227	199.576	Se 2)
Grunde og bygninger	1.359.034	1.366.505	613.780	553.739	
Indretning af lejede lokaler	52.170	56.789	59.326	60.037	
Andre anlæg, driftsmidler og inventar	181.175	202.018	122.769	115.972	
Materielle aktiver under opførelse og forudbetaling	9.798	13.225	764.135	242.808	
Deposita	19.098	18.373	17.850	18.943	
Udskudt skat	1.348	3.063	3.758	4.588	
Øvrige langfristede aktiver	0	5.445	5.445	-	
Varebeholdninger	102.914	106.147	315.647	312.357	
Tilgodehavender	95.056	96.914	291.604	152.324	
Periodeafgrænsningsposter	9.999	9.086	15.601	13.206	
Driftslikviditet	6.726	8.753	7.990	7.459	se 3)
Kerne driftsaktiver i alt	2.663.501	2.731.836	3.067.386	2.277.761	
-Driftsforpligtelser					
Udskudt skat	121.247	112.412	126.319	132.321	
	32.996	47.345	35.736	25.349	
Hensatte forpligtelser - kortfristet	19.296	13.973	11.331	8.906	
Anden gæld	102.729	79.161	67.007	4.455	
Deposita	7.412	4.100	1.042	1.232	
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	163.761	170.328	268.588	304.141	
Selskabsskat	5.543	5.842	7.038	2.538	
Periodeafgrænsningsposter	41.127	43.231	43.316	45.469	
Forpligtelser vedr. Aktiver bestemt for salg	0	-	6.585	56.682	
Driftsforpligtelser i alt	494.111	476.392	566.962	581.093	
Kerne Netto driftsaktiver	2.169.390	2.255.444	2.500.424	1.696.668	
-ikke-kernerdriftsaktiver					
Andre kapitalandele	7.500	7.500	7500	-	se 4)
Færdiggjorte udviklingsprojekter	0	-	0	3.428	
Netto driftsaktiver	2.176.890	2.262.944	2.507.924	1.696.668	
-Netto Finansielle forpligtelser					
Værdipapirer	0	-9.000	-7950	-7.520	
Likvide beholdninger	-11.702	-163.854	-114.564	-93.674	Se 5)
Kreditinstitutter - langfristet	1.332.573	1.016.336	1.114.301	223.296	
Kreditinstitutter - kortfristet	36.983	1.101.007	964.921	913.436	
Netto finansielle forpligtelser i alt	1.357.854	1.944.489	1.956.708	1.035.538	
Koncernegenkapital	819.036	318.455	551.216	661.130	Se 6)

- 1) Patenter varemærker, lejeret + andre immaterielle ifølge årsrapport. Ej fundet relevant at specificere yderligere
- 2) Klassificeret som aktiver bestemt for salg i 2008 rapporten i "Note investeringsejendomme". Dog består investeringsejendommene af Parken Venues og Kontorejendomme drift. Derfor mener vi disse er kernerdriftsaktiver
- 3) 0,5% af nettoomsætningen, vælges som hovedregel, ref. ROV, s. 183. Buffer til at kunne betale regninger mv. kortsigtet
- 4) Aktiver der ikke ledes aktivt og anvendes i virksomhedens primære aktivitet. Består af 10% aktiepost i selskabet bag billetlugen A/S, Creatix ApS
- 5) Residual af "Likvide beholdninger" fra årsrapporter minus driftslikviditeten beregnet tidligere
- 6) St. til egenkapital i årsrapporten 2010 og 2008. 2008 kan dog ej afstemmes til egenkapital pga. omskrivning til 18 mdr.

Bilag 2

OG salg

	2007	2008	2009	2010
Omsætning	1.491.714	1.597.904	1.750.678	1.345.207
Andre eksterne omk relateret til salg	467.555	803.138	784.423	417.742
Personale omk. Relateret til salg	420.114	329.641	403.265	397.163
 Bruttoresultat	 604.045	 465.125	 562.990	 530.302
 Bruttoavance %	 40%	 29%	 32%	 39%
Salgs og distribution omk/oms	4%	2%	3%	3%
administrationsomk/oms	4%	3%	3%	4%
Skat driftsoverskud fra salg	10%	7%	8%	10%
 OGsalg	 21%	 16%	 18%	 23%
OG i alt	12%	9%	-10%	8%
OG andre poster	-9%	-7%	-28%	-15%

Tabel 1 - Andre eksterne omkostninger

	Årsrapport 2008 note 6	Årsrapport 2008 note 6	Årsrapport 2010 s. 55 "Eksterne omkostninger"	Årsrapport 2010 s. 55 "Eksterne omkostninger"
Andre eksterne omk relateret til salg	2007	2008	2009	2010
Driftsomkostninger ejendomme	303.224	200.332	240.239	246.177
Kamp- og spilleomkostninger	19.969	14.109	17.097	14.099
Food & Beverage, konferencecenter mv.	68.664	50.854	77.207	72.282
Vareforbrug mv. merchandise	23.081	12.305	8.507	8.029
Vareforbrug mv. øvrigt varesalg	52.617	38.339	38.696	49.182
Vareforbrug mv. salg af feriehuse	-	487.199	402.677	27.973
andre eksterne omkostninger				
Salgs- og markedsføringsomkostninger	66.061	35.942	47.915	35.225
Administrationsomkostninger	67.119	54.966	59.803	52.403
Andre omkostninger	90.247	98.140	98.663	77.743

Tabel 2 - Personaleomkostninger

	Årsrapport 2008	Årsrapport 2008	Årsrapport 2010 s. 56, note 7	Årsrapport 2010 s. 56, note 7
Persnale omk relateret til salg	2007	2008	2009	2010
Gager og lønninger	420.114	329.641	403.265	397.163
Andre Personale omk				
Honorar til modervirksomheds bestyrelse	16.719	10.704	4.833	1.304
Honorar til modervirksomheds direktion	7.770	6.894	5.381	9.191
Bidragbaserede pensionsordninger	5.128	11.545	14.814	15.140
Andre omkostninger til social sikring	14.832	2.474	4.739	6.576
Aktiebaseret vederlæggelse	-	-	6.296	-
Øvrige personaleomkostninger	14.127	17.186	19.763	17.857

Bilag 3

Identifikation af core driftsoverskud

Parken Sport & Entertainment

Core driftsoverskud

tkr.	2010	2009	2008	2007
Indtægter i alt	1.345.207	1.750.678	1.597.904	1.491.714
Værdiregulering af investeringsejendomme	0	-38.000	0	58.427
Eksterne omkostninger relateret til salg	-417.742	-782.909	-803.138	-467.555
Personaleomkostninger	-447.231	-459.091	-378.444	-478.690
Bruttoresultat inkl. Værdireguleringer	480.234	470.678	416.322	603.896
Salgs- og markedsføringsomkostninger	-35.225	-47.915	-35.942	-66.061
Administrationsomkostninger og andre omkostninger	-130.146	-158.466	-153.106	-157.366
Af- og nedskrivninger og amortiseringer	-163.569	-171.465	-115.663	-169.430
Driftsoverskud fra salg før korrektioner	151.294	92.832	111.611	211.039

Korrektioner for ikke-permanente poster:

Salg af feriehuse	-50.664	-560.504	-628.782	0
Vareforbrug opførsel af feriehuse	27.973	402.677	487.199	0
Værdiregulering af investeringsejendomme	0	38.000	0	-58.427

Nedskrivning af kontraktrettigheder og amortiseringer af immaterielle anlægsaktiver	12.923	5.378	4.982	0
---	--------	-------	-------	---

Ikke-permanente poster i alt	-9.768	-114.449	-136.601	-58.427
-------------------------------------	---------------	-----------------	-----------------	----------------

Core driftsoverskud fra salg, før skat	141.526	-21.617	-24.990	152.612
---	----------------	----------------	----------------	----------------

Rapporteret skatteomkostninger	-16.297	7.753	-7.993	-35.265
Skattefordel på finansielle poster i alt	-25.478	-23.194	-30.541	-15.109
Skat på usædvanlige poster	-1.378	-61.652	16.975	5.405

Core driftsoverskud fra salg, efter skat / Permanent driftsoverskud, efter skat	98.374	-98.710	-46.549	107.643
--	---------------	----------------	----------------	----------------

Usædvanlige poster

Resultat af transferaktiviteter	-7.058	-3.653	38.466	21.621
Avance ved salg af aktiver eller kapitalandele	2.248	0	29.435	0
Nedskrivning materielle aktiver	-700	-12.000	0	0
Nedskrivning goodwill	0	-163.833	0	0

Nedskrivning af aktiverede projektomkostninger og afvikling af aktiviteter	0	-43.427	0	0
--	---	---------	---	---

Hensættelse til huslejeforpligtelser	0	-23.695	0	0
--------------------------------------	---	---------	---	---

Skat af andet driftsoverskud	1.378	61.652	-16.975	-5.405
------------------------------	-------	--------	---------	--------

Ikke-permanente poster i alt	9.768	114.449	136.601	58.427
------------------------------	-------	---------	---------	--------

Samlet driftsoverskud	104.009	-169.217	140.978	182.286
------------------------------	----------------	-----------------	----------------	----------------

Netto finansielle omkostninger

Core Finansielle indtægter	2.904	8.901	3.095	8.182
Core Finansielle omkostninger	-66.127	-115.618	-61.283	-66.615

Skat af core finansielle poster	15.806	26.679	14.547	14.608
Core finansielle omkostninger efter skat	-47.417	-80.038	-43.641	-43.825
Usædvanlige finansielle poster, netto	-38.689	13.943	-63.975	-2.004
Skat af usædvanlige finansielle poster	9.672	-3.486	15.994	501
Totalindkomst (koncernniveau)	27.575	-238.797	49.356	136.958
Minoritetsinteresser	0	193	-3.209	-7.906
Totalindkomst i alt	27.575	-238.604	46.147	129.052

Totalindkomsten for ovenstående opgørelse, er afstemt til Totalindkomstopgørelse for PSE årsrapport 2010.

Bilag 4

Budgettering

Historiske og budgetterede værdidrivere for PSE

	Historisk	Budgetperiode					Terminal- periode
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E - ∞
Resultatopgørelse							
Salgsvækst	8,77%	1,50%	6,70%	5,20%	4,90%	4,00%	3,00%
Core bruttoavanceprocent	35,70%	30,00%	33,00%	31,50%	30,00%	30,00%	30,00%
Core driftsomkostninger i procent af salg	12,29%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Core OG(salg) før skat	23,41%	18,00%	21,00%	19,50%	18,00%	18,00%	18,00%
Effektiv skatteprocent	33,40%	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%	30,80%
Core OG(salg) efter skat	7,60%	12,46%	14,53%	13,49%	12,46%	12,46%	12,46%
Usædvanlige poster efter skat	17.018	21.969	0	0	0	0	0
Balance							
Arbejdskapital/salg	-0,03	0,05	-0,18	-0,18	-0,18	-0,20	-0,20
Langsigtet kerne NDA/salg	1,65	1,62	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
1/kerne AOH	1,62	1,67	1,42	1,42	1,42	1,40	1,40

Budgettering vækst - segmenter

	2010						
Sport	326.362	-10,00%	10,00%	5,00%	5,00%	4,00%	3,00%
Kontorejendomme	17.001	5,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	3,00%
Parken Venues	107.232	3,00%	2,00%	3,00%	2,50%	2,00%	2,00%
Lalandia	421.278	5,00%	9,00%	8,00%	7,50%	6,00%	4,00%
Fitness DK	422.670	4,50%	7,50%	6,00%	5,50%	4,00%	3,00%
Gennemsnitlig vækst		1,50%	6,70%	5,20%	4,90%	4,00%	3,00%

Budgetteret omsætning - segmenter

Budgetteret omsætning	2010						
Sport	326.362	293.726	323.098	339.253	356.216	370.465	381.579
Kontorejendomme	17.001	17.851	18.744	19.493	20.273	21.084	21.717
Parken Venues	107.232	110.449	112.658	116.038	118.939	121.317	123.744
Lalandia	421.278	442.342	482.153	520.725	559.779	593.366	617.101
Fitness DK	422.670	441.690	474.817	503.306	530.988	552.227	568.794
Budgetteret Core Nettoomsætning i alt		1.306.058	1.411.470	1.498.815	1.586.195	1.658.459	1.712.934

Usædvanlige poster efter skat	2010						
Salg af feriehuse	17.018	21.969	0	0	0	0	0
Budgetterede beløb							
Resultatopgørelse	Historisk	Budgetperiode					Terminal- periode
tkr.	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E - ∞
Nettoomsætning	1.294.543	1.306.058	1.411.470	1.498.815	1.586.195	1.658.459	1.712.934
Core produktionsomkostninger	832.396	914.241	945.685	1.026.688	1.110.336	1.160.921	1.199.053
Core bruttoresultat	462.147	391.817	465.785	472.127	475.858	497.538	513.880
Core andre driftsomkostninger	159.143	156.727	169.376	179.858	190.343	199.015	205.552
Core driftsoverskud fra salg før skat	303.004	235.090	296.409	292.269	285.515	298.523	308.328
Core driftsoverskud fra salg efter skat	201.801	162.683	205.115	202.250	197.576	206.578	213.363
Salg af feriehuse efter skat	17.018	21.969	0	0	0	0	0
Samlet driftsoverskud	218.819	184.652	205.115	202.250	197.576	206.578	213.363
Balance							
Nettoarbejdskapital	-40.313	65.303	-254.065	-269.787	-285.515	-331.692	-342.587
Langsigtet NDA	2.217.203	2.115.814	2.258.351	2.398.104	2.537.911	2.653.535	2.740.694
NDA	2.176.890	2.181.117	2.004.287	2.128.317	2.252.396	2.321.843	2.398.107
Netto finansielle forpligtelser	1.357.854						
Minoritetsinteresser	0						
Egenkapital	819.036						

Bilag 5

Kurser og renter - Danske Statsobligationer

Danske statsobligationer

Page 1 of 1

JYSKE BANK



Hvilken farve har din investering?



Hvorfor lave et testamente?



Bliv pensionsmillionær for 1.000 kr. om måneden!



Skal jeg hæve mine efterlønspenge nu?

Danske statsobligationer

Søger du yderlige oplysninger om en enkelt obligation fra listen, så klik på obligationsnavnet.

Papirnavn	Senest handlet	Køb	Salg	+/-
4,00% Dansk Statslån 2012	103,60	103,45	103,61 (3)	0,14↑
4,00% Dansk Statslån st. 2019	117,28	116,00	118,00 (3)	-0,10↓
4,00% Danske Stat S 2017	114,94 (1)			0,00
4,00% Danske Stat ST. 2015	112,33	111,00	112,00 (3)	0,23↑
4,50% Dansk Statslån st 2039	145,40		148,25 (3)	-1,29↓
5,00% Danske Stat ST. 2013	108,58	108,50	(3)	-0,23↓
7,00% Dansk Statslån St. 2024	152,40	150,00	154,00 (3)	-0,64↓

(1) : Slut kurs.

(2) : Køb og Salg = Strakskurser kl.

(3) : Køb og Salg = Vejl. markedskurser kl. 15:44

+/- : Seneste handel i dag i forhold til slutkursen dagen før.

http://www.jyskebank.dk/_jb/asp/apps/markets/obligation/obl_kursliste.asp?Kursliste=OSTAT&shadowID=49294

Bilag 6

Aktiekurs Parken Sport & Entertainment, den 12. oktober 2011

PARKEN Sport & Entertainment



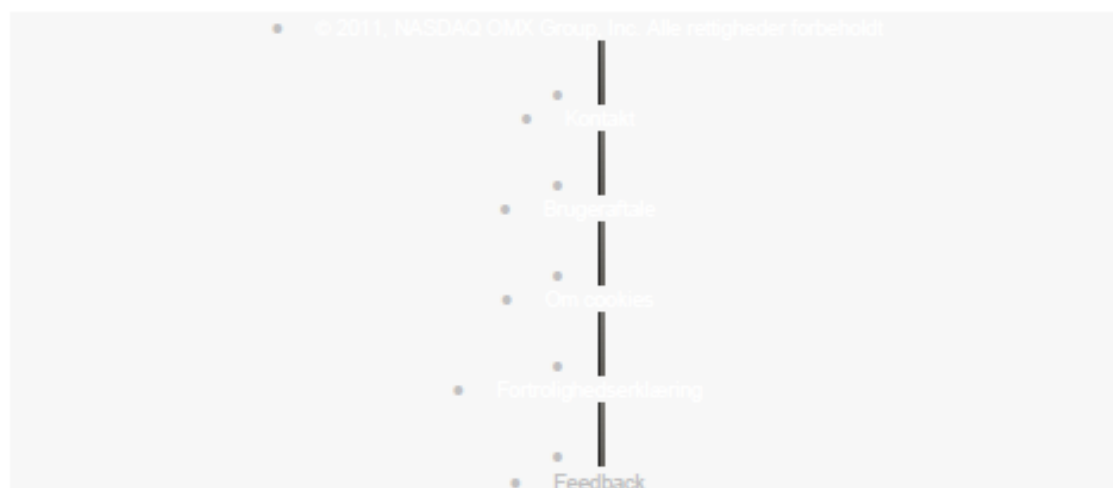
Avista



Historiske
Søg på historiske priser

Fra: 2011-10-12 Til: 2011-10-12 Show adjusted: ☐

Date	High price	Low price	Closing price	Average price	Total volume	Turnover	Trades
2011-10-12	85,50	83,00	85,00	83,89	1.544	129.532	12



http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3422