



Strategisk analyse og værdiansættelse
af
Fitness World A/S

Udarbejdet af: Allan Høegsberg
Vejleder: Peter Kyhnauv

Afhandling HD(R)
Maj 2014

Indholdsfortegnelse

1 - Executive Summery	4
2 - Indledning:	5
2.1 – Problemformulering.....	6
2.2 - Metode	6
2.2.1. – Empiri	6
2.2.2 – Struktur og indhold	7
2.2.3 - Valg af værdiansættelsesmodel.....	8
2.3 – Afgrænsning.....	10
2.4 – Kildekritik.....	11
3 – Virksomhedspræsentation.....	12
3.1 – Historien om Fitness World A/S.....	13
3.2 – Organisation og Ledelse.....	15
3.3 – Ejerstruktur	16
4 - Strategisk Analyse	17
4.1 – Ekstern analyse	17
4.1.1 - PEST-analyse	17
4.1.2. - Porters Five Forces.....	25
4.2 – Intern analyse	33
4.2.1. – Værdikædeanalyse	33
4.3 – SWOT-analyse.....	47
5 – Regnskabsanalyse.....	50
5.1 - Reformulering.....	50
5.1.1 – Reformulering af egenkapitalen.....	51
5.1.2 – Reformulering af balancen	51
5.1.3 – Reformulering af resultatopgørelsen	52
5.2 – Nøgletalsanalyse	53
5.2.1 – ROE	54
5.2.2 - Finansiell gearing.....	54
5.2.3 – ROIC.....	55
5.2.4 – OG	56
6 – Budgettering.....	57
6.1 - Vurdering af budgetperiode.....	58
6.2 – Forudsætninger for terminalværdien	59

6.3 - Budgettering af omsætning	60
6.4 - Budgettering af overskudsgrad før skat	64
6.5 - Budgettering af den effektive skatteprocent	66
6.6 - Budgettering af andet driftsoverskud efter skat	66
6.7 - Budgettering af netto driftsaktiver (AOH)	66
6.8 - Opstilling af budget	66
7 - Værdiansættelse	66
7.1 - Estimering af diskonteringsfaktor (WACC)	67
7.2 - Fastlæggelse af egenkapitalomkostninger	68
7.3 - Fastlæggelse af fremmedkapitalsomkostninger	69
7.4 - Kapitalstruktur	70
7.5 - Værdiansættelse af FW ved DCF-model	71
7.6 - Sekundær værdiansættelse	72
7.7 - Følsomhedsanalyse	73
8 - Konklusion	74
9 - Litteraturliste	77
10 - Bilagsoversigt	80

1 - Executive Summery

This Thesis aims to value Fitness World A/S in order to find the Enterprise Value of the company. The valuation is based on an analysis and description of the external, internal and economical factors affecting Fitness World A/S.

Fitness World A/S is the market leader in the Fitness Branch in Denmark and is placed all over the country. The strategic analysis comes to the conclusion that the biggest external threats are the risks of renting all the properties and negotiate renewing and prices. Despite the risks, the cyclicalilty of the number of members (the turnover) is very low otherwise lot of other branches. That factor makes the branch very attractive, but there are also a lot of competitors, mainly Fitness DK and Fresh Fitness, which both are companies with growth expectations. Fitness World A/S has the advantage of being market leader with there big selection of centres which make them a naturally choice when customers need to choose fitness company. At the same time Fitness World has a financial advantage and the ability to buy out competitors with less financial strength. A weakness worth to mention is the service reputation, which is known as a weakness compared to the competitors. At the same time Fitness World has significantly more customers measured pr. centre than the competitors, and the crowded centres have a negative effect to the image.

The accounting analysis shows that Fitness World has a very attractive ROE measured by the last 4 annual reports, which highly is the impact of a strong ROIC. The attractive ROE is descending because of a falling OG because of higher costs.

The strategic analysis and the accounting analysis together leads to an initial estimate of 5 years forecast, which leads to the actual valuation, which is made by the The Free Cashflow discounted by Fitness Worlds weighted cost of capital (WACC). The analysis shows an Enterprise Value of mio. DKK 2.327 as a final conclusion. This is twice the value compared to other listed comparable companies abroad measured by the price-earning ratio, which can be explained by different markets and Fitness Worlds very attractive ROIC.

2 - Indledning:

I dagens Danmark er der meget fokus på sundhed, motion og fysisk udfoldelse. En større del af befolkningen har igennem finanskrisen valgt at blive idrætsaktive. Jf. rapporten fra Idrættens analyseinstitut vedr. danskernes motions- og sportsvaner 2011 er andelen af idrætsaktive voksne danskere steget fra 56% i 2007 til 64% i 2011.¹ Dette har også påvirket fitnessbranchen positivt, hvilket er en branche der har oplevet et stigende antal medlemmer igennem finanskrisen.

Fitness World, fremadrettet forkortet til FW, har i særdeleshed forstået at høste på den stigende efterspørgsel på motion og idræt, hvilket er bevist igennem selskabets høje vækstrater.² Det er fascinerende at se en virksomhed, der har formået at vækste så markant gennem en finanskrisen, hvor langt de fleste danske virksomheder har haft det svært med den faldende efterspørgsel. FW's vækststrategi har på den måde været atypisk i et erhvervsliv, der overordnet set har fokuseret på rationaliseringer og reducere af balancer gennem de seneste år.

Men kan FW fortsat bibeholde deres høje vækstrater? Og hvor meget er selve virksomheden værd, hvis en køber, f.eks. en kapitalfond, en dag ønsker at købe aktierne i selskabet? Det er et uhyre interessant spørgsmål, idet vi i dag ikke har en konkret markedsværdi på virksomheden som følge af, at aktierne er unoterede.

Samtidig er der tale om en meget aktuel case, idet FW har været på jagt efter en kapitalstærk partner og ledelsen har også gjort sig nogle tanker om hvornår koncernen er moden nok til at blive introduceret på børsen.³

¹ <http://www.idan.dk/vidensbank/downloads/danskernes-motions-og-sportsvaner-2011/5f85b653-3bc0-4749-a385-a1b10098a64a> - s. 55 i publikationen

² Omsætningstal fra regnskab 2013 under historisk oversigt

³ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/62789/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtmaXRuZXNzO0ZpdG5lc3M>,

2.1 – Problemformulering

Formålet med denne opgave er at estimere værdien af Fitness World A/S ud fra en ekstern analysetilgang, hvilket leder til følgende hovedspørgsmål:

- Hvad er en fair markedsværdi af virksomheden Fitness World A/S?

For at kunne besvare hovedspørgsmålet på bedst mulig vis, vil følgende underspørgsmål blive analyseret på baggrund af en strategisk analyse og en regnskabsanalyse:

- Hvilke eksterne faktorer påvirker Fitness World A/S?
- Hvilke interne faktorer, herunder ressourcer og kompetencer, påvirker Fitness World A/S?
- Hvordan har Fitness Worlds finansielle performance været historisk?

Besvarelsen vil danne ramme ud fra en strategisk og regnskabsmæssig analyse, der sammenlagt danner fundamentet til den endelige værdiansættelse.

2.2 - Metode

Nedenfor vil blive beskrevet metodevalget gennem opgaven og de overvejelser der ligger bag.

2.2.1. – Empiri

Et naturligt valg i værdiansættelsen af FW vil være at anvende en deduktiv metodisk tilgang, hvor den anvendte metode alene bygger på teorier beskrevet i eksisterende litteratur. Denne tilgang forudsætter, at der anvendes anerkendt litteratur, som benyttes af praktikere på området. Dette er sikret i denne opgave ved at tage udgangspunkt i pensum-bogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" af Ole Sørensen.

I opgaven tilstræbes en analytisk tilgang, hvis formål er at være objektiv. Med det mål sikres det, at læseren med det samme informationsniveau vil nå til samme konklusion.

2.2.2 – Struktur og indhold

Værdiansættelsen af FW vil i denne opgave blive struktureret for at skabe en rød tråd gennem opgaven. For at opgavens opbygning skal være så overskuelig for læseren som muligt er det valgt at opdele opgaven i forskellige afsnit.

Opgaven indledes med en indledning, som fungerer som appetitvækker for læseren. Næste skridt er selve problemformuleringen bestående af et hovedspørgsmål, som igennem opgaven analyseres igennem nogle underspørgsmål i problemformuleringen. Disse underspørgsmål udledes for at skabe en overskuelig proces og overblik over de informationer, som læseren skal kunne udlede af denne opgave. Opgavens afgrænsninger vil ligeledes blive uddybet, således læser allerede tidligt i opgaven får afstemt sine forventninger i forhold til generelle informationsniveau i opgaven.

Opgaven bevæger sig nu over i selve analysedelen, som starter med en kort beskrivelse af FW, herunder virksomhedens historie samt nuværende aktivitet. FW vil herefter blive analyseret på både det interne og eksterne niveau med det formål, at få belyst virksomhedens strategiske sider og heraf bruge analyseresultatet som et centralt element i budgetteringsfasen.

Til analyse af de eksterne faktorer benyttes PEST-modellen og Porters Five Forces. PEST-modellen vurderer virksomhedens eksterne miljø og de faktorer i omverdenen, der har en påvirkning på virksomheden, herunder politik/lovgivning, økonomisk udvikling, sociokulturelle forhold og teknologisk udvikling. Porters Five Forces indeholder derimod flere forhold vedr. virksomhedens brancheattraktivitet til vurdering af fremtidige udviklingsmuligheder, så som konkurrenceintensitet, truslen fra nye indtrængere, kundernes forhandlingsstyrke, leverandørernes forhandlingsstyrke og trusler fra substituerende markeder.

Til analyse af de interne faktorer benyttes Porters Værdikæde. De 4 P'er blevet valgt har været et overvejet alternativ, men modellen er lidt utraditionel at benytte i forhold til værdiansættelse af en virksomhed. FW's struktur og værdier gør denne model fordelagtig, da det netop er Product, Price, Place & Promotion der er essentielle for værdiskabelsen. FW er en virksomhed der udbyder serviceydelser fremfor fysiske produkter som

hovedbeskæftigelse, og derfor er der mange områder i Porters Værdikæde, som ikke er relevante for denne type virksomhed, da koncernens logistik, indkøb m.m. ikke vurderes for relevante i dette tilfælde når kernekompetencerne skal afdækkes. Men for ikke at overse andre væsentlige støttefunktioner og primære funktioner fremfor kun at fokusere på markedsføring, så er Værdikæden valgt og modificeret, således den er tilegnet en servicevirksomhed som FW.

Resultaterne af den strategiske analyse samles op i en SWOT-analyse, som danner baggrund for konklusionen af virksomhedens stærke og svage sider, samt trusler og muligheder.

Til analyse af FW's finansielle historiske performance vil der blive lavet en regnskabsanalyse på baggrund af den udvidede DuPont-model, hvor også finansielle relevante nøgletal vil blive beregnet og kommenteret. Til dette formål samt selve værdiansættelsen, vil egenkapitalopgørelsen, resultatopgørelsen og balancen reformuleres med henblik på at opsplitte drifts- og finansieringsrelaterede aktiviteter, således disse er egnet til analysebrug.

Budgetteringsdelen udfærdiges således på baggrund af virksomhedens strategiske analyse samt den historiske finansielle performance, analyseret i regnskabsanalysen. Budgettet danner baggrund for de fremadrettede pengestrømme, som er kerneelementet i selve værdiansættelsen.

Afslutningsvis udfærdiges en konklusion, som har til formål at svare på de spørgsmål der stilles i problemformuleringen og vil således runde opgaven af.

2.2.3 - Valg af værdiansættelsesmodel

Til selve værdiansættelsen er det blevet fravalgt at benytte en relativ model (metode, der ikke benytter budgettering). Denne metode er fravalgt, da den kræver at vi kender til værdien på øvrige sammenlignelige virksomheder, hvor vi kan benytte prismultipler. Jf. nedenstående analyse vil det blive belyst, at vi ikke har nogle virksomheder at sammenligne med, hvis vi ser indenfor landets grænser. Der er alene Fitness DK A/S som den 2. største aktør på markedet, men dennes værdi er en del af den samlede markedsværdi på aktien i Parken Sport &

Entertainment, og derfor kan værdien fra Fitness DK A/S ikke umiddelbart udskilles pga. de mange blandede aktiviteter/selskaber. Samtidig er Fitness DK A/S størrelsesmæssigt heller ikke sammenlignelig.

I stedet vil der blive benyttet en absolut model, som kræver budgettering. Denne metode består igen af en direkte model og en indirekte metode, hvor den direkte model beregner værdien af egenkapitalen og den indirekte model beregner værdien af virksomheden. I denne opgave foretrækkes den indirekte metode, da den fokuserer på driftsaktiviteten som den eneste værdidriver og ser bort fra finansieringsaktiviteterne. Hvis FW var rent finansieret af egenkapital, så ville den direkte metode foretrækkes. Kendetegnet ved modellerne er, at de tager udgangspunkt i en budgetperiode og en terminalperiode, da nutidsværdimodellerne bygger på tankegangen om uendelige forecasts. Derfor opstilles en budgetperiode, hvor der opstilles præcise forecasts. Efter budgetperioden opstilles en terminalperiode som er analytikerens vurdering af konstante udvikling udover budgetperioden.

Indenfor de indirekte værdiansættelsesmetoder benyttes den diskonterede cash flow model, også kaldet FCFF-modellen eller DCF-modellen. DCF-modellen er foretrukket blandt praktikere, da den kun er baseret på Cash Flow ind og ud af virksomheden. Det bevirker, at Cash Flow modellen ikke er følsom over for indregningskriterier og regnskabsbaseret indtjening. Pengestrømmene tilbagediskonteres med WACC, som er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger udtrykt i procent. Der er dog en række ulemper ved denne model, herunder:

- Pengestrømme som benyttes til investering i virksomheden vil reducere det samlede cash flow og virke værdiforringende for virksomhedens værdi.
- Dermed vil virksomheden fremvise værditilvækst ved at reducere investeringerne, hvilket ikke er retvisende, da investeringerne har til formål at vedligeholde/øge den samlede værdi på sigt. Dette er særligt et dilemma for FW og deres investeringsstrategi vedr. opkøb af konkurrenter og vedligeholdelse/udvikling af eksisterende centre.
- DCF måler ikke på kort sigt værditilvæksten, idet der ikke finder nogen matching sted mellem indgående- og udgående pengestrømme
- Værdiansættelsesmodellen møder kritik pga. den store del af værdien der fastsættes i terminalperioden.

Efter værdiansættelsen af FW ved brug af DCF-modellen udfærdiges en følsomhedsanalyse på udvalgte drivere samt en multipelanalyse med baggrund i en sekundær vurdering af markedsværdien på FW.

Strukturen i opgaven vil se ud som følgende:



Kilde: Egen tilvirkning

2.3 – Afgrænsning

Denne opgave er alene skrevet ud fra materiale som er offentligt tilgængeligt, herunder relevant faktuel information om virksomheden samt eksterne årsrapporter gennem de seneste regnskabsår. Løbende påstande er ligeledes underbygget med henvisning til relevante avisartikler samt udarbejdede rapporter af specialister.

Det har ikke været muligt at indhente interne regnskaber/specifikationer eller øvrige informationer gennem Fitness World. Regnskabschef Brian Jensen har afslået dette pga. koncernen p.t. samarbejder med andre studiegrupper, og har derved ikke den fornødne kapacitet til at bistå med yderligere information. Derfor må læser være opmærksom på, at der

løbende vil være logiske antagelser som følge af det lave informationsniveau på virksomheden.

Der afgrænses fra sammenligning på brancheniveau, da der ikke forefindes deciderede brancherapporter/nøgletal for alle fitnesscentre i Danmark. I visse tilfælde udtrykkes branchen som 2 eller 3 sammenlignelige virksomheder (FW, Fitness DK og Fresh Fitness)

Der afgrænses løbende i opgaven, såfremt dette findes relevant.

2.4 – Kildekritik

Opgavens kilder er primært baseret på sekundære oplysninger, herunder regnskaber, avisartikler samt udarbejdede rapporter.

- *Artikler, herunder primært fra Børsen*: Mange af artiklerne er skrevet på baggrund af interviews med ledelsen i FW, som har en naturlig interesse i at få virksomheden til at fremstå så attraktiv som muligt. Så selvom Børsen er en troværdig kilde, så skal der tages forbehold for ledelsens udtalelser i artiklerne.

- *Regnskaber fra FW*: Regnskaberne er reviderede, så det talmæssige indhold har en bekræftet validitet, ligesom der ikke er anmærkninger eller forbehold, som kan danne tvivl om regnskabernes validitet. Ledelsesberetningen er udfærdiget af ledelsen og må vurderes at være subjektiv ud fra ledelsens interesser.

- *Rapporterne fra Idrættens Analyseinstitut*: er en uafhængig og selvejende institution under Kulturministeriet, som har til formål at skabe overblik over aktuel samfundsmæssig forskning på idrætsområdet.⁴ Derfor vurderes denne kilde at have en høj grad af validitet på informationsniveauet, som er benyttet i denne opgave. Der er medtaget en publikation fra idrættens analyseinstitut, "*Fitnesskultur.dk*" Ph.d. afhandling af Kasper Lund Kirkegaard. Kilden er oprindelig en Ph.d. afhandling, men eftersom Idrættens Analyseinstitut har lagt afhandlingen på deres hjemmeside, antages det at kilden er valid og objektiv.

⁴ <http://www.idan.dk/om-idan/>

- *Spørgeskema*: I spørgeskemaundersøgelsen er der anvendt en kvantitativ metode, hvor vægten har været baseret på at få så mange besvarelser som muligt, som vil danne ramme om en statistisk prioritering.⁵ Med baggrund i denne metode er der benyttet lukkede spørgsmål for at kunne konkretisere resultatet så meget som muligt i forhold til prioritering for valg af fitnesscenter. Spørgeundersøgelsen er baseret alene på 60 besvarelser og derfor kan der stilles spørgsmålstegn til hvor repræsentativ undersøgelsen er på vegne af samtlige medlemmer i Danmark. Dog blev det alligevel vurderet til at være det bedste værktøj til brug for analysen, idet der ikke kunne findes offentligt tilgængelige brancheanalyser med det samme indhold.

3 – Virksomhedspræsentation

FW er landets største fitnesskæde og udbyder en lang række af aktiviteter i deres centre, herunder styrketræning, holdtræning, personlig træning, squash m.m. Dermed er det muligt for kunderne at tabe sig, komme i bedre form, øge muskelstyrke samt opfylde mange andre former for individuelle målsætninger.⁶

Visionen i FW:

(Dog vurderes nedenstående mere som en "mission", der siger noget om hvordan visionen opnås. På hjemmesiden er nedenstående dog udtrykt som en vision.)

*"Vores vision er, at give så mange som muligt mulighed for at få et sundere liv. Vi tilbyder effektiv træning i moderne centre med en uformel og hyggelig atmosfære til en pris alle kan betale, og uden at man behøver at binde sig – hos os bestemmer du selv hvor længe du vil være medlem."*⁷

⁵ <http://c-samf.systime.dk/index.php?id=716>

⁶ <http://www.fitnessworld.dk/muligheder-i-fitness-world>

⁷ <http://www.fitnessworld.dk/om-fitnessworld>

3.1 – Historien om Fitness World A/S

- 2005: - Grundlægger Henrik Rossing åbner den første Fitness World på Gasværksvej, København V. Fitnesskæden kommer ind på markedet via en lavprisstrategi og et nyt koncept vedr. fravalg af bindingsperiode på abonnementerne.
- 2005-2007: - Kæden bliver hurtigt en succes og bliver landsdækkende.
- 2008: - Fitnesskæden køber konkurrenten Sports Club (Nordsjælland) og overtager samtidig enkelte af Equinox' centre, bl.a. centeret i Skandinavian Centeret i Århus, som alene giver 3.700 nye medlemmer. Per Lyngdal Nielsen, som på dette tidspunkt sidder i bestyrelsen, indtræder som administrerende direktør i stedet for Henrik Rossing pga. større erfaring.
- 2009: - FW begynder langsomt at skrue op for priserne, mens konkurrenterne begynder at kopiere konceptet med "ingen binding" og til dels abonnementsprisen. FW begynder dermed at bevæge sig væk fra sin lavprisstrategi.
- FW er ved begyndelsen af året landets største fitnesskæde med 39 centre – nu også fordelt i mindre danske provinsbyer.
- FW køber resten af Equinox-kæden og efter sammenlægningen består FW af 56 centre.
- 2010: - FW runder 61 centre.
- 2011: - Enjoy Fitness' 12 centre på sjælland bliver opkøbt og det samme gør den jyske fitnesskæde Fitness One, som består af 7 centre. FW runder dermed 90 centre.
- Direktør Per Lyngdal Nielsen melder ud, at FW forventer at runde 130 centre inden udgangen af 2012, og inden udgangen af 2015 forventes han er koncernen har rundet 150 centre, 500.000 kunder samt en omsætning på over en mia. kr.⁸
- 2012: - FW opjusterer tidligere vækstplaner, og meddeler nu at kæden runder 200 centre inden udgangen af 2015, primært via opkøb og udbygning af

⁸<http://www.idan.dk/Nyheder/a188fwsalg.aspx?/Home/Nyheder.aspx?currentstart=105&ResultPrPage=15&Kortvisning=False&emneID=>

eksisterende centre. Samtidig orienterer Per Lyngdal Nielsen om at koncernen har ambitioner om at ekspandere sig i udlandet.⁹

- FW gør det offentligt, at de søger en kapitalstærk partner for at kunne udleve deres vækststrategi i et hurtigere tempo.¹⁰

- S.A.T.S. bliver opkøbt af FW ultimo 2012. S.A.T.S. består af 6 centre.¹¹

2013: - Per Lyngdal Nielsen meddeler efter regnskabet for 11/12, at visionen for 2013 er at åbne 20 nye centre, og samtidig skal der fokuseres på den digitale kommunikation, herunder TV-reklamer og en bedre App til smartphones.¹²

- Planerne om tilførsel af en kapitalstærk partner sættes i bero, da det ikke har været mulig for koncernen at tiltrække en investor, som opfyldte både de strategiske og økonomiske krav. Ledelsen vurderer samtidig, at selskabet kan være aktuelle til en børsnotering i 2018.¹³

- Per Lyngdal Nielsen satser på udenlandske opkøb fremfor den tidligere vision, som vedrørede partnerskab/investor.

2014: FW offentliggør endnu et tilfredsstillende resultat for 2013. Koncernen er nu oppe på 118 centre i Danmark, og selskabets vision er at omsætte for min. 900 mio kr. i 2014 og runde en mia. kr. i 2015. (Dette kan betegnes som en vision modsat FW's officielle vision på hjemmesiden.) Samtidig meddeler koncernen, at de nu er så kapitalstærke, at de kan bevæge sig ind på det tyske marked

⁹<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3197579/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M7V29ybGQ7d29ybGQ>,

¹⁰<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/12/3200946/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M7V29ybGQ7d29ybGQ>,

¹¹http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/248214/fitness_world_overtager_konkurrent.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtmaXRuZXNzO0ZpdG5lc3M,

¹²<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/38458/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtmaXRuZXNzO0ZpdG5lc3M>,

¹³<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/62789/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtmaXRuZXNzO0ZpdG5lc3M>,

gennem opkøb af eksisterende centre. Dette forventes at ske i 2. Halvår i 2014.

14

3.2 – Organisation og Ledelse

Administrerende direktør er Per Lyngdal Nielsen. Han indtræder som adm. direktør i stedet Henrik Rossing pr. juni 2008.

Bestyrelsen består af:

- Henrik Rossing, bestyrelsesformand. Hovedaktionær og stifter af Fitness World A/S.
- Jesper Boysen, professionel bestyrelsesmedlem. Bl.a. siddet i både bestyrelsen og direktionen hos El-giganten, og er nu bestyrelsesmedlem hos BabySam. Jesper er blevet ansat som direktør hos Expert Danmark juni 2013. Jesper er indtrådt i bestyrelsen i 2013.
- Per Nielsen, bestyrelsesmedlem og administrerende direktør. Per har tidligere været administrerende direktør hos Debitel.
- Sophie Rossing, bestyrelsesmedlem. Kone til Henrik Rossing, og har været medvirkende til at stifte Fitness World A/S.¹⁵

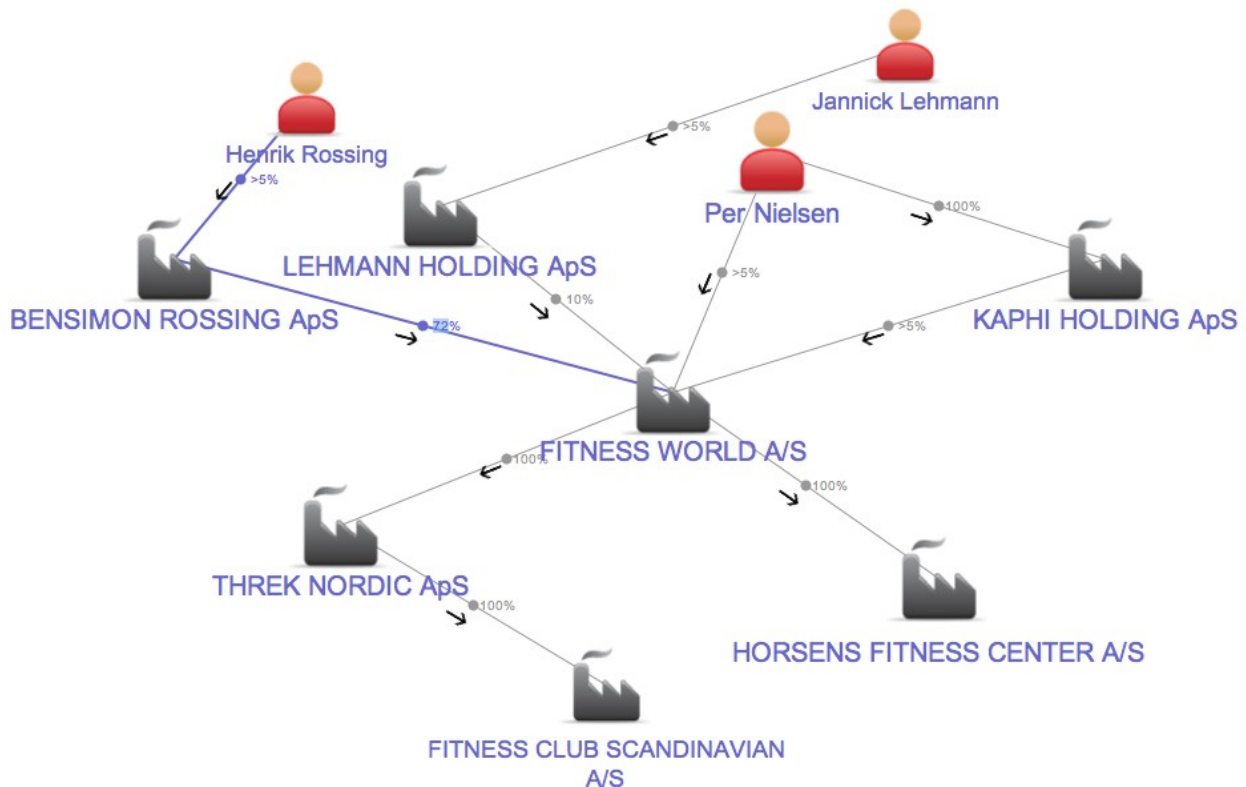
Hvert center har en centerleder og en souschef. Udover dette består medarbejderstaben af personale med ekspertise indenfor personlig træning, holdtræning, service og rengøring. Den største gruppe af ansatte er uddannede fitnessinstruktører, der underviser i forskellige discipliner.¹⁶

¹⁴ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79451/artikel.html>

¹⁵ BIQ Erhvervsinformation – www.biq.dk

¹⁶ http://da.wikipedia.org/wiki/Fitness_World

3.3 – Ejerstruktur



Ejerandelene af Fitness World A/S er fordelt således:

- 72% er ejet af Bensimon Rossing ApS (Holdingselskab tilhørende Henrik Rossing)
- 18% er ejet af Per Nielsen. Aktierne er ejet af henholdsvis Per Nielsen og hans Holdingselskab Kaphi Holding ApS.
- 10% er ejet af Lehmann Holding ApS (Holdingselskab tilhørende Jannick Lehmann)¹⁷

Fitness World A/S ejer tillige 100% ejer af 3 datterselskaber i form af Threk Nordic ApS, som ejer aktierne i Fitness Club Scandinavian A/S 100%, samt Horsens Fitness Center A/S. Disse er under afvikling, da koncernen sigter mod at have alle selskabernes drift samlet i

¹⁷ BIQ Erhvervsinformation – www.biq.dk

moderselskabet. I den forbindelse er der ligeledes lavet en fusion pr. 1/10-2012 med 15 datterselskaber.¹⁸

4 - Strategisk Analyse

Formålet med den strategiske analyse er at identificere de ikke finansielle værdidrivere, der har betydning for FW's potentiale for indtjening og vækst. Analysen tager udgangspunkt i de eksterne og interne faktorer, der kan påvirke virksomheden nu og i fremtiden. Den strategiske analyse har væsentlig betydning for nøjagtigheden af den endelige budgettering til brug for værdiansættelsen. Kvaliteten og præcisionen på den endelige værdiansættelse vil være afhængig af, hvor god og dyb en strategisk analyse der danner baggrund for resultatet.

4.1 – Ekstern analyse

Den eksterne analyse af FW omfatter en analyse over de muligheder og trusler i branchen og omverdenen, som FW er berørt af. Til brug for belysning af disse benyttes modellerne PEST-analyse og Porters Five Forces.

4.1.1 - PEST-analyse

PEST-analysen er en analyse af faktorerne i virksomhedens uafhængige omverden. Modellen er specielt fordelagtig til at fremhæve muligheder og trusler i FW's eksterne forhold. PEST-analysen omhandler 4 forhold, herunder politiske og lovgivningsmæssige forhold, samfundsøkonomiske og demografiske forhold, sociale og kulturelle forhold samt teknologiske og miljømæssige forhold.¹⁹

(P) politiske og lovgivningsmæssige forhold:

Der er både trusler og muligheder for FW, når politiske og lovgivningsmæssige forhold tages i betragtning. En mulighed som kunne foreligge er lige vilkår vedr. støtteordning fra staten/kommunen. P.t. får bl.a. foreningsfitnesscentre og DGI offentligt støtte. Dette er jf. de

¹⁸ Årsregnskab 2012

¹⁹ Exploring Strategy s. 51

kommercielle (privatejede) fitnesscentre stærkt konkurrenceforvridende, og derfor er foreningen "Dansk Kommerciel Fitness og Sundhed (DKFS)" stiftet med henblik på at skabe lige konkurrencevilkår ved at søge om fratagelse af offentligt støttede midler til foreningsbaserede centre. Problematikken består i, at de foreningsbaserede centre kan tilbyde langt billigere medlemskab pga. støttekronerne, hvilket koster medlemmer for de kommercielle centre.²⁰

En anden mulighed er at danske virksomheder/fagforeninger m.m. laver firmaaftaler med FW. Dette vil åbne døren til en lang række nye medlemmer, og det er samtidig i virksomhedernes interesse at have medarbejdere i god form hvilket har en stærk påvirkning på den enkelte medarbejders performance og arbejdsglæde. Mange virksomheder udbyder allerede dette til deres ansatte, men der er stadig mange virksomheder som ikke har dette tilbud til de ansatte. Derfor er FW påvirket af ledelseskulturen og personalepolitikken i de enkelte virksomheder. FW har allerede et koncept klar til virksomhederne og kan på den måde påvirke de enkelte HR-afdelinger.²¹ Der afgrænses fra at vurdere det præcise potentiale på dette område, da der ikke foreligger informationer om hvor mange medlemmer der har indgået medlemskab via en firmaaftale.

Der er også en række udefrakommende forhold på det politiske og lovgivningsmæssige plan som kan have betydning for FW. Af sundhedsmæssige årsager kan der komme øgede lovgivningsmæssige krav til FW's ansatte, som vil kræve ekstra kurser/undervisning for alle ansatte. Dette er et scenarie, som vil være omkostningstungt for virksomheden. I dag vurderer FW dog, at de er klædt tilstrækkeligt på til at undervise medlemmerne på et højt niveau. Som analytiker og læser må vi dog stille os skeptiske overfor validiteten af dette udsagn, da det fremgår af FW's egen hjemmeside, og virksomheden har en naturlig interesse i at promovere et højt uddannelsesniveau af deres ansatte.²²

²⁰ <http://dkfs.dk/fordele-ved-medlemsskab/>

²¹ <http://www.fitnessworld.dk/firmaaftale>

²² <http://www.fitnessworld.dk/uddannelse>

FW har tidligere været tabt en kamp til Malernes Fagforening, som resulterede i at FW måtte sende alle de udenlandske håndværkere hjem og i stedet ansætte nye medarbejdere under dansk overenskomst med et LO-forbund. Dette scenarie har naturligvis haft en omkostningseffekt på FW's byggerier og renoveringer. Dette er også et eksempel på, at der ligger en trussel, som er baseret på lønudgifter og overenskomstforhandlinger.²³

Foreningsstøtte er med til at hjælpe de mindre foreningsdrevne fitnesscentre, men typisk er disse enkelte centre, og kan derfor ikke måles som en klar konkurrent til FW på landsplan, men alene på lokalk markedet, da de kæmper om de samme kunder. Her har FW den fordel at centrene kan benyttes i hele landet. Firmaaftale-kulturen har en større betydning for FW, og det er vigtigt at få lavet aftaler med de store virksomheder, idet der oftest er tale om meget store kundegrupper. Øgede krav til uddannet personale må p.t. ses som en mindre betydelig trussel.

(E) samfundsøkonomiske og demografiske forhold

FW er stærkt påvirket af de samfundsmæssige forhold, hvis vi ser på fremtiden og særligt på omkostningssiden. FW består i dag af 118 centre, som omtalt i virksomhedsbeskrivelsen. Alle centre er lejemål undtagen et enkelt center i Odense, og udlejningspriserne er derfor en meget essentiel omkostning for virksomhedens drift. De samlede huslejeforpligtelser udgør pr. 31/12-2013 hele 1.225.689.000 kr.²⁴ Lejemålene har alle forskellige opsigelsesperioder, og forpligtelserne er fordelt således:

1-5 år:	tkr. 853.978
5-10 år:	tkr. 359.556
> 10 år:	tkr. 12.155

Ovenstående fortæller os, at mange af lejekontrakterne løber ud om mindre end 5 år. Derfor er en betydelig part af koncernens fremadrettede omkostninger afhængig af på hvilke vilkår

²³ <http://www.business.dk/evb-archive/fitness-world-bukker-under-for-pres>

²⁴ Regnskab 2013

disse lejekontrakter genforhandles. Der afgrænses fra denne indsigt i de enkelte lejekontrakter, vilkår for forlængelser m.m. Ledelsen i FW er også bekendt med denne risiko, og skriver i ledelsesberetningen i regnskabet for 2012: *"Omvendt så begrænses mulighederne for finansiering af ejendomme og ombygningerne stadig for udlejerne. Fitness World har siden finanskrisen været i stand til at manøvrere i dette marked."*²⁵ Set i denne relation kan en højkonjunktur paradoksalt nok – modsat langt de fleste brancher – være en trussel for FW, da den gennemsnitlige udlejningspris pr. m² typisk stiger i disse perioder. Udlejningsvilkårene, herunder lejeprisen, afspejler sig i følgende:

Udlejers afkastningskrav: Udlejer skal have et afkast på sin investering efter lejen har betalt driftsudgifter, afdrag og renter, vedligeholdelse m.m. Denne afkastningsgrad skal investor/udlejer skal måle op mod et alternativafkast, hvis han investerede i andet end en udlejningsejendom (alene set ud fra afkastsynspunkt). I en højkonjunktur er der typisk større krav til afkastningsgrader, idet det er nemmere at få et større alternativafkast. Dette er med til at presse lejeprisen op.

Udbud af/efterspørgsel efter erhvervsejendomme: Udbuddet af erhvervsejendomme til leje er lavere og efterspørgslen efter erhvervsejendomme er højere, når vi befinder os i en højkonjunktur. Dette er også medvirkende til markedsreguleringer på udlejningspriser i opadgående retning.

Strammet vilkår på finansiering af erhvervsejendomme: Finanskrisen har medvirket til, at finansieringsinstitutter i langt højere grad kigger på debtors evne til at genere likviditet og overskud på udlejningsforretningen, fremfor at vurdere belåningsværdien på selve ejendommen som før finanskrisen. Det betyder ligeledes, at udlejer i langt højere grad er nødsaget til at vise nogle gode afkastgrader på ejendommen før der kan foretages yderligere belåning, hvilket medfører huslejestigninger for lejer. I nuværende marked har finansieringsinstituttet bl.a. også øgede krav til afkastningsgraden pga. risikoen for tomgang. FW omtaler også selv i ledelsesberetningen, at udlejernes muligheder for yderligere finansiering i ejendommene til ombygning m.m. er strammet til.

²⁵ Årsregnskab 2012

Det generelle renteniveau: Renteniveauet stiger under en højkonjunktur pga. finanspolitiske tiltag for at dæmpe inflationen, hvilket betyder øget renteudgifter for udlejer, som han ønsker at få reguleret når lejekontrakten skal fornyes for at kunne bibeholde sine afkastningsgrad.

Den største risiko for FW er, at udlejer ikke ønsker at genudleje lejemålene. Dette er også en meget dyr konsekvens for FW, da der bruges mange kroner på indretning af lejede lokaler. Og disse omkostninger kommer igen, når der flyttes lejemål.

Hvor konjunkturførholdene kan have en vis effekt på lejemålene, så er konjunkturførholdene mindre når det kommer til antal af medlemmer. Dette er også udtalt i ledelsesberetningen i regnskabet for 2012, hvori det er beskrevet at uanset udsigter til stigende arbejdsløshed eller andre økonomiske besværligheder, så prioriterer flere og flere at dyrke fitness. Dette er også dokumenteret i regnskabets hoved- og nøgletals afsnit, som viser en omsætningsstigning fra 303 mio kr. i 2008/09 til 860 mio kr. i 2013.²⁶ Det fremgår også af en undersøgelse fra 2011/12 af Statens Institut for Folkesundhed, at ca. 70% af den danske befolkning der karakteriserer sig selv som inaktive, ønsker at forbedre deres fysiske form. Denne masse består af ca. 14% af den danske befolkning. Derved er der stadig noget potentiale, som også er med til at argumentere for, at FW's tilvækst af medlemmer ikke kun er fra opkøb men der kommer også nye medlemmer, som ikke har trænet før, hvilket omtales nærmere under sociale og kulturelle forhold.²⁷

Genforhandling af lejemål vurderes som en af de største trusler FW står overfor, når der konkluderes på det rent økonomiske plan, da denne post vægter tungt i den samlede resultatopgørelse. Dette er lidt atypisk set i forhold til øvrige virksomheder, hvor toplinejen hovedsageligt vurderes at være den største trussel, men med baggrund den lave konjunkturfølsomhed i branchen set fra årene 2007-2011 som beskrevet i indledningen, så vurderes omkostningsniveauet at have større betydning. En reducere i antallet af centre vil

²⁶ Regnskab 2013 – ledelsesberetningen.

²⁷ http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/222541/mere_fitness_til_folket_i_2012.html

også resultere i kundeafgang. Både pga. afstand til et alternativt FW-center, men også i relation til "overbefolkning" i de bestående centre, som vil blive mødt af et øget pres. Dog vil en højkonjunktur medføre nemmere finansiering for udlejerne til ombygning (men med huslejestigninger til følge.)

(S) sociale og kulturelle forhold

I forlængelse af indledningens konklusion om at andelen af idrætsaktive danskere har været stigende fra 2007 til 2011, beretter også om en ændret kultur, hvor motion og sundhed har større fokus i vores samfund end tidligere. Når der igen kigges på de 10 mest populære former for aktiviteter for voksne, så kan 4 ud af de 10 aktiviteter dyrkes i FW, herunder de to mest populære som er Jogging/motionsløb og styrketræning. Derved rammer FW en meget stor målgruppe af befolkningen med deres produktudvalg.²⁸

Livsstilskultur har en rigtig stor påvirkning for FW. Medierne har i dag en markant større fokus på sundhed, motion og velvære, end tidligere set. Det samme gør sig gældende om skønhedsideal, hvor det i dag er "korrekt" at være veltrænet. Det fremgår af rapporten "Fitnesskultur.dk", at 0-29-årige hovedsageligt har ønsket om en pænere krop som træningsmotiv, mens 20-59-årige ønsker bedre fysisk form og kropslig velvære.²⁹ Fitness har tidligere været kritiseret for at være for individuelt – en aktivitet uden sammenhold og sociale værdier. Det er der i dag lavet markant om på bl.a. grundet de mange muligheder for holdtilmeldinger. Det betyder, at fitness i dag kan ses som en sport på lige fod med håndbold og fodbold. Ca. 750.000 danskere er tilmeldt i en af landets ca. 500 kommercielle centre

²⁸ <http://www.idan.dk/vidensbank/downloads/danskernes-motions-og-sportsvaner-2011/5f85b653-3bc0-4749-a385-a1b10098a64a> - side 72 i publikationen "Danskernes motions- og sportsvaner 2011".

²⁹ <https://www.google.dk/url?q=http://www.idan.dk/vidensbank/downloads/fitnesskulturdk-fitnesssektorens-historie-de-aktive-udoevere-og-breddeidraettens-kommercialiserin/f6e7c699-2c66-4eb8-beee-a0bb00c41b03&sa=U&ei=II9vU97rCIWoyAOLlYHYBA&ved=0CCEQFjAA&sig2=bCgqtLBTGxWV0gJ1XHLTeg&usg=AFQjCNHS9V9NMoh4jwLkcdaC-oN62JG5w> - s. 321 i publikationen "Fitnesskultur.dk".

(ultimo 2013). I 2004 udgjorde tallet ca. 400.000. Det taler også for en voldsomt stigende interesse på området.³⁰ Ændrer danskerne livsstil igen med mindre fokus på fitness, sundhed og velvære, f.eks. at det bliver en trend at være "ligeglad" med sin krop, så vil det have konsekvenser for fitnesscentrene. Umiddelbart er der intet der tyder på denne udvikling. Her skal igen ses på tidligere konklusion, at ca. 70% af de inaktive danskere, som udgør 14% af den danske befolkning, ønsker at forbedre deres fysiske form. I 1. Kvartal 2014 bor der 5,6 mio. mennesker i DK.³¹ Lad os antage, at 50% har en alder og et helbred hvor de kan blive aktive. Det svarer til, at der 275.000 potentielle ikke-medlemmer for FW, hvilket bekræfter at markedet ikke er mættet.

Livsstil vedr. arbejde, fokus på karriere og den mere stressende hverdag har også en betydning for aktiviteten i fitnesscentrene. Danskere arbejder længere og på flere skæve tidspunkter end tidligere. Dette sammensat med at have et ordentligt familieliv gør igen, at hverdagen presses og der er mindre tid og overskud. Denne udvikling kan overordnet set være til skade for fitnesscentrene og idrætsforeninger. Men grundet den øgede fleksibilitet ved fitnesscentrenes lange åbningstider, og det faktum at danskerne reelt kan træne når det passer ind i kalenderen, gør at fitnesscentrene står stærkere overfor denne målgruppe af motionister, end f.eks. idrætsforeninger hvor der er fodboldtræning en bestemt dag om ugen på et bestemt tidspunkt.

De nuværende trends vedr. sundhed og livsstil, mediernes bevågenhed på emnet samt status i at fokusere på sin krop har haft en altafgørende betydning for væksten i antal medlemmer i de danske fitnesscentre – og fremtiden ser også lys ud, da medlemsstallene stadig stiger. Der drages samtidig god nytte af de fleksible åbningstider som kunderne selv kan placere i et stramt program i hverdagen, hvilket vurderes at være den afgørende faktor for hvorfor flere skifter fra de gamle idrætsgrene med faste træningstider til træning i fitnesscentre.

³⁰ <http://jyllands-posten.dk/livsstil/sundhed/ECE6308072/fitness-faellesskab-og-foreningsliv/>

³¹ <http://www.dst.dk/da/Statistik/emner/befolkning-og-befolkningsfremskrivning/folketal.aspx>

(T) teknologiske og miljømæssige forhold

Disse udefrakommende forhold har isoleret ikke væsentlig betydning for FW. På det teknologiske plan har FW gennemgået en udvikling i relation til at holde på/få nye medlemmer, da apps spiller en større og større rolle i dagens digitale verden. Virksomheden har fået udviklet deres app til mobile enheder, således det nu er muligt at booke hold uden at skulle ned fysisk i centeret, lave programmer inkl. kalorietæller, finde centre i nærheden og modtage nyheder.³² Appén vandt prisen som den bedste app indenfor fitness & health til Danish App Awards i 2012.³³

For at øge salget af produkter i centrene er det ligeledes blevet besluttet, at der skal indsættes en NFC-chip i de nyudstedte kort, således kunderne har mulighed for at købe produkter via kortet i tilfælde af, der ikke er personale ved skranken.³⁴

Appén og NFC-chips vurderes ikke at have afgørende betydning for valg af fitnesscenter, men det er med til at tillægge værdi i den samlede vurdering, når valget skal foretages.

Ulemper ved PEST-analysen:

PEST-analysen kritiseres primært for at være baseret på oplysninger om fortiden. Dilemmaet er, at det er vanskeligt at se muligheder og trusler, som ikke tidligere er har indfundet sig, og som der historisk set allerede har vist påvirkningen på fitnessmarkedet. Modellen tager heller ikke højde for hvordan virksomheden skal agere på de muligheder/trusler der foreligger. Analysen bruges alene til at vurdere hvilke forhold der skal tages højde for.³⁵

³² <http://www.fitnessworld.dk/smartphone-apps>

³³ <http://www.bureaubiz.dk/Nyheder/Artikler/2012/Uge-49/Her-er-aarets-23-bedste-apps>

³⁴ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/75219/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtmaXRuZXNzO0ZpdG5lc3M>,

³⁵ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/pest-analyse.html>

Konklusion på PEST-analysen:

Omverdensfaktorer	Underfaktorer	Påvirkning	Samlet betydning
Politiske & Lovgivningsmæssige Forhold	Støtte til foreninger	-	*
	Firmaaftaler	+	**
	Øget uddannelse til Instruktører	-	*
Samfundsøkonomiske & demografiske forhold	Genudlejning i en Højkonjunktur	-	***
	Konjunkturfølsomhed på Medlemstantal	+	***
	Ombygningsmuligheder	-	***
Sociale & kulturelle forhold	Trends på sundhed/livsstil	+	***
	Travl hverdag & ønsker om fleksibilitet	+	**
Teknologiske & miljømæssige forhold	Udvikling af app	+	*
	NFC-chips	+	*

Heraf kan det udledes, at de vigtigste forhold er truslen på genudlejning og ombygningsmuligheder, men de væsentligste muligheder/styrker er den lave konjunkturfølsomhed på medlemsantallet samt nuværende og fremtidige trends.

4.1.2. - Porters Five Forces

Modellen benyttes til at analysere branchen og konkurrencesituationen. Branchen er i denne opgave begrænset til danske kommercielle fitnesscentre. Branchens attraktivitet sammensat med udefrakommende muligheder/trusler som blev analyseret i PEST-analysen er betydningsfuld i forhold til fremtidens indtjening og dermed den endelige konklusion på værdiansættelsen. De fem hovedområder i Porters Five Forces vil blive gennemgået enkeltvis nedenfor.³⁶

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Der er en række forskellige leverandører til de kommercielle danske fitnesscentre, herunder:

- *Leverandører af fitnessudstyr/maskiner:* Der er mange forskellige typer og mærker indenfor fitnessudstyr, så branchen står stærkt overfor deres leverandører. Dog er de respektive

³⁶ Exploring Strategy s. 55.

danske fitnesscentre bygget op med en række konceptmæssige restriktioner på udstyr, da det er en politik at udstyret gerne skal være af samme udbyder, så der ikke er forskel på kvaliteten af udstyr i de forskellige centre. Det er samtidig med til at give den nuværende leverandør forhandlingsstyrke, da de kan udnytte, at det ville koste den enkelte kæde dyrt at skifte udstyret ud løbende i de forskellige centre, hvis de skifter leverandør. Med baggrund i disse 2 scenarier kan forhandlingsstyrken for branchen betegnes som mellem. Kæderne kunne med fordel lave en konkurrentanalyse/brancheanalyse på produktion af fitnessudstyr og på den måde lave baglæns integration og samtidig tjene avancen på udstyret. Det er dog også en vurdering af den samlede kapitalmæssige beredskab, og vurderer formentligt, at de ikke både kan vækste på antallet af centre + opkøb/opstart som leverandør.

- *Leverandører af kosttilskud:* Centrene forhandler typisk produkter i deres centre og benytter hovedsageligt Nutramino som leverandør. Der er en langt række producenter af kosttilskud m.m., hvorfor forhandlingsstyrken overfor Nutramino er meget stærk. Nutramino er ligeledes et dansk mærke, som primært afsætter deres produkter på det danske marked og særligt Fitness DK og FW fylder derfor meget i deres samlede omsætning. Det kan dog være forhandlingsstyrken bliver reduceret, i det Nutramino er solgt til et irsk medicinalfirma, som har ambitioner om at komme ind på flere markeder i verden, og samtidig har kapitalen til at satse stort.³⁷ Derved vil centrene få en faldende forhandlingsstyrke, og med det for øje må forhandlingsstyrken vurderes som mellem. Det antages dog, at langt de fleste medlemmer køber deres produkter/kosttilskud på nettet pga. det lavere prisniveau, og derfor fylder produktsalget en meget lille del i selve centrenes omsætning i forhold til medlemsabonnementerne, hvorfor en faldende forhandlingsstyrke ikke vil berøre branchens overskudsgrad markant. Nutramino laver også forlæns integration, idet de også sælger direkte til forbrugeren.

- *Medarbejdere:* Det er nemt at tiltrække medarbejdere, primært fordi fitness er så populært og udbredt. Det er en livsstil for mange, og samtidig får de ansatte kurser/uddannelse, som de også har en personlig interesse i. Derfor er det nemt at tiltrække engagerede medarbejdere. I dag er der en vis status i at vide noget om anatomi, kost og træning, da det præger vores

³⁷ <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2188875/dansk-firma-bag-sportsdrik-solgt-til-udlandet/>

livsstil i så høj en grad. Samtidig er det et job, som både uddannede og ufaglærte kan ansøge. Derfor er forhandlingsstyrken meget stærk i branchen.

- *Udlejningsejendomme*: I dag vurderes branchen at have en mellem forhandlingsstyrke på markedet, da der er stor tomgang på erhvervslejemål i Danmark.³⁸ Men i storbyerne er forhandlingsstyrken lav, da der er stor konkurrence om de rette lokationer kæderne imellem. Dette er illustreret ved Fresh Fitness, som har ventet 3 år på at finde de rette lokaler i Århus.³⁹ Som tidligere analyseret, så kan dette forhold blive yderligere problematisk i en højkonjunktur, idet udbuddet af ejendomme vil falde. Centrene har samtidig også den problemstilling, at den geografiske placering får større og større betydning pga. det store antal centre, da der bliver kortere afstand til den nærmeste konkurrent. I forhold til strategien om at vinde nye markedsområdet og øge antallet af centrene, så er det helt centralt at beliggenheden af de nye centre er korrekt for at øge antallet af medlemmer, da dette er en væsentlig konkurrenceparametre i forhold til valg af fitnesscenter for søgende medlemmer. Jf. fremlagte spørgeundersøgelse⁴⁰ har de adspurgte haft følgende præferencer for valg af fitnesscenter i prioriteret rækkefølge:

1. Beliggenhed
2. Pris
3. Udstyr/faciliteter
4. Åbningstider
5. Udbud af aktiviteter/hold

Dette forhold er med til at understrege, at branchen er tvunget til at have deres centre geografisk rigtigt placeret i deres ambitioner om at fastholde og skaffe nye medlemmer.

³⁸ <http://estatemedia.dk/news/singleview/article/138-procent-tomgang-paa-kontormarkedet-i-aarhus-men-bedre-tider-er-paa-vej.html>

³⁹ <http://jyllands-posten.dk/aarhus/kultur/ECE6451676/ny-kaede-vil-kapre-fitness-kunder/>

⁴⁰ Bilag 1

Som det ser ud i dag, så er leverandørernes forhandlingsstyrke samlet set lav/mellem, hvilket er med til at gøre branchesituationen attraktiv. Den største trussel er dog faldende forhandlingsstyrke overfor udlejerne, hvilket også er en af de vigtigste leverandører i branchen, idet fundamentet til bibeholdelse samt nye medlemmer er gode beliggenheder som tidligere analyseret.

Kundernes forhandlingsstyrke

- *Afhængighed af enkeltkunder:* Branchen er ikke afhængig af enkelte store kunder, men har flere hundredetusinde enkelt kunder, som betaler ca. det samme abonnement. På den måde er der ikke enkelte kunder som kan presse prisen på abonnementet, og forhandlingsstyrken overfor kunderne er dermed stærk på dette område.

- *Høje omkostninger ved udmeldelse:* I FW er det muligt at sige medlemsskabet op pr. løbende måned + 30 dage.⁴¹ De samme vilkår gør sig gældende for Fitness.dk.⁴² Så på den måde vurderes der ikke at være anderledes vilkår for kunderne hos de enkelte kæder. Dermed vurderes forhandlingsstyrken overfor kunderne som lav, da det er nemt for kunderne at skifte center. Set i forhold til opsigelse af medarbejdere (anslås til en måned) og evt. centre (anslås fra 6-12 måneder) ved stort medlemsfald, så er opsigelsesfristen for medlemmerne relativt kort i branchen, og dermed en risiko for de centre, som har et lille markedsområde.

- *Baglæns vertikal integration:* FW står også stærkt på dette område overfor køberne, da de færreste medlemmer har råd og plads til et hjemmefitness. Her er der heller ikke mulighed for at deltage på holdtræning m.m.

Det vurderes på baggrund af ovenstående, at truslen vedr. kundernes forhandlingsstyrke er lav til mellem pga. det store antal enkeltmedlemmer og de vilkår andre centre kan tilbyde. Den lave omkostning ved at skifte fitnesscenter i branchen gør, at det er nemt for kunderne at stoppe medlemsskabet, hvilket gør, at der kan ske større kundeflytninger mellem kæderne, hvilket trækker kundernes forhandlingsstyrke op.

⁴¹ <http://www.fitnessworld.dk/medlemsbetingelser>

⁴²

<http://www.fitnessdk.dk/Medialibrary/PDF/Betingelser/01.01.2014 Terms and Conditions.pdf>

Truslen fra nye indtrængere

Adgangsbarrierer for nye indtrængere i branchen kan udgøre følgende:

- *Økonomiske barrierer*: Det kræver fitnessmaskiner, attraktive lokationer, medarbejdere m.m. at starte et nyt fitnesscenter op – og derfor er der naturligvis krav til startkapital. Der er ikke samme lave barrierer som i konsulentbranchen, men der er heller ikke tale om kapitalstørrelser, som skal bruges til store produktionsvirksomheder. Skal det vurderes i forhold til de største aktører i branchen, så er det nødvendigt at have kapital til at kunne opføre en række centre, da et center ikke ville kunne bidrage nok til en samlet bundlinie pga. store administrative omkostninger/faste omkostninger. Derfor anslås denne barriere at udgøre en mellem/høj sværhedsgrad.

- *Erfaring/eksisterende medlemmer*: Differentieringen er oftest meget lav i de kommercielle fitnesscentre, da det er muligt for medlemmerne at lave stort set de samme aktiviteter i de større centre, herunder FW, Fitness DK og Fresh Fitness, og det stiller øgede krav til andre parametre, når der startes et nyt center op for at tiltrække nye kunder. Derfor er det vanskeligt at starte op, hvis ikke der er et eksisterende kundegrundlag og der er ikke er nogen klar differentieringsstrategi. Derfor ses det ofte at kæderne kører med kampagnetilbud ved indmeldelse og dermed fokuserer på pris fremfor differentiering. Med baggrund i dette vurderes indgangsbarriererne at være høje på dette område.

Leverandører: Der er ikke høje adgangsbarrierer til indkøb af fitnessudstyr m.m., da der er flere producenter. P.t. er markedet for udlejningsejendomme også vanskeligt i de attraktive området og det kan naturligvis være en udfordring at finde et lokale med de rette faciliteter og den rette beliggenhed.

Truslen fra nye indtrængere som endnu ikke er etableret på markedet må ses som lav med vægt på den manglende differentiering indenfor kommercielle fitnesscentre samt krav til stort kapitalråderum, hvis der ønskes at være en stor spiller på markedet – særligt hvis der ikke fra starten er indtægter fra en eksisterende kundekreds.

Truslen fra substituerende produkter

- *CrossFit*: CrossFit er en oplagt substituerende aktivitet i forhold til de danske fitnesscentre. CrossFit går i sit lange træk ud på træning i team, hvor der ikke benyttes maskiner, men i stedet tunge bolde, traktordæk, kettle belts, sjippetov m.m. Det er mere "rå" træning, som

tidligere er blevet benyttet i højere grad før fitnesscentre blev udbredt. CrossFit er under vækst i Danmark, og er populært fordi det går imod fitnesscentrenes "mainstream". Samtidig vurderes det af flere, at der er en højere grad af teamspirit og socialt sammenhold. De større fitnesscentre, herunder FW og Fitness DK er bevidst om denne substitut, og som modsvar på dette har de valgt at oprette egne CrossFit-hold.⁴³ Fitnesscentre er dog blevet kritiseret for ikke at have den samme standard som i de isolerede CrossFit-centre, men har samtidig den fordel, at tilbyde en lang række andre aktiviteter udover CrossFit. På den måde har Fitnesscentre taget højde for denne substitut, og truslen må derfor vurderes som lille.

- *Almindelig konditionstræning*: Per Lyngbak Nielsen, direktør i FW, har tidligere udtalt at han ser solen som den største konkurrent til FW. En løbetur, hjemmegymnastik m.m. er ofte billigere løsninger og hvis der kommer en ændring i sundhedskulturen og vores adfærd som peger i retning af, at det er meget sundere at motionere i den friske luft fremfor et indelukket center, så vil det være en substitut som vil ramme den danske fitnessbranche hårdt.

Fitnesscentre har dog det danske klima, herunder den korte sommer, på sin side – og set med baggrund i den tidligere omtalte udvikling af medlemmer i danske fitnesscentre, så er der ikke noget som umiddelbart tyder på, at denne trussel er betydelig i dagens Danmark.

Derfor må det konkluderes, at truslen fra substituerende produkter lav. Fitnesscentre har vist, at de har et modsvar til de substitutter der har været hidtil og kan dermed eliminere hovedparten af truslerne.

Konkurrenceintensitet

- *Koncentration*: Konkurrenceformen for de danske kommercielle fitnesscentre må betegnes som delvist monopol. FW er klar markedsleder og har 118 centre. Fitness DK har ca. 40 centre og Fresh Fitness har p.t. 18 centre. Samlet set udgør disse 3 kæder ca. 70% af de samlede branche indenfor kommercielle fitnesscentre i Danmark på antal medlemmer.⁴⁴ Dette faktum – samtidig med at der er relativ høj forhandlingsstyrke overfor kunder og leverandører – gør at markedslederen står i en stærk position i forhold til forhandling af priser, services m.m. Markedslederen kan dog ikke justere prisen markant op, da kunderne kan skifte center med

⁴³ <http://www.b.dk/nationalt/crossfit-er-det-nye-hit>

⁴⁴ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79451/artikel.html>

kort opsigelsesfrist. Men markedslederen har stadig fordel af, at have de bedste og fleste beliggenheder som vægtede højest i spørgeundersøgelsen. Og at der er flere aktører indenfor samme markedsområder, som kæmper om de samme kunder, er med til at øge rivaliseringen, som må vurderes at være i den høje ende.

- *Exitbarrierer*: Hvis et center lukkes ned, så er det primært opsigelse af lejemålet, omk. tabt ved indretning af lejede lokaler samt salg af maskiner der er de største omkostninger. Derved er der stor forskel på, om lokalerne efterfølgende fortsat skal fungere som fitnesscenter, eller der skal være et andet erhverv. Det er også forskelligt hvor mange penge kæderne har brugt på indretning af lejede lokaler, da det afhænger af hvad lokalerne tidligere har været benyttet til – men er der vægge der skal rives ned, laves omklædningsrum, laves ventilation m.m., så er det en dyr investering. Og hvis denne investering går tabt ved en opsigelse af lejemålet, så bliver exitbarriererne meget høje (omkostningstunge). Maskinerne bør kunne bruges i et andet center i kæden eller sælges til en konkurrent, hvis der ikke er sket meget slidtage, hvorfor exitbarriererne vurderes at være lave på det flytbare inventar. I tilfælde af høje exitbarrierer, som må antages at være tilfældet i de fleste tilfælde, er med til at øge rivaliseringen til den høje ende, da de omfattede centre i højere grad kæmper for at gøre forretningen rentabelt, da det er meget omkostningsfuldt at lukke.

- *Markedsvækst*: Det er vækst i branchen som tidligere omtalt. Derved er der tale om en branche med et stort perspektiv. Hvis den danske fitnessbranche skulle placeres i en produktlivscyklus, så vil branchen vurderes at være i "shake-out" fasen med baggrund i, at flere aktører på markedet ønsker at vækste, og derfor bliver den finansielle styrke i fremtiden endnu vigtigere for at kunne dominere markedet og øge markedsandele. Der er samtidig mindre fitnesscentre der må bukke under for det lave prisniveau på markedet, hvilket også viser en fremtræden konkurrence. Selvom der stadig er markedsvækst og mange nye potentielle medlemmer, så er der alligevel en øget rivalisering pga. det store antal medlemmer der er i den danske fitnessbranche, og derfor en naturlig jagt på at stjæle kunder fra konkurrenterne.

- *Differentiering*: Som tidligere beskrevet er differentieringen lav i de danske kommercielle fitnesscentre, hvorfor det er med til at give høj rivalisering på særligt beliggenhed og pris jf. spørgeskemaundersøgelsen.

Grundlæggende er der en meget høj rivalisering/konkurrenceintensitet i den kommercielle fitnessbranche, hvilket gør branchen mindre attraktiv. FW har dog den fordel af at være markedsledere, og det giver koncernen en række fordel i forhold til konkurrenterne i branchen, herunder at tiltrække nye medlemmer alene pga. størrelsen og antal af centre.

Ulemper ved Porters Five Forces modellen

Det primære kritikpunkt på ovenstående analysemodel er primært at modellen er statisk, og ikke tager højde for at branchen kan udvikle sig, men mere baserer branchens attraktivitet på baggrund af analyse i fortiden. Samtidig vægtes alle 5 forces lige højt, men basalt set afhænger dette i høj grad af hvilken branche der analyseres.

Konklusion på Porters Five Forces

I nedenstående tabel opsummeres attraktiviteten i den kommercielle danske fitnessbranche.

Konkurrencekraft	Underfaktorer	Attraktivitet	Samlet vurdering
Leverandørernes forhandlingsstyrke	Maskiner	+	Lav/mellem
	Kosttilskud	+	
	Medarbejdere	+	
	Lokaler	+ / -	
Kundernes forhandlingsstyrke	Afhængighed kunder	+	Lav/mellem
	Udmeldelse	-	
	Baglæns vertikal Integration	+	
Truslen fra nye indtrængere	Økonomi/kapital	+	Lav
	Erfaring/eksisterende		
	Kundegrundlag	+	
	Leverandører	+ / -	
Truslen fra substituerende produkter	CrossFit	+	Lav
	Udendørs		
	Konditionstræning	+ / -	
Konkurrenceintensitet	Koncentration	+ / -	Høj
	Exitbarrierer	-	
	Markedsvækst	+ / -	
	Differentiering	-	

Af ovenstående kan det konkluderes, at branchen stadig er attraktiv for FW på 4 ud af de 5 forces. Konkurrenceintensitet, hvor branchen er mindre attraktiv, har FW den fordel at være markedsledere og står med det bedste fundament til skabe rammerne i branchen. FW har tidligere vist at de er aktive på markedet vedr. opkøb af konkurrenter, hvilket også er en klar

strategi på at reducere konkurrenceintensiteten. Som markedsledere har FW også den fordel at de kan presse mindre aktører i samme markedsområder ved f.eks. at reducere priserne.

4.2 – Intern analyse

I den interne analyse er målsætningen at finde FW's stærke og svage sider. Ligeledes er det målet at finde virksomhedens ressourcer og kompetencer, samt vurdere om disse giver virksomheden en konkurrencemæssig fordel, og om denne fordel forventes at gældende i fremtiden. Værdiskabelsen sker primært på disse niveauer fremfor på selve produktniveauet, særligt når der er tale om en branche med så lav grad af differentiering som tidligere analyseret.

4.2.1. – Værdikædeanalyse

Porters Value Chain (Porter, 1980) er en model som bruges til at analysere de generiske aktiviteter, hvor virksomheden skaber værdi og en konkurrencemæssig fordel. Der er en lang række aktiviteter FW, men for at vurdere om FW i fremtiden kan generere overskud og dermed værdi, så er det nødvendigt at kende virksomhedens ressourcer og kompetencer, som danner en konkurrencemæssig fordel. Modellen er bygget op omkring en række primære aktiviteter, herunder indgående logistik, produktion, udgående logistik, marketing og salg samt service. De primære aktiviteter understøttes af en række støtteaktiviteter (ressourcer), herunder infrastruktur, ledelse, teknologisk udvikling og indkøb.⁴⁵ Vedr. FW er der tale om en virksomhed der tilbyder serviceydelser, hvorfor alle aktiviteterne ikke har relevans for virksomheden, og derfor vil læseren opleve at der er ændret lidt på den traditionelle værdikæde, således den er tilpasset strukturen i FW. Foruden en analyse af værdiskabende aktiviteter vil også blive beskrevet i hvor høj grad disse ses som en konkurrencemæssig fordel. Vurderingen heraf er baseret på Barney's VRIO framework.⁴⁶ Jf. Barney skaber en aktivitet en vedvarende konkurrencemæssig fordel såfremt den er værdifuld, sjælden, dyr at efterligne og såfremt organisationen er i stand til at udnytte aktiviteten.

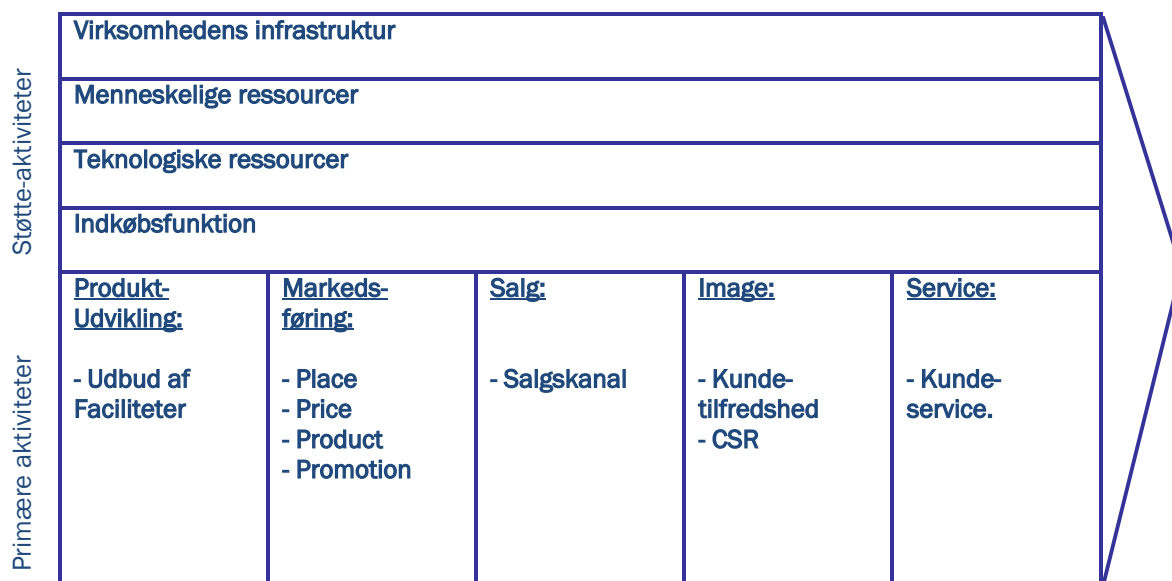
Nedenfor vil de enkelte relevante aktiviteter blive gennemgået, hvor FW alene vil blive omtalt som en samlet SBU, da virksomheden på dette plan kun står af en forretningsenhed. Analysen

⁴⁵ En praktisk tilgang, side 94.

⁴⁶ Exploring Strategy s. 89

vil blive for omfattende, hvis hver eneste afdeling af Fitness World udgjorde en forretningsenhed, som der godt kunne argumenteres for, idet konkurrencesituationen på lokalkæderne er forskellige. Det tages der også højde for internt hos FW i praksis, da ledelsen har lukket centre ned der ikke har vist sig at være rentable.⁴⁷

Værdikæden for FW ser således ud:



Kilde: Egen tilvirkning.

Primære aktiviteter:

- *Produktudvikling:* Produktion udgør selve produktpaletten i form af de ydelser der stilles til rådighed for medlemmerne. Som beskrevet tidligere i opgaven har FW en bred produktpalette at tilbyde kunderne, hvilket også er den del af den samlede konkurrencestrategi i forhold til afdækning af trusler fra substituerende produkter. FW har ikke en konkurrencemæssig fordel på udbud af produkter og faciliteter, da Fitness DK og i høj grad også Fresh Fitness tilbyder en lignende bred produktpalette. Udover dette har Fitness DK også ekstra ydelser i mange af deres centre i form af sauna, spabad m.m.⁴⁸ Disse tre aktører har dog en samlet konkurrencemæssig fordel til langt de fleste centre, som har et

⁴⁷

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79451/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M>,

⁴⁸ <http://www.fitnessdk.dk/medlemskab/medlemskabstyper/pages/medlemskabstyper.aspx>

langt lavere udbud af produkter og faciliteter. FW har bl.a. udviklet træning i opvarmede sale, som skulle være sundt for kroppen.⁴⁹ Men grundlæggende ønsker medlemmerne de samme traditionelle ydelser, som har klart den største målgruppe. Og selvom der forsøges at udvikles nye træningsformer m.m., så er det stadig det gammeldags koncept der trækker de fleste medlemmer. FW har derfor ingen væsentlige konkurrencemæssige fordele på produktudviklingen i forhold til deres konkurrenter.

- *Markedsføring*: Dette er det brede spektrum hos FW, og bl.a. her værdien skabes som udbyder af serviceydelser, og det er også i denne aktivitet vi berører parametrene i modellen om de 4 P'er, som var den alternative løsningsmodel i FW's interne analyse. Det er også med baggrund i denne analyse, at spørgeskemaet er udfærdiget. For det er nødvendigt at kende kundens prioriteter før vi som analytiker kan vurdere hvilke faktorer der skaber en konkurrencemæssig fordel hos kunderne og dermed værdien af virksomheden. De gældende faktorer kommenteres nedenfor i prioriteret rækkefølge med den vigtigste parameter først.

Beliggenhed (place):

Beliggenhed er jf. spørgeundersøgelsen den vigtigste parameter for kunderne, når der skal vælges fitnesscenter. Lokaler er en vigtig fysisk ressource, som er nødvendig for driften. Samtidig kan det også være en særlig ressource, hvis der er tale om en populær lokation, hvor det ikke er muligt for andre centre at etablere sig pga. lokalplanen eller andet byggeri f.eks. Selve kompetencen består i at have de rigtige ansatte, som har kendskab til markedet for udlejningsejendomme, og som kan agere i det marked med hurtig betænkningstid, så attraktive lokationer ikke tilfalder konkurrenterne. I denne fase er udvikles der også rutiner og organisatoriske evner ved hurtigt at kunne gennemgå en udlejningskontrakt og tage forbehold for de risici som udgøres heri. Samtidig kræver det også økonomiske ressourcer at have kapital til opstart af nye centre. Hvordan den samlede beslutningsstrategi på området er udarbejdet er der ikke kendskab til, så det er ikke muligt at kommentere på støtteaktiviteten "virksomhedens infrastruktur" vedr. beslutningsprocessen på dette område (dynamiske kapabiliteter).

⁴⁹ <http://www.fitnessworld.dk/muligheder-i-fitness-world/heat-wave>

Antallet af centre i Danmark er vokset fra 334 stk. i 2006 til 528 stk. i 2013.⁵⁰ Der er tidligere blevet fremvist, at FW, Fitness DK og Fresh Fitness står for samlet 70% af medlemsantallet på det danske marked. Af disse 3 kæder har FW 118 centre, Fitness DK har p.t. ca. 40 centre, men har ambitioner om at komme op på 60 centre indenfor 3 år⁵¹, og Fresh Fitness har ca. 18 centre i dag.⁵² Udviklingen skal ses i lyset af, at kæden kun udgjorde 9 centre ultimo 2012. Kæden har også en kapitalstærk ejer, som er interesseret i at erobre markedsandele – og målsætningen er at komme op på 50 centre inden udgangen af 2015.⁵³ Derved er der ingen af FW's to konkurrenter der har tænkt sig at stille sig tilfredse med de nuværende markedsandele. Og vækstambitionerne viser også, at nye centre er en vigtig strategi i jagten på yderligere markedsandele, idet det rammer kundernes primære præference. Et godt eksempel på den nuværende konkurrence er bl.a., at både Fresh Fitness og FW starter et nyt center i Viborg, som i forvejen har 2 fitnesscentre.

FW har fokuseret primært på at etablere sig i de større byer og i takt med at FW er blevet godt repræsenteret i de større byer, er der blevet satset på at komme mere ud til yderområderne i DK, da vækstpotentialitet vurderes at være højere og konkurrencen mindre. Samtidig må det antages, at det er nemmere at finde billige lokaler i yderområderne.

Som ovenfor beskrevet har FW en stor konkurrencemæssig fordel ved at have så stort et udbud af centre i forhold til konkurrenterne. Men i takt med at konkurrenterne også vokser, så mindskes fordelene. Der skal ikke herske nogen tvivl om, at FW har været dygtige til at finde de rigtige lejemål til en billig husleje, da de har vækstet under finanskrisen, hvor rigtig mange udlejere har haft tomgang eller risiko for tomgang. I øjeblikket er det en kernekompetence og en konkurrencemæssig fordel, men den vurderes ikke som vedvarende, idet spredningen kan kopieres for konkurrenterne, hvis kapitalen ellers er til rådighed og konkurrenterne har

50

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79459/artikel.html?hl=Rml0bmVzcztGaXRuZXNzLmRrO2ZpdG5lc3M7ZGs7Zml0bmVzcyBkaw,,>

51 <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/77865/artikel.html>

52 <http://www.freshfitness.dk/centre>

53

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/36392/artikel.html?hl=Rml0bmVzcztGcmVzaCBGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M7RnJlc2g>

kompetent personale til at spotte nye markedsområder og samtidig har godt kendskab til markedet for udlejningen af erhvervsejendomme i lokalområdet. Det faktum, at FW har været gode til at finde de rette lokationer, bekræftes også i denne artikel fra børsen.⁵⁴ Det er også en bevidst strategi fra FW som kommenteret tidligere i opgaven, at de har været gode til at manøvre i boligmarkedet. Det kan være en stor udfordring at finde de rigtige lokationer. Bl.a. er Fresh Fitness først lige blevet etableret med et center i Århus, selvom de har kigget efter lokaler i 3 år.⁵⁵

FW har benyttet en ressourcebaseret strategi⁵⁶, som har gjort sig gældende i den store spredning og antal af centre, som er en kompetence konkurrenterne hidtil har haltet efter på. FW har kørt en klar vækststrategi siden 2007. Jf. H.I. Anshoffs Vækstmatrice (1985)⁵⁷ med en klar fokus på markedspenetrering, som er øget vækst på nuværende produkter i nuværende markedsområde (DK), som har resulteret i en øget markedsandel. FW har nu åbnet op for at de ønsker at udvide til udlandet, og derved ændres strategien også til markedsudvikling, hvor produktet er det samme men et nyt marked. Det overordnede værktøj til denne vækst i både ind- og udland er horisontal integration ved opkøb af konkurrenter. Hvis FW etablerer sig i udlandet, så bliver det spændende at se hvordan de håndterer den anderledes ledelses- og virksomhedskultur der er i Tyskland.

Medlemmer kontra antal centre:

Selvom FW har været dygtige til at vækste og starte en lang række nye centre, så kan de risikere at blive "kvalt i deres egen succes". En væsentlig faktor når der tales image og gode kundeoplevelser er selve træningsoplevelsen. Et overbefolket center er en dårlig kundeoplevelse. Ventetid på holdene og ved maskiner vil resultere i at kunderne skifter

54

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79451/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M>,

55 <http://jyllands-posten.dk/aarhus/kultur/ECE6451676/ny-kaede-vil-kapre-fitness-kunder/>

56 En praktisk tilgang s. 108

57 En praktisk tilgang s. 112.

fitnesskæde. Derfor vil FW have rigtig store problemer hvis alle medlemmerne begynder at udnytte deres abonnement. Det anslås, at ca. 40% af befolkningen med fitnessabonnement ikke udnytter det og gennemsnitligt træner alle medlemmer ca. 3 gange om måneden. Men mange af kunderne får ikke abonnementet afmeldt, da der ligger en psykologisk tilfredshed gemt i at være medlem i et center.⁵⁸ Der er i alt ca. 750.000 medlemmer i DK, hvor af Fresh Fitness, FW og Fitness DK har 70% af markedet, svarende til ca. 525.000 medlemmer, fordelt på i alt ca. 175 centre. Heraf har FW de 118 centre. Ud af de 525.000 er 400.000 medlem i FW.⁵⁹ Det svarer til 3.390 medlemmer målt pr. center, mens Fitness DK og Fresh Fitness har gennemsnitligt 2.155 medlemmer pr. center. Centrenes størrelse er ikke indkalkuleret, men antages det at centrene er ca. lige store, så er det en stor svaghed for FW og særligt deres image/omtale. I fremtiden er det i høj grad også en trussel, og det bliver også omtalt i ledelsesberetningen at det er en problematik at udlejerne ikke kan få finansieret udvidelser af ejendommene.

Priser/produkter (price/product):

Pris er ifølge spørgeundersøgelsen den næstvigtigste parameter, når kunderne skal vælge fitnesscenter. Og prisen er i høj grad blevet benyttet som konkurrenceparameter i fitnessbranchen, siden FW gjorde deres indtog på markedet.

FW har netop benyttet sig af omkostningsleder/fokusstrategi i Porters generiske strategi⁶⁰ for at komme ind på markedet tilbage i 2005. I begyndelsen fokuserede FW på at gøre sit indtog i primært København og Århus deres fokusområder. FW udviklede et nyt koncept med knap så mange ekstra ydelser, men en mere skrabet forretningsmodel, hvor vægten var på træningen og ikke fordyrende faciliteter tilknyttet. For at erobre markedsandele startede de ud med at tilbyde medlemsskabet til 149 kr. og samtidig indførte de konceptet "ingen binding", som betød at det var nemt at melde sig ud af centeret igen. På den måde turde de nye potentielle

⁵⁸ <http://www.b.dk/nationalt/mange-fitnesskunder-kommer-aldrig-op-af-sofaen>

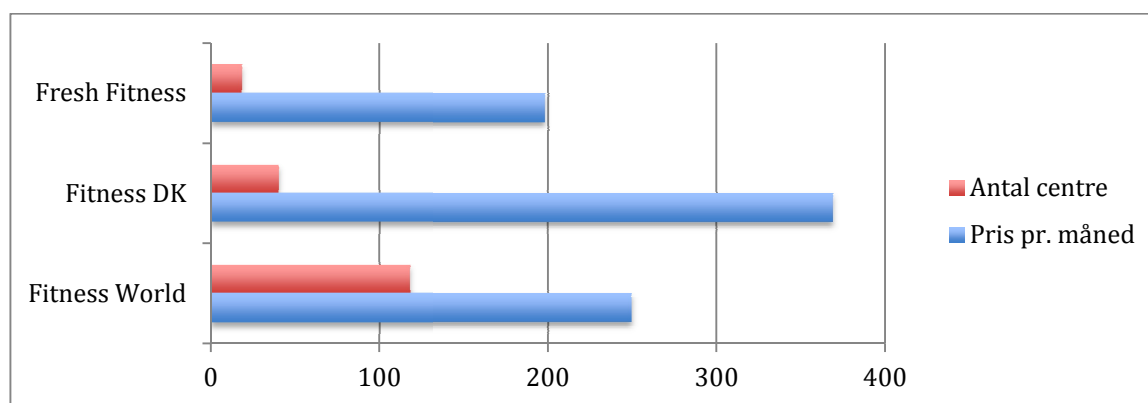
⁵⁹

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/79459/artikel.html?hl=Rml0bmVzcyBXb3JsZDtGaXRuZXNzO2ZpdG5lc3M>,

⁶⁰ En praktisk tilgang side 106.

medlemmer også starte op, som tidligere havde været nervøse for at miste interessen og dermed være "stavnsbundet" til fitnesscenteret i en længere periode på f.eks. 3 måneder. På dette tidspunkt kostede abonnementerne i de øvrige center ca. mellem 400-500 kr. pr. måned.⁶¹

Nedenfor er FW, Fitness DK og Fresh Fitness angivet i tabelform ud fra medlemspris pr. måned samt antal centre, hvilket illustrerer 2 vigtige parametre i den samlede konkurrenceevne.



Centrene udbyder forskellige pakketyper, men ovenstående er sammenlignelige ud fra følgende faktorer:

- Der kan trænes i hele åbningstiden
- Prisen omfatter ikke en gæst
- Prisen er inkl. både styrke og hold.
- Frit adgang til alle centre.
- Der afgrænses fra diverse kampagnetilbud. Der er tale om normalpriser.

Før vi kan sammenligne yderligere beskrives kort de enkelte små differentieringer kæderne har.

61

http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/102183/fitness_world_opruster_markant_i_danmark.html

- *FW*: Oprettelse kr. 299. Gratis bade faciliteter, men uden sauna og spa. Stort udbud af hold med fysisk instruktør. Åbningstider fra kl. 06.00 – kl. 22.00. Mulighed for tilkøb af personlig træning. Opsigelse løbende måned + 30 dage.

- *Fitness DK*: Oprettelse kr. 299. Gratis bade faciliteter inkl. sauna og spa. Stort udbud af hold med fysisk instruktør. Prisen indeholder træningsvejledning (med specielle vilkår herfor). Under 26 år er medlemsprisen 299 kr. pr. måned. Opsigelse løbende måned + 30 dage.

- *Fresh Fitness*: Oprettelse 299 kr. Muligt at træne alle 24 timer i døgnet. Stort udbud af hold med fysisk instruktør. Opsigelse løbende måned + 30 dage. Bade faciliteter indgår ikke i abonnementet.⁶²

Ud fra ovennævnte kan det konkluderes, at prisen og service ydelserne hænger godt sammen. Fresh Fitness kører en low-cost strategi, som FW også gjorde tilbage i tiden da de skulle erobre markedsandele. Til gengæld er udbuddet af faciliteter heller ikke så luksuriøst. Men der er ingen tvivl om, at Fresh Fitness tydeligt har studeret FW's vækststrategi i etableringsfasen og forsøger at kopiere denne. At prisen er en væsentlig konkurrencefaktor bekræftes også at FW i deres ledelsesberetning for 2013, hvor ledelsen angiver at især lavprissegmentet formodes at have fremgang i fremtiden.⁶³ Fitness DK har den højeste abonnementspris, men differentierer sig på wellness-området med sauna og spa. I en højkonjunktur er dette en god strategi idet kundernes levestandard er højere. Men under finanskrisen har dette kostet markedsandele til FW. Samtidig vurderes det også, at Fitness DK har haft dyrere lokationer end FW (ressourcer), hvilket også fremgår af den historiske økonomiske performance.⁶⁴

FW er dermed ikke som tidligere en lavpris fitnesskæde og har bevæget sig væk fra low-cost strategien, som tidligere har været en kompetence. I dagens marked er det Fresh Fitness der har denne kompetence – og i takt de starter flere centre op, jo større vil konkurrencen blive. FW har et rigtigt godt kapitalgrundlag (støttefunktion, infrastruktur) og nuværende

⁶² www.fitnessworld.dk
www.fitnessdk.dk
www.freshfitness.dk

⁶³ Ledelsesberetning, regnskab 2013

⁶⁴ http://borsen.dk/nyheder/generelt/artikel/1/102183/fitness_world_oprunder_markant_i_danmark.html

indtjeningskraft som betyder, at de straks kan agere på konkurrenternes tiltag (støttefunktion, medarbejdere). Fresh Fitness har på nuværende tidspunkt ikke en positiv indtjeningsevne pga. den store vækst og større investeringer med en lille kerneforretning (eksisterende centre). FW har derfor ikke en konkurrencemæssig fordel på prisen længere.

Reklame (Promotion):

Både FW, Fresh Fitness og Fitness DK markedsfører sig kraftigt på fjernsyn i øjeblikket. Derfor har FW ikke en konkurrencemæssig fordel på dette område, da de andre kæder også markedsfører sig med "intet tilmeldingsgebyr" samt lavere abonnementspriser for at tiltrække nye medlemmer. Mens FW tilbage i 2007 har markedsført sig med reklamerne indeholdende damer uden så meget tøj på, har Fresh Fitness for nyligt markedsført sig via "kendte personer".⁶⁵ Som tidligere beskrevet er der en stor potentiel målgruppe som ønsker at starte, men som ikke ved hvilket fitnesscenter de skal melde sig ind i. Derfor er det helt naturligt at alle de større kæder markedsfører sig kraftigt og ofte med de samme kampagnetilbud.

Det kan dermed konkluderes, at FW ikke har nogen betydningsmæssig konkurrencemæssig fordel i forhold til deres nærmeste konkurrenter, da de også kører samme markedsføringsstrategi.

- *Salg:* Vedr. salgskanaler er der basalt tale om hvordan kunderne bliver tilmeldt i FW. Det kan de gøre via deres hjemmeside eller de kan gå i et center for at blive tilmeldt. Det koster typisk et tilmeldingsgebyr på 300 kr., men i perioder kører FW også kampagner med gratis tilmelding.⁶⁶ Dette er ikke noget der skaber værdi i forhold til konkurrenterne, da de har samme løsninger. Det er naturligvis en branchestrategi, at det ikke skal være svært at blive kunder i de respektive kæder. Dertil er der også alle de gældende firmaaftaler, som også er en salgskanal. Fitness DK tilbyder det samme. Derved er det ikke på dette område at FW skaber værdi.

⁶⁵ <http://www.kunde.dk/cases/idiot.aspx>

⁶⁶ <http://www.fitnessworld.dk/priser>

- *Image/brand*: FW er en virksomhed der sælger serviceydelser, og derved er den service kunderne får også helt central for virksomhedens fremtidige indtjeningspotentiale. For har virksomheden først fået et dårligt ry pga. dårlig service, så er det vanskeligt at hæve virksomhedens image. Et godt eksempel på dette er Danske Bank, som på baggrund af dette har mistet rigtig mange kunder.⁶⁷

Overordnet image:

FW har en række udfordringer i forhold til deres nuværende image. Selskabet startede op med billige abonnementspriser og "ingen binding", men efterhånden som virksomheden er blevet mere veletableret er der blevet skruet op for abonnementsprisen og der er også ændret på "ingen binding" konceptet til at der nu kan opsiges medlemskab pr. løbende måned + 30 dage. Dette har været med til at forringe FW's image, som ikke længere en er konkurrencemæssig fordel som det tidligere har været, da de var de billigste aktører på markedet. Virksomheder generelt lider lidt på deres image, når priserne sættes op. Særligt når der er tale om en virksomhed, som ikke differentierer sig væsentligt fra konkurrenterne som er tilfældet hos FW.⁶⁸

Corporate Social Responsibility:

FW har også taget initiativer i forhold til CSR og viser samtidig, at ledelsen er klar over hvor vigtig et godt omdømme er i fitnessbranchen. Bl.a. har virksomheden samlet penge ind til Kræftens bekæmpelse⁶⁹, og samtidig stillet centre til rådighed til vaccinationer⁷⁰. Dette er med til at løfte virksomhedens image – men der er ikke tale om en kernekompetence, da konkurrenterne sagtens kan kopiere dette tiltag og Fitness DK gør det allerede.

⁶⁷ <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2175759/danske-bank-faar-vaerste-maaling-nogensinde-i-stort-tilfredshedstjek/>

⁶⁸

<http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/62789/artikel.html?hl=aW1hZ2UulkZpdG5lc3M7aW1hZ2U7Rml0bmVzcztmaXRuZXNz>

⁶⁹ <http://www.cancer.dk/Nyheder/nyhedsartikler/2013kv1/fitnessworld.htm>

⁷⁰ <http://www.hpvvaccination.dk/HPV/FitnessWorld.aspx>

- *Service:* Service er den service virksomheden yder for kunderne i centrene samt yderligere korrespondance på sociale medier og henvendelser på hjemmesiden. FW uddanner selv personale i service og håndtering af kunder, for at sikre at medarbejderne er tilstrækkeligt klædt på til dette.⁷¹ Alligevel er FW dårligt scoret på trustpilot.dk, som er den største hjemmeside i Danmark, hvor brugerne kan give de forskellige virksomheder karakterer – oftest i forbindelse med deres serviceniveau, men også andre faktorer som priser/rengøring m.m. Her scorer FW alene en karakter 2,9 ud af 10 mulige på 314 besvarelser mens Fresh Fitness scorer en karakter på 5,8 ud af 10 på 64 henvisninger og Fitness DK scorer hele 7,4 i snit på 233 henvisninger.⁷² Der skal naturligvis tages forbehold for validiteten af disse undersøgelser, da det er frivillige brugere af centrene som på egen opfordring giver en karakter. Og en samlet besvarelse på 500 brugere er ikke repræsentativt for i alt ca. 70% af markedet i Fitness-markedet i Danmark. Men i denne analyse af serviceniveauet og til dels virksomhedernes image, er trustpilot det bedste værktøj, da der ikke foreligger upartiske tilfredshedsundersøgelser som er tilgængelige.

Støtteaktiviteter

Støtteaktiviteterne er de ressourcer, som er med til at understøtte FW's stærke sider i de primære aktiviteter.

- *Virksomhedens infrastruktur:* Infrastrukturen udgør primært virksomhedens finansielle styrke, som er en nødvendig ressource for at etablere sig i fitnessbranchen, hvis målet er at være blandt markedslederne. Netop her har FW opbygget en stor konkurrencemæssig fordel, hvilket fremgår af følgende økonomiske tal⁷³:

⁷¹ <https://www.youtube.com/watch?v=MV-AfxH0ty0>

⁷² <http://www.trustpilot.dk/>

⁷³ www.biq.dk

Regnskabsår 2012 i tkr.	Resultat efter skat	Egenkapital	Balance
Fresh Fitness	-2.069	18.178	63.922
Fitness DK	16.515	101.208	298.591
Fitness World*	78.104	247.194	581.986
* regnskab pr. 30/9-12			

Kilde: BIQ erhvervsinformation

Ovenstående viser i alt tydelighed kapitalstyrken for de respektive kæder, hvor FW er markant stærkere indtjeningsmæssigt og har en langt højere egenkapital end konkurrenterne, hvilket giver dem de bedste ressourcer når der skal fokuseres på yderligere vækst og markedsandele. Men jf. tidligere angivet har både Fitness DK og Fresh Fitness vækstambitioner, men Fitness DK er til dels afhængig af den samlede drift i Parken Sport & Entertainment, som består af flere forskellige forretningsenheder. Fitness DK er derfor afhængige af hvordan selskabet placeres i ledelsens Boston-model⁷⁴, f.eks. kan selskabet blive udnyttet som Cash Cow til at benytte cash flow til "huller" i andre selskaber i koncernen (som præsterede et underskud i 2012 på koncernniveau), hvilket går ud over deres egen investeringsevne. Fresh Fitness har i 2012 fået en økonomisk indsprøjtning på 20 mio kr. fra Trykshedsgruppen, som indtil videre står bag selskabet som garant for lån og leasingaftaler. I vækstplanen er det samtidig kalkuleret, at selskabet ikke skal levere positiv bundlinie i 2013 og 2014, da der skal bruges ressourcer på at vækste. Dermed foreligger der en seriøs vækstplan, men spørgsmålet er om hovedaktionæren er klar med yderligere kapital, såfremt væksten går langsommere end forventet.⁷⁵ Med baggrund i FW's nuværende fordel på det økonomiske plan samt konkurrenternes afhængighed af evt. kapitaltilførsel fra hovedaktionærerne/moderselskaberne vurderes FW at have en markant konkurrencemæssig fordel.

- *Menneskelige ressourcer*: De menneskelige ressourcer vedrører de ansatte i centrene, administrationen og ledelsen. De ansatte i centrene har i høj grad indflydelse på FW's image, da de har en direkte indflydelse på kundernes oplevelse. FW uddanner sit personale både til

⁷⁴ En praktisk tilgang s. 98

⁷⁵ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/36392/artikel.html>

at instruere samt holde en høj kundetilfredshed. Dette er dog også fokuspunkter hos de øvrige kæder og jf. trustpilot, så performer FW dårligere end de nærmeste konkurrenter.

Ledelsen har været rigtig dygtig til at vækste og skabe resultater i FW. Det er synligt bevist når vi kigger på balancestørrelser, resultater og antal centre at de har været konkurrenterne overlegne gennem de seneste 7-9 år, også set med baggrund i vækststrategien vedr.

horizontal integration med opkøb af konkurrenter. Derfor må ledelsen også vurderes at være en kernekompetence for FW grundet den historiske performance og evnen til at finde gode lokationer, men kernekompetencen må forventes at være midlertidig, da det er muligt for konkurrenterne at finde dygtige ledere.

- Teknologiske ressourcer:

De teknologiske ressourcer som omtalt i PEST-analysen antages ikke at udgøre en betydende konkurrencemæssig fordel for FW. Der er ikke kendskab til FW's interne styring på det teknologiske område.

- *Indløb*: Indkøbsfunktionen består primært af indkøb af maskiner samt ejendomsadministrationen. Der er ikke kendskab til FW's evt. konkurrencefordel på indkøb af maskiner m.m. Der er ikke adgang til kostpriser på maskiner sammenlignet med de øvrige kæder. Men forhandlingsstyrken er større overfor leverandørerne pga. det store antal centre, så det må antages at FW udnytter dette, og derved benytter støttefunktionen indkøb til at skabe sig en konkurrencemæssig fordel igennem stordriftsfordele og mængderabatter. I indkøbsafdelingen opbygges også kompetencer i form af forhandlingsoptimering med leverandørerne.

Ejendomsfunktionen/administrationen har sammen med de økonomiske ressourcer været en kernekompetence for FW i jagten på markedsandele og bidrager højt til deres store vækst. De rigtige beliggenheder er afgørende for succesén i en fitnesskæde, og FW har udnyttet dette potentiale til fulde.

Konklusion på værdikæde-analysen og de interne forhold:

Ressourcer/kompetencer	Værdifuld	Sjælden	Vanskelig/dyr at efterligne	Konkurrencemæssig fordel
Primær aktivitet				
<i>Produktudvikling</i>	Ja	Nej	Nej	Ingen
<i>Markedsføring:</i>				
- Place	Ja	Ja	Ja	Midlertidig/vedvarende
- Price/Product	Ja	Nej	Nej	Ingen
- Promotion	Ja	Nej	Nej	Ingen
<i>Salg:</i>				
- Salgskanal	Ja	Nej	Nej	Ingen
<i>Image/Brand:</i>				
- Overordnet image	Ja	Ja	Ja	Midlertidig svaghed og fordel
- CSR	Ja	Nej	Nej	Ingen
<i>Service:</i>	Ja	Nej	Nej	Ingen - en svaghed
Støtteaktiviteter				
<i>Virksomhedens infrastruktur:</i>	Ja	Ja	Ja	Midlertidig/vedvarende
<i>Menneskelige ressourcer:</i>	Ja	Nej	Ja	Midlertidig
<i>Teknologiske ressourcer:</i>	Ja	Nej	Nej	Ingen
<i>Indkøb:</i>	Ja	Ja	Ja	Midlertidig/vedvarende

De særlige kompetencer/ressourcer som udgør en konkurrencemæssig fordel er FW's brede udvalg af centre i landet og store brand, som er med til at bringe dem øverst på listen når kunderne skal vælge fitnesscenter. Samtidig har FW en stor økonomisk kapacitet så mulighederne kan udnyttes/realiseres og samtidig økonomisk råderum til at udbedre svagheder og trusler. Ledelsen har vist siden 2005 at de er i stand til at levere resultater og

begå sig på markedet for ejendomme. Samtidig antages det, at FW har stordriftsfordele når det kommer til indkøb.

Af svage sider må fremhæves den negative omtale og serviceniveauet, som er blevet kritiseret. Samtidig er der en potentiel trussel for overfyldte centre, som vil forringe FW's image yderligere og resultere i tab af medlemmer.

Ulemper ved Værdikædeanalysen

En af ulemperne ved værdikædens oprindelige form er, at den er primært bygget op til produktionsvirksomheder med tung logistik – og egner sig derfor ikke så meget til servicevirksomheder, såfremt modellen ikke tilpasses. Samtidig – som også er problematikken i de øvrige modeller – er den igen et analyse-resultat af den nuværende værditilførsel, mens det i højere grad er relevant hvordan fremtidens værditilførsel udfolder sig.⁷⁶

4.3 – SWOT-analyse

SWOT står Strength (styrker), Weaknesses (svagheder), Opportunities (muligheder) og Threats (trusler). Styrkerne er virksomhedens stærke sider eller de ressourcer og kompetencer som virksomheden enten er i besiddelse af eller har adgang til. Svaghederne er i kontrast hertil fraværet af ressourcer og kompetencer, der gør det muligt at skabe værdi for en kunde. Muligheder er sammen med truslerne en del af det eksterne miljø som virksomheden ikke selv har indflydelse på. Mulighederne udgør virksomhedens chancer i omgivelserne, mens truslerne udgøres af de eksterne faktorer der kan true virksomhedens konkurrencemæssige fordele. Analysen binder den interne og eksterne analyse sammen ved at tage udgangspunkt i den udførte strategiske analyse, og opsummerer dermed de væsentligste resultater på baggrund heraf. Målet med SWOT analysen er at vurdere om FW har de nødvendige styrker til at udnytte mulighederne og afværge eller minimere truslerne, da disse forhold vil have indflydelse på den fremadrettede indtjeningsevne og dermed den endelige værdiansættelse.

⁷⁶ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/porters-v-rdik-de.html>

Styrker	Svagheder
Lav konjunkturfølsomhed i branchen	Stor konkurrence i branchen
Place (markedsledere)	Image
Image	Lavt serviceniveau
Infrastruktur/økonomisk kapacitet	Højt antal medlemmer pr. center
Personale, styrker indenfor ejendomme	
Stordriftsfordele	
Muligheder	Trusler
Firmaaftaler	Genudlejningsrisici
Yderligere fokus på sundhed/livsstil/idealer	Ombygningsmuligheder
Opkøb af konkurrenter	Flere konkurrenter
Prisstrategi	Trusler fra substitutter

Konklusion på SWOT-analysen

Fitnessbranchen er præget af en meget lav konjunkturfølsomhed, hvilket er dokumenteret ved det stigende medlemsantal gennem finanskrisen, hvor idrætsaktive voksne danskere er steget fra 56% i 2007 til 64% i 2011, som følge af øget fokus på sundhedstrends som en livsstil. FW har draget stor nytte af den stigende interesse på fitnessområde og gennem selskabets evne til at vækste ved opførsel af nye centre og opkøb af konkurrenter formået at blive markedsledere i en fase hvor væksten i branchen har været høj. FW står i dag i en stærk position når kunderne skal vælge fitnesscenter, pga. de mange og attraktive beliggenheder samt brand. At være markedsleder har en selvforstærkende effekt, da nye kunder ofte gerne vil træne der hvor deres venner eller familie træner. Den store spredning af centre har været et resultat af stærke ressourcer, herunder kapital til opkøb af konkurrenter/opstart af nye centre, samt en kernekompetence til at finde de rigtige beliggenheder til de rigtige priser, så FW er attraktiv for nuværende og potentielle kunder, og samtidig på et acceptabelt omkostningsniveau. FW har opbygget en kompetence i opkøb af centre og opstart af nye centre, som er vanskeligt for konkurrenterne at imitere. FW er i dag den største spiller på markedet og giver også selskabet stordriftsfordele hos leverandører.

Der er dog en meget høj konkurrenceintensitet i branchen, da både Fitness DK og Fresh Fitness offentligt har meddelt de ønsker at vækste i antal af medlemmer og centre. Pris er en betydelig faktor for valg af fitnesscenter i dag, og på det område er Fresh Fitness særligt konkurrencedygtige, da de øger markedsandele på en lavpris-strategi, som FW selv benyttede da de var nye på markedet. FW har samtidig fået kritik for løbende at hæve priserne og have

et dårligt serviceniveau i forhold til de øvrige konkurrenter. Samtidig har FW et markant højere antal medlemmer pr. center end de øvrige konkurrenter, hvilket også har betydet at FW har måtte udvide eksisterende centre for at sikre kunderne en god træningsoplevelse. Derfor er FW nødt til at udbygge, opstarte eller opkøbe centre for at fortsætte medlemsvæksten, da det alternativt vil føre til dårlige træningsoplevelser i overbefolkede centre og i sidste ende betyde medlemstab.

Der er flere muligheder for at øge omsætningen, herunder er et øget antal indgåelser af firmaaftaler med til at løfte medlemsantallet og erobre markedsandele. Der er stadig et stort potentielt marked for ikke-medlemmer pga. de nuværende sundhed- og livsstiltrends. Og disse trends ser ikke ud til at forsvinde eller få mindre betydning grundet den øgede fokus på livsstilssygdomme samt skønhedsidealene i dagens Danmark. FW har mulighed for at udnytte sin position som markedsledere og selskabets kapitalfordele til at opkøbe yderligere konkurrenter for at eliminere noget af konkurrenceintensiteten. FW har også mulighed for at starte op i nye markedsområder og starte ud med en lavprisstrategi, således selskabet udkonkurrerer konkurrenterne på lokalk markedet.

Genudlejningsrisici på ejendommene må udgøre en af de største trusler for FW. Det fremgår i årsregnskabet, at størstedelen af lejeforpligtelserne forfalder inden for 5 år. FW har masseret massivt i indretning af lejede lokaler, hvilket er omkostninger der kommer igen, såfremt der skal findes en anden lokation i området i tilfælde af eksisterende lokaler ikke kan genlejes. Samtidig vil der ved bedre konjunkturer være prisstigninger på lejemålene, og efterspørgslen efter lejemål vil øges, hvilket også gør det vanskeligere at finde nye lokationer. Udlejerne har svært ved at få finansiering til ombygning/renovering af lokalerne i de nuværende markedsforhold, og i tilfælde af højkonjunktur og finansieringstilsagn må det også antages, at det er begrænset hvor meget eksisterende lokationer kan udvides i tilfælde af voksende medlemsantal. CrossFit og alm. motionsløb er substitutter i vækst og vil også aftage noget af markedet for inaktive motionister.

Ulemper ved SWOT-analysen

Modellen bliver kritiseret for at være en forenkling af problemstillingerne og dermed utilstrækkelig som analysemetode. Virksomheder har ofte selv svært ved at anskue en SWOT på deres egen virksomhed pga. deres subjektive holdninger. Derfor bliver en SWOT-analyse

ikke bedre end de undersøgelser der ligger bag. Samtidig har SWOT-analysen ikke indarbejdet en prioritering over de givne forhold og den er heller ikke løsningsorienteret. Anvendelsen er alene bedst berettiget til at danne et overblik over øvrige analyse-resultater.⁷⁷

5 – Regnskabsanalyse

Den følgende regnskabsanalyse skal sammen med den strategiske analyse danne grundlaget for budgetteringen og værdiansættelsen af FW. Regnskabsanalysen, budgetteringen og værdiansættelsen sker med udgangspunkt i ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang” af Ole Sørensen. Indledningsvis foretages en reformulering egenkapitalen, balancen og resultatopgørelsen der er grundlaget for at kunne foretage en rentabilitetsanalyse. Rentabilitetsanalysen analyserer de finansielle værdidrivere, der sammen med de ikke-finansielle værdidrivere, identificeret ved den strategiske analyse, er nødvendig for at kunne estimere et fremtidigt budget.

Analyseperioden tager udgangspunkt i regnskabsårene 30.9.2011-2013 (3 hele regnskabsår samt et 3 måneders regnskab), hvilket vurderes tilstrækkeligt til at vurdere udviklingen i FW. At analysere tidligere regnskaber vil ikke have nogen relevans i denne case, idet FW har vækstet kontinuerligt siden opstarten. Samtidig er fitnessbranchen relativ ufølsom overfor konjunkturændringer, hvilket også taler for en kortere analyseperiode.

FW ændrer regnskabsafslutningsdato i 2012 fra 30.9 til kalenderår, hvorfor 2012-regnskabet alene indeholder 3 måneders regnskab (30.9-2012 – 31.12.2012). Derved kan mange af nøgletalsberegningerne for 2012 ikke benyttes i for dette regnskab, da der ikke et matching mellem 12 måneders drift og balancen, hvorfor analysen ikke vedrører dette regnskabsår. Dog er årsregnskabet 2012 stadig inkluderet i analyse-tabellerne for at skabe overensstemmelse mellem primo- og ultimoværdier.

5.1 - Reformulering

Formålet med regnskabsanalysen er at afdække de finansielle værdidrivere til prognoseformål. Værdiskabelsen leveres fra henholdsvis driftsaktiviteten og

⁷⁷ <http://betabox.dk/teorierogmodeller/swot-analyse.html>

finansieringsaktiviteten. Driftsaktiviteten er virksomhedens primære værdiskabende aktivitet, og denne genereres oftest gennem resultatopgørelsen, men der kan også fremkomme anden totalindkomst i driftsaktiviteten gennem balancen.

Finansieringsaktiviteten er afledt af driftsaktiviteten som en sekundær værdiskabende aktivitet. For at kunne analysere på baggrund af disse aktiviteter kræves det at regnskaberne reklassificeres (reformuleres).

5.1.1 – Reformulering af egenkapitalen

Den reformulerede egenkapital er opstillet i bilag 4.

Egenkapitalen reformuleres idet den indeholder totalindkomsten, herunder også transaktioner med ejerne. Dermed sikres den fulde værditilvækst og ikke alene den værdi der geninvesteres i virksomheden.

Egenkapitalen er opstillet uden minoritetsinteresser, da analysen alene skal fremgå på egenkapitalen for moderselskabets aktionærer. Egenkapitalen er adskilt i transaktioner til ejere samt totalindkomst, som sammen viser den samlede konsolidering.

I regnskabet pr. 30.9.2011 er der posteret en indtægt over egenkapital på regulering af opkøb/goodwill ved en praksisændring. Denne dirty surplus er også en del af totalindkomsten og skal derfor tilføjes hertil og medkalkuleres i den reformulerede resultatopgørelse, IAS 8.⁷⁸

5.1.2 – Reformulering af balancen:

Den reformulerede balance er opstillet i bilag 3.

Balancen reformuleres sammen med resultatopgørelsen for at spore kilderne til virksomhedens rentabilitet og vækst. Balancen inddeles i driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser.

Likvider er alle et finansielt aktiv – der er i denne case ikke lavet en allokering til driftslikviditet, som ofte udgør 1% af omsætningen.

⁷⁸ En praktisk tilgang s. 161

FW leaser størstedelen af deres maskiner som finansiel leasing, og derved er både aktiver aktiveret under driftsmidler og inventar, mens forpligtelsen af bogført under passiver som leasingforpligtelse/gæld. Leasingaktiver indregnes under driftsaktiver og leasingforpligtelser indregnes under finansielle forpligtelser.⁷⁹

Langfristet gæld med forfald < 1 år består både af driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. Derfor er denne post delt op i den reformulerede balance. Der er indlagt note i bilaget på denne beregning.

Minoritetsinteresser behandles som særskilt post og holdes dermed ude af reformuleringen.

5.1.3 – Reformulering af resultatopgørelsen

Den reformulerede resultatopgørelse er opstillet i bilag 2.

Den reformulerede resultatopgørelse har til formål at rapportere det overskud, som netto driftsaktiver og netto finansielle aktiver har skabt. Resultatet opgøres på totalindkomstbasis, hvilket vil sige at dirty surplus poster fra egenkapitalen medregnes.

Skatten i den officielle opgørelse allokeres til driftsoverskuddet, indtægter fra andet samt skattefordelen ved netto finansielle omkostninger. Skatteallokeringen medregner skatteskjoldet ved at kunne trække finansielle omkostninger fra i skatteregnskabet. Foruden at allokere dette skatteskjold under de finansielle aktiver, allokeres dette til driftsoverskuddet, da skatten på driftsoverskuddet ville være højere uden skatteskjoldet.

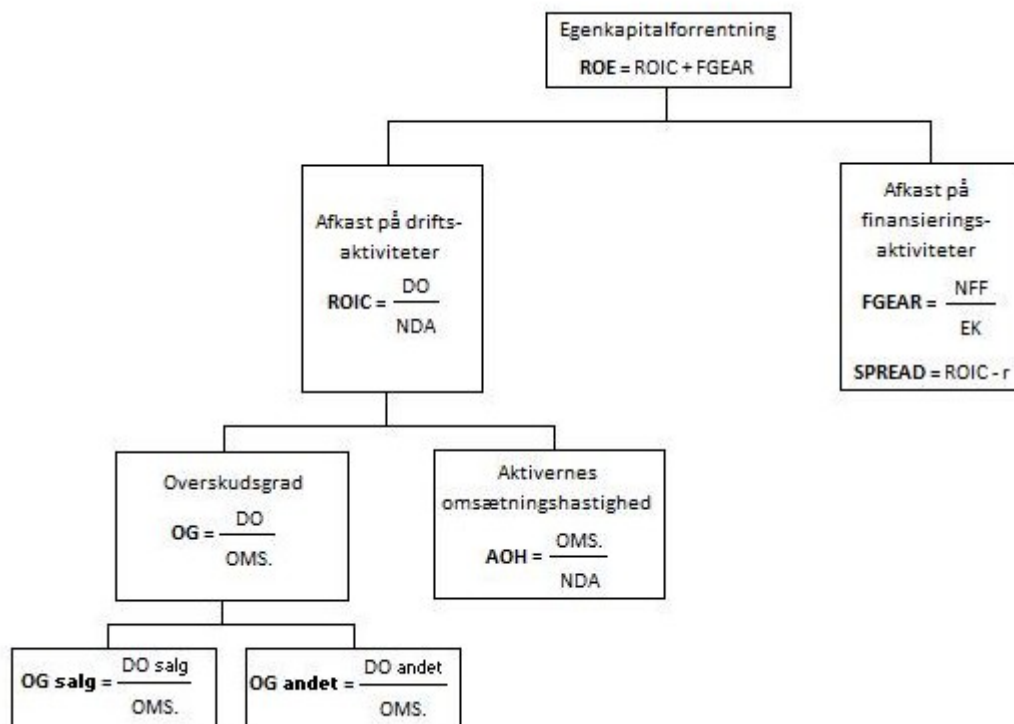
Da FW alene opererer i Danmark er selskabsskatteprocenten opgjort til 25%. Når selskabet bevæger sig ind på det tyske marked bliver det nødvendigt at udregne den effektive skatteprocent, såfremt den tyske skat afviger fra den danske skat.

⁷⁹ En praktisk tilgang s. 186

5.2 – Nøgletalsanalyse

Analysen af den historiske performance vil tage udgangspunkt i den udvidede DuPont pyramide, som kan fremhæve hvilke værdidrivere der har og vil være betydningsfulde for FW.

80



Kilde: http://kk.convdocs.org/pars_docs/refs/223/222324/222324_html_79a92207.png

Den venstre side af modellen indeholder driftsaktivitetens værdidrivere med udgangspunkt i afkastet på netto driftsaktiver, ROIC. Til højre ses finansieringsaktivitetens værdidrivere. Der er 3 analyseniveauer. Nøgletallene vil blive udregnet ud fra gennemsnittet mellem ultimo og primo i balancen for at give det mest retvisende billede over året og ikke kun tage udgangspunkt i statusbilledet ultimo regnskabsåret. Samtidig vil regnskabsår 2012 indgå i tabel-analyserne. Regnskabsåret omfattes dog ikke af analysen, idet regnskabsåret alene er 3 mdr. og derfor ikke kan sammenlignes med de øvrige 12-måneders regnskaber på de nøgletal, hvor den reformulerede resultatopgørelser benyttes. Den fulde analyse er opstillet i bilag 5.

⁸⁰ http://kk.convdocs.org/pars_docs/refs/223/222324/222324_html_79a92207.png

5.2.1 – ROE

Rentabilitetsanalysen er et værktøj til at analysere hvad der driver egenkapitalforrentningen.

Niveau 1	Formel	2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
ROE	TI / Gns. EK	29,8%	4,2%	36,6%	68,2%

Kilde: Egne beregninger

Set fra investorernes side og i forhold til alternativinvesteringer, så må ovenstående niveauer forventes at være yderst tilfredsstillende. Det er samtidig højere niveauer end den primære konkurrent Fitness DK, som har leveret forretninger af egenkapitalen mellem 16% og 24% I samme periode.⁸¹ (Her skal tages forbehold for, at det er beregnet på årets resultat og ikke på totalindkomsten, hvilket kan have indflydelse på forretningen.)

Tendensen er dog en faldende egenkapitalsforrentning, hvilket vil blive analyseret ved en dekomponering af ROE, som sker gennem de efterfølgende niveauer i DuPont-modellen.

5.2.2 - Finansiell gearing

Finansiell gearing måler forholdet mellem de to finansieringskilder af driftsaktiviteterne – netto finansielle forpligtelser og egenkapital. Den finansielle gearings indvirkning på ROE måles ved at nedbryde ROE i tre følgende faktorer:

$$ROE = ROIC + (FGEAR * (ROIC - r))$$

Hvor ROIC er afkastet på Netto driftsaktiver, FGEAR er den finansielle gearing og ROIC-r benævnes SPREAD, hvor r er låneomkostningerne efter skat. Resultatet af udregningerne af de tre faktorer, der påvirker ROE, ses af tabel 8. Beregningerne tage udgangspunkt i den reformulerede balance og resultatopgørelse.

Resultatet af udregningerne af disse 3 faktorer ses i nedenstående tabel. Nøgletallene er beregnet på baggrund af de reformulerede opgørelser.

⁸¹ www.BIQ.dk

Niveau 1	Formel	2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
ROE	TI / Gns. EK	29,8%	4,2%	36,6%	68,2%
ROIC	DO / Gns. NDA	23,8%	3,5%	27,4%	45,7%
Drive for finansiel gearing:					
FGEAR	Gns. NFF / Gns. EK	0,35	0,46	0,54	0,69
R	NFO / Gns. NFF	6,2%	2,1%	6,2%	12,8%
SPREAD	ROIC – r	17,52%	1,42%	21,23%	32,97%

Kilde: Egen beregninger

Ovenstående beregning viser, at ROE overstiger ROIC i alle regnskabsårerne, hvilket skyldes at ROIC overstiger låneomkostninger i %, r. Dermed tjener FW's aktionærer penge på at have gearret egenkapitalen. Det er særligt værd at bemærke SPREAD-nøgletallene, som ligger på et særligt højt niveau, mens gearingen er på et meget lavt niveau. Hvis FW kunne geare sig yderligere og beholde det samme SPREAD, så ville ROE stige markant. R vurderes at have et normalt niveau, så det er særligt ROIC der har indvirkning på det høje SPREAD samt den høje ROE.

5.2.3 – ROIC

Ovenfor konkluderes at ROIC har stor indvirkning på det høje SPREAD og den høje ROE. I dette afsnit dekomponeres ROIC i dens underliggende drivere.

$$\text{ROIC} = \text{OG} \times \text{AOH}$$

ROIC er et udtryk for hvor profitabelt FW er i stand til at udnytte de ressourcer (nettoaktiver) selskabet har til rådighed (afkastningsgraden), og er derfor afledt af driftsaktiviteterne. ROIC påvirkes af ændringer i overskudsgraden (OG), som måler overskud i % for en krones salg fra virksomhedens driftsaktivitet samt netto driftsaktivernes omsætningshastighed (AOH), som udtrykker FW's evne til at skabe omsætning i forhold til hvor meget der er bundet i netto driftsaktiver.

Niveau 2		2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
ROIC		23,8%	3,5%	27,4%	45,7%
OG	DO / OMS	10,2%	6,5%	11,9%	18,6%
AOH	OMS / Gns. NDA	2,32	0,54	2,29	2,46

Kilde: Egne beregninger

ROIC-udviklingen er den samme som ROE-udviklingen, da ROIC har en faldende tendens. Og ud fra ovenstående kan det konkluderes, at det er pga. en faldende OG, da AOH holder sig relativt konstant. OG falder med ca. 45% fra 30.9.2011 til 2013, mens AOH alene falder med knap 6% i samme periode. OG ligger dog fortsat på et meget højt niveau i forhold til branchen (Fitness World) og øvrige brancher, hvis der tages udgangspunkt i sammensætningen af brancheoversigten i "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – en praktisk tilgang", som dog er baseret på en anden tid (1985-2005)⁸². Typisk har virksomheder med høj overskudsgrad en lav AOH, men FW vurderes stadig at have en høj overskudsgrad og en middel AOH i forhold til øvrige brancher, hvilket resulterer i en tilfredsstillende ROIC.

5.2.4 – OG

Af ovenstående er det udledt at OG er den primære faktor i forhold til faldet i ROE. Derfor er det nødvendigt at kigge videre på OG's underliggende drivere, hvorfor OG dekomponeres yderligere:

Niveau 3		2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
OG-drivere (%)					
Nettoomsætning		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vareforbrug		-4,3%	-5,0%	-3,9%	-3,9%
Andre eksterne omkostninger		-47,7%	-47,2%	-44,6%	-42,9%
Personaleudgifter		-23,9%	-26,4%	-26,8%	-25,3%
Afskrivninger		-10,9%	-12,3%	-9,4%	-8,1%
PM salg før skat		13,1%	9,1%	15,3%	19,6%
Skatteomkostninger		3,8%	2,7%	4,1%	4,7%
PM salg (efter skat)		9,3%	6,4%	11,2%	14,9%
PM andre poster (efter skat)		0,9%	0,1%	0,7%	3,7%
PM		10,2%	6,5%	11,9%	18,6%

Kilde: Egne beregninger

⁸² Praktisk tilgang s. 266

Ovenstående tabel viser hvor stor en del de enkelte omkostninger fylder i forhold til den samlede omsætning. Overordnet kan det konkluderes, at faldet i PM_{salg} har større indflydelse på den faldende OG end $PM_{\text{andre poster}}$.

Ved PM_{salg} fremgår det, at den poster som har den største indflydelse på den faldende OG er "andre eksterne omkostninger", som stiger fra 42,9% pr. 30.9.2011 til 47,7% i 2013. Der afgrænses for yderligere dekomponering af denne post idet vi ikke har adgang til interne regnskaber/specifikationer, men størstedelen af denne post må antages at være husleje samt udgifter til renoveringer, administration m.m. De øgede afskrivninger, herunder særligt på indretning af lejede lokaler og driftsmateriel udviser også en stigning større end omsætningen, og er et resultat af den øgede ombygning/renovering af centre samt udskiftning af maskiner/udstyr samt flere centre. For at kunne lave den "perfekte" analyse ville det være nødvendigt at kunne isolere disse engangsudgifter til renoveringer, således det var muligt at forecaste på den rene drift samt evt. en løbende procentsats/hensættelse til renovering/ombygning. Igen afgrænses herfra pga. manglende indsigt i regnskabsposterne. Personaleudgifterne falder i forhold til omsætningen, hvilket viser at FW omsætter mere pr. lønkrone end tidligere, hvilket er positivt.

Afslutningsvis kan der dermed konkluderes, at ROE ligger på et meget tilfredsstillende niveau, men med en faldende tendens. Den faldende tendens skyldes fald i ROIC, som er afledt af et fald i OG_{salg} . Her er det særligt stigningen i andre eksterne omkostninger, som er årsagen til den faldende overskudsgrad og dermed hovedårsagen til den faldende egenkapitalforretning.

6 – Budgettering

Med udgangspunkt i de finansielle værdidrivere analyseret i regnskabsanalysen, og de ikke-finansielle værdidrivere analyseret i den strategiske analyse, vil der i dette afsnit foretages budgettering af den fremadrettede drift i FW. Budgetteringen tager udgangspunkt i salgsvækst, overskudsgrad fra salg før skat, skattesats, andet driftsoverskud efter skat og netto driftsaktiver ud fra nogle givne forudsætninger. Budgetteringen udmunder derpå i proforma-opgørelser for såvel resultatopgørelsen samt balancen, hvorpå de fremtidige pengestrømme kan estimeres. Virksomhedsværdien findes derpå som værdien af disse

pengestrømme, tilbagediskonteret med FW's vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

Forinden budgetteringen fastlægges længden af budgetperioden samt forudsætninger vedrørende terminalperioden. Terminalperioden er betegnelsen for perioden efterfølgende budgetperioden, som antager værdien af de uendelige pengestrømme.

Budgetafsnittet er også bygget op omfattet metoderne i bogen "Regnskabanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" af Ole Sørensen. Dette er for at sikre den røde tråd i opgaven bevares og for at opretholde den deduktive metodisk tilgang til opgaven.

6.1 - Vurdering af budgetperiode

Længden af budgetperioden afhænger overordnet set af, hvor langt ud i fremtiden der med rimelighed kan forudsiges et niveau for de finansielle værdidrivere, før de når en steady state fase. Steady state er betegnelsen for det tidspunkt hvorpå det fremtidige væksth niveau på de finansielle drivere når eller vokser med en konstant rate (terminalperiode). I den rigtige verden er det usandsynligt, at disse betingelser vokser i et konstant niveau udover budgetperioden. Men estimatet for terminalperiode er en forventning om hvordan disse nøgletal vil udvikle sig på lang sigt. Der er flere faktorer at forholde sig til, når det skal vurderes hvor lang ud i fremtiden der kan budgetteres for FW. Det er til dels et spørgsmål om:

Datamængden af information på virksomheden: I dette tilfælde er informationsniveauet meget lavt pga. virksomheden er et unoteret selskab. FW har udtalt, at selskabet nu er klar ekspansionsplaner på det tyske marked, men samtidig fremkommer der ikke en klar vækstplan på det tyske marked, som analytikere kan benytte i budgetteringen. Derfor vides det ikke om FW har 10 centre i Tyskland om 3 år eller om de har 50 centre. De offentlige vækstvisioner stræber sig alene på at runde en mia. kr. i omsætning pr. 31/12-2015, og derefter er der ikke nogle officielle udmeldinger om selskabet vækstambitioner. Dette forhold taler for en kort budgetperiode.

Forventninger til branchen: Som analyseret tidligere er har branchen generelt en meget lav konjunkturfølsomhed, og taler derfor også for en kortere budgetperiode end i de brancher, som er meget konjunkturfølsomme. Af Porters Five Forces analysen fremgår det også, at der stadig er vækstmuligheder i branchen, da denne vurderes at være i en "shake-out" fase (konsolideringsfase), og er derfor ikke nået til modningsfasen endnu pga. den potentielle

gruppe af ikke-medlemmer, som ønsker at blive medlem i et fitnesscenter. Dette forhold taler for en længere budgetperiode end hvis branchen/produktet var længere ude på produktlivscyklussen. Siden FW startede i 2005 har selskabet haft en markant stigning i markedsandelene i branchen. Såfremt denne udvikling fortsætter vil der som oftest være behov for længere budgetperioder. Dette punkt vil blive analyseret senere i kapitlet under budgettering af omsætning.

Konkurrencemæssige fordele: Budgettet skal udgøre så lang en periode, at de konkurrencemæssige fordele også når et niveau, hvor de enten nedbrydes eller hvor de er indkalkuleret i en konstant overskudsgrad. I øjeblikket har FW en række konkurrencemæssige fordele i betragtning af deres størrelse, økonomiske kapacitet og de mange beliggenheder. Det vil senere blive analyseret hvorledes disse konkurrencemæssige fordele forventes at udforme sig.

En betragtning af ovenstående forhold taler for en middelhorisont for budgettering, som vurderes at være ca. 10 års budgettering. Dette vurderes med vægt på, at der stadig er vækstmuligheder i branchen, som vægtes højere end en virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel. Når dette er konkluderet, vil det omvendt ikke give værdi at lave eksplicitte proforma-opgørelser 10 år frem i tiden, da FW ikke har offentliggjort klare nogle vækstambitioner. På baggrund af denne manglende indsigt i selskabets visioner og vækststrategi vælges alene at lave eksplicitte proformaopgørelser 5 år frem i tiden (år 2014 til og med år 2018), hvilket accepteres med baggrund i de øvrige konkluderede forhold der taler for en kortere budgetperiode.

6.2 – Forudsætninger for terminalværdien.

For terminalperioden skal fastlægges vækstraten, som de budgetterede variable skal antage som konstante. Terminalperioden bygger i den forbindelse på en vigtig forudsætning vedrørende salgsvækstraten. Såfremt denne antages at vokse mere end samfundsøkonomien vil det betyde at FW over tid vil udgøre en voksende andel af økonomien, og til sidst udgøre hele økonomien. Omvendt vil en antagelse om en lavere salgsvækstrate end økonomien betyde at FW over tid vil udgøre en mindre og mindre andel af økonomien, for til sidst helt at forsvinde.

Derfor findes det rimeligt at antage en salgsvækstrate tilnærmelsesvis lig udviklingen i økonomien for terminalperioden. Historisk set har den gennemsnitlige realvækst i BNP i Danmark været 0,7% fra perioden 2003 frem til 2012.⁸³ Perioden har både indeholdt en høj- samt lavkonjunktur, og vurderes derfor valid. Henset til at FW har planer om indtræden på det tyske marked vurderes det korrekt at medtage den tyske BNP i antagelsen af en fremtidig vækstrate. Den tyske BNP-vækst udgjorde i samme periode gennemsnitligt 1,25%. Antages det, at det tyske marked og det danske marked fremadrettet vil vokse sig lige store i terminalperioden benyttes et vægtet gennemsnit på ca. 1%.

Hertil skal tillægges inflation for et rimeligt estimat for salgsvækstraten i terminalperioden. Jf. seneste opgørelse af forbrugerprisindekset HICP⁸⁴ har Danmark haft en årlig gennemsnitlig inflation på 1,76%. siden 2005, mens den tyske inflation i samme periode har haft en inflation på 1,64%. Med baggrund i disse observationer beregnes terminalværdien med en salgsvækstrate på samlet 2,7%.

6.3- Budgettering af omsætning

Den historiske omsætningsvækst har de seneste år udviklet sig således:

i tkr.	12 mdr 2009/10	12 mdr 2010/11	12 mdr 2011/12	3 mdr. 2012	12 mdr 2013
Omsætning	487.043	597.404	767.792	200.756 (803.024 på årsbasis)*	860.324
Vækst i omsætningen i % p.a.		22,70%	28,50%	4,60%	7,10%
* Omsætningen beregnes ved at gange kvartalsregnskabet med 4. Dette giver lidt regnskabsmæssig støj med hensyn til sæson (udmeldinger om sommeren og særligt mange medlemmer efter nytår). Alternativt vil vækstattallene ikke kunne sammenlignes.					

Ovenstående illustrerer, at FW ikke har den samme salgsvækst som tidligere. FW nævner også i ledelsesberetningen for 2013 at der fortsat er vækstmuligheder på markedet, da virksomheden alene har under 20% af det danske marked (målt på antal centre).⁸⁵ Jf. ledelsesberetningen har selskabet også forventninger til en stigende omsætning i 2014, men ikke på samme niveau som tidligere grundet prispres i branchen.

⁸³ http://www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vækst/

⁸⁴ <http://www.dst.dk/pukora/epub/Nyt/2014/NR212.pdf>

⁸⁵ Regnskab 2013

Der er flere forhold som skal indkalkuleres i de næste 5 års forecasts, herunder:

- *FW's egne forventninger:* Vi har ikke yderligere kendskab til selskabets egne vækstambitioner eller budgetter udover en offentligt meddelelse om, at selskabet vil opkøbe fitnesscentre i Tyskland, og samtidig forventer at overstige en mia. kr. i omsætning ved udgangen af 2015. Jf. virksomhedsbeskrivelsen vurderede ledelsen, at de ville runde 130 centre ved udgangen af 2012, hvilket endnu ikke er opnået medio 2014. Ledelsen meldte også ud, at de forventer at have 200 centre ved udgangen af 2015, hvilket også virker som en optimistisk målsætning med baggrund i, at der i april 2014 alene er 118 centre. Med baggrund i, at ledelsen ikke har opfyldt tidligere målsætninger på antal centre tillægges ledelsen vækstplaner en minimal værdi i budgetteringen.

- *Salgsvækst i branchen:* Hvis der reflekteres over den generelle salgsvækst i branchen, så vil det være naturligt at medkalkulere en befolkningsfremskrivning, i det en så stor del af danskerne i dag er medlem af et fitnesscenter (750.000 ud af ca. 3.622.000 mennesker i alderen fra 15 til 60 år), svarende til ca. 21%. Fremskrives befolkningsudviklingen for hele landet til og med 2018 jf. statistikbanken⁸⁶ vil væksten være således:

	2014	2015	2016	2017	2018
10-14 år	333556	332267	330135	330804	331543
15-19 år	356137	351293	347613	344544	340745
20-24 år	367719	375484	380412	382252	380617
25-29 år	332596	343521	353827	362608	373496
30-34 år	320816	316594	315673	320027	324799
35-39 år	365228	356450	345203	335995	329611
40-44 år	387077	388249	390284	383132	372348
45-49 år	422073	412491	401294	390546	386766
50-54 år	383247	394093	403936	416523	420977
55-59 år	353799	355121	358138	360303	365128
Total	3622248	3625563	3626515	3626734	3626030
Vækst i befolkningsudvikling	0,09%	0,03%	0,01%	-0,02%	

Kilde: Statistikbanken.dk

⁸⁶ www.Statistikbanken.dk

Ovenstående viser, at befolkningstilvæksten er så lille, at det ikke kan betale sig at indregne denne faktor med i salgsvæksten.

Ses der i stedet på udvikling af omsætningen i fitnessbranchen sikres det, at der også medkalkuleres den mængde af potentielle kunder som har tilmeldt sig et fitnesscenter indenfor den nærmeste årrække. Branchen er som tidligere nævnt afgrænset til FW, Fitness DK og Fresh Fitness. Her vil kunne udledes følgende omsætningsudvikling for Fitness DK alene, da Fresh Fitness ikke har offentliggjort selskabets omsætningstal⁸⁷:

i tkr.	12 mdr	12 mdr	12 mdr	12 mdr	12 mdr
Fitness DK	2008	2009	2010	2011	2012
Omsætning	425.579	454.893	422.670	445.394	445.036
Vækst i omsætningen i % p.a.		6,89%	-7,08%	5,38%	-0,08%

Kilde: BIQ erhvervsinformation.dk

Her fremgår det tydeligt, at Fitness DK ikke har været konkurrencedygtige i forhold til FW med at kapre de nye potentielle kunder i de år, hvor medlemsantallet er steget fra 400.000 til 750.000 medlemmer. Begge selskaber har dog oplevet stagnation i omsætningen for 2012 (og 2013), hvilket gør det endnu mere interessant hvordan Fresh Fitness' salgsvækstrate har udviklet sig de seneste år.

Hvis der ud fra nærværende skal budgetteres en årlig salgsvækst, som vurderes at være realistisk, så bør prognosen på brancheniveau tage udgangspunkt i den potentielle gruppe kunder, som blev analyseret til at udgøre ca. 275.000 medlemmer. Det svarer til en forøgelse på 37% i forhold til det nuværende medlemsantal på 750.000 i dag. Herfra antages det, at der fortsat vil være en gruppe af de potentielle medlemmer, som finder andre alternative motionsaktiviteter eller aldrig bliver aktiveret, hvorfor der kalkuleres med at branchen vil vokse med 20% over de næste 5 år. Det svarer til en årlig medlemsstigning på 4%. Hertil tillægges en årlig inflation på ca. 2%. Derfor vil vi på brancheniveau regne med en årlig stigning i omsætningen på 6% de næste 5 år.

⁸⁷ www.biq.dk

- *Virksomhedsspecifikke forhold på salgsvæksten:* Der er nu lavet et estimat på den brancherelaterede salgsvækst. Næste skridt er nu at finde ud af hvor høj en markedsandel af branchevæksten FW's kompetencer og ressourcer rækker til. . Dette er i høj grad relateret til konkurrenceintensiteten og konklusionen på den strategiske analyse. Nedenfor er opsummeret de væsentligste faktorer:

Branchevækst på 6% p.a. I perioden 2014-2018:	
Taler for høj markedsandel af vækst	Taler for lav markedsandel af vækst
Markedsleder og største spredning af centre	Mellem prisleje - Fresh Fitness er billigere
Ambassadøreffekten - venner/familie træner her	Konkurrenternes vækstambitioner
Fresh Fitness er fortsat ikke en stor spiller	Dårligt ry vedrørende serviceniveau
Økonomisk råderum til opkøb af konkurrenter	Mange medlemmer pr. center (overbefolkning)

Det konkluderes, at FW i de kommende år stadig vil have stor værdi af ambassadøreffekten og deres store udvalg af centre. Hvis de er strategisk dygtige vil de formå at eliminere nogle af de privatejede konkurrenter der kommer fra baghjul. Men samtidig vil FW få udfordringer med at finde nye lokationer samt udbygning af eksisterende, hvilket med tiden vil føre til yderligere overbefolkning i deres centre modsat konkurrenterne. Fresh Fitness har klare vækstambitioner og vil også erobre flere markedsandele. Men denne vækst vil også være tidskrævende for Fresh Fitness, da de har de samme problemer med at finde attraktive lokationer. FW's markedsandel udgør i dag ca. 53% (400.000 medlemmer ud af 750.000 aktive medlemmer). Det svarer til en andel i branchevæksten på mellem 3 og 3,5%. Hertil skal tillægges at FW løbende forventes at opkøbe konkurrenter som de har gjort hidtil og samtidig erobre markedsandele fra de nuværende konkurrenter. Derfor tillægges 1% i årlig salgsvækst. Væksten på de potentielle ikke-medlemmer vil være størst i de kommende år hvor FW stadig har sine konkurrencemæssige fordele og derfor vil der budgetteres et løbende fald i væksten på det danske marked.

Udover betragtningen på det danske marked skal tillægges en salgsvækst i forbindelse med virksomhedens indtræden på det tyske marked. Det antages, at der købes/opføres 5 centre

om året i Tyskland startende i år 2015. Dette anslås til at udgøre en salgsvækst på 4% om året (5 centre/118 centre) = 4,2%.

Derfor kan vi nu budgettere følgende omsætningsvækst for FW i perioden 2014-2018.

Omsætningsvækst						
År	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
FW's andel af branchevækst på ikke-medlemmer	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%	
Opløb og organisk vækst	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Etablering af centre i Tyskland		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
I alt	4,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	2,7%

6.4 – Budgettering af overskudsgrad før skat

For at kunne budgettere overskudsgraden før skat skal de enkelte driftsomkostninger budgetteres. Jf. vores reformulerede resultatopgørelse udgør disse omkostninger følgende variabler:

- *Vareforbrug*: udgør den mindste post af omkostningerne, og omfatter primært varekøb på de produkter FW forhandler, herunder Nutramino. Gennemsnittet jf. vores rentabilitetsanalyse udgør 4,3% af omsætningen, hvilket der fortsat kalkuleres med i budgettet.

- *Andre eksterne omkostninger*: I rentabilitetsanalysen var stigningen i denne udgift den primære årsag til faldet i ROE. Omkostningen antages i stor udstrækning at være huslejeomkostninger. I posten er der også mange andre driftsudgifter, såsom administration, omkostninger til biler m.m. Denne vil stige i takt med der kommer flere centre samt ændre sig i takt med der skal genforhandles lejekontrakter. I den strategiske analyse er det konkluderet, at disse lejemål forventeligt vil blive dyrere taget i betragtning af, at mange af lejekontrakterne er indgået under finanskrisen. I dag er markedet for ejendomme anderledes. Det vil være ganske naturligt, at Fitness DK eller Fresh Fitness vil tage kontakt til FW's eksisterende udlejere for at byde ind på lejemålene, hvilket vil presse lejepriserne op. Med baggrund i dette forventes denne udgift at stige yderligere i forhold til omsætningen. I 2013 udgjorde udgiften 47,7% af omsætningen. I takt med forventninger om dyrere husleje ved fremadrettede genforhandlinger budgetteres der med en stigning i omkostningen på 2% om

året, således omkostningen udgør følgende af omsætningen: 47,7% i 2014, 48,7% i 2015, 49,7% i 2016, 50,7% i 2017 og 51,7% i 2018.

- *Personaleudgifter*: Personaleudgifterne udgør gennemsnitligt 25,6% af omsætningen i rentabilitetsberegningen. Overraskende er denne omkostning faldet i forhold til omsætningen i 2013, hvor den udgjorde 23,9%. I takt med FW er nødt til at opføre/opkøbe nye centre for at kunne bibeholde en tilfredsstillende vækst, må vi antage at denne udgift ikke kan falde yderligere i forhold til omsætningen. Derfor budgetteres den til at udgøre 23,9% i 2014, hvorefter den stiger i forhold til en gennemsnitsoverenskomst med 1% om året udover at være variabel i forhold til omsætningen. Derved kommer den til at udgøre 23,9% i 2014, 24,1% i 2015, 24,4% i 2016, 24,6% i 2017 og 24,9% i 2018 af omsætningen.

- *Afskrivninger*: Afskrivninger på indretning af lejede lokaler og maskiner vil stige i takt med der bliver opført nye centre. Jeg anvendt regnskabspraksis i regnskabet for 2013 afskrives indretning af lejede lokaler over 10 år og driftsmateriel over 3-10 år. Derved skal der også tages højde for at maskinerne hurtigere afskrives men også skal udskiftes efter endt afskrivning, da denne svarer til løbetiden. Afskrivninger budgetteres derfor til at det samme som gennemsnitsafskrivningen i rentabilitetsanalysen, svarende til 10,2% af omsætningen. Derved vil afskrivningen også stige i takt med stigning i netto driftsaktiverne.

Derved budgetteres der med nedenstående overskudsgrader:

Budgetteret OG før skat	2014	2015	2016	2017	2018
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%	100%
Vareforbrug	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%
Andre eksterne omkostninger	-47,7%	-48,7%	-49,7%	-50,7%	-51,70%
Personaleudgifter	-23,9%	-24,1%	-24,4%	-24,6%	-24,90%
Afskrivninger	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%	-10,2%
OG salg før skat	13,9%	12,7%	11,4%	10,2%	8,9%

6.5 – Budgettering af den effektive skatteprocent

Den effektive skatteprocent budgetteres til at udgøre følgende jf. den seneste vækstplan.⁸⁸ Efter 2016 budgetteres der med en konstant skatteprocent på 22%. Der afgrænses for at inddrage den tyske beskatning i den effektive skatteprocent.

År	2014	2015	2016	2017	2018
Effektiv skatteprocent	24,5%	23,5%	22%	22%	22%

6.6 – Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Andet driftsoverskud budgetteres til at være 1,4% af omsætningen, som er gennemsnittet af de seneste års indtægt i rentabilitetsanalysen.

6.7 – Budgettering af netto driftsaktiver (AOH)

Netto driftsaktivernes omsætningshastighed har jf. rentabilitetsanalysen været relativt stabil gennem de seneste regnskabsår. I det FW nu overvejer at gå ind på det tyske marked kunne det godt forventes netto driftsaktiverne vil stige uden at genere den samme omsætningsstigning fra start, da det er et nyt markedsområde. Det vil betyde, at omsætningshastigheden vil falde en smule i forhold til 2013. Indtægterne fra det tyske marked er budgetteret ind fra 2015, men driftsaktiverne kan sandsynligt allerede aktiveres i 2014, da investeringen skal foretages før der kan genereres indtjening. Derfor kalkuleres der med et fald i omsætningshastigheden fra 2,32 i 2013 til 2,15 i 2014 og frem.

6.8 – Opstilling af budget

Proforma-opgørelsen opstilles ud fra ovennævnte budgetforudsætninger og fremgår af bilag 6. Det bemærkes, at salgsvæksten i terminalperioden udgør 2,7% som kalkuleret under afsnittet for terminalperioden. De øvrige værdier vokster med samme procentsats som i 2018 for at opnå steady state.

7 – Værdiansættelse

Selve værdiansættelsen af FW sker på baggrund af de udarbejdede budgetforudsætninger. Til

⁸⁸ <http://www.skatteinform.dk/forside/nyheder/lavere-selskabsskat-og-virksomhedsskat-paa-bekostning-af-hoejere-loen-sumsafgift.aspx>

dette benyttes, som angivet i metodeafsnittet, DCF-modellen.⁸⁹ Modellen anvender virksomhedens fremadrettede pengestrømme til fastsættelse af værdien af virksomheden. Da modellen tager udgangspunkt i de fremtidige pengestrømme, er den i praksis uafhængig af regnskabsprincipper. De fremtidige pengestrømme, det frie cash-flow, defineres som:⁹⁰

$$FCF = \text{Pengestrømme fra driften (DO)} - \text{pengestrømme fra investeringer (ændring i NDA)}$$

Det frie cash-flow skal tilbagediskonteres med WACC'en, der er virksomhedens gennemsnitlige kapitalomkostninger hvor der tages højde for både ejernes og långivernes afkastkrav.

7.1 – Estimering af diskonteringsfaktor (WACC)

WACC'en beregnes ved særskilt at beregne långivers afkastkrav samt aktionærernes afkastkrav⁹⁰. Disse faktorer vægtes i forhold til kapitalstrukturen i virksomheden. Den udregnes således:

$$R_{wacc} = \text{Gældsandel} \times r_g + \text{Egenkapitalandel} \times r_e$$

Hvor:

$$R_{wacc} = \text{vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger}$$

$$\text{Gældsandel} = \text{Andel af fremmedfinansiering i forhold til samlet finansiering}$$

$$R_g = \text{Långiveres afkastkrav} = \text{lånerenten efter skatteskjold}$$

$$\text{Egenkapitalsandel} = \text{Andel af egenkapitalfinansiering i forhold til samlet finansiering}$$

$$R_e = \text{Ejernes afkastkrav}$$

Som det fremgår af ovenstående, så er det nødvendigt at finde både långivers og ejernes afkastgrad samt kapitalstrukturen, før formelen kan beregnes.

⁸⁹ En praktisk tilgang s. 41

⁹⁰ En praktisk tilgang s. 60

7.2 – Fastlæggelse af egenkapitalomkostninger

Som værktøj til at finde ejernes afkastkrav anvendes CAP-modellen (Capital Asset Pricing Model) ⁹¹, som udtrykker følgende:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

Hvor:

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta (systematiske risiko)

$E(r_m)$ = forventet afkast ved investering i markedsporteføljen

$E(r_m) - r_f$ = markedets risikopræmie

- *Risikofri rente*: I praksis anvendes her den effektive rente på en toneangivende 10-årige statsobligation, som pr. 8/5-2014 udgør 1,43%.⁹².

$$r_f = 1,43\%$$

- *Betaværdi*: Beta udtrykker den systematiske risiko og værdien vurderes i forhold til hvor stor en risiko der er på den enkelte aktie i forhold til markedsporteføljen. FW er ikke noteret på børsen, og der er derfor heller ingen Beta-værdi på virksomheden. Fitness DK er en del af Parken & Entertainment, så derfor er den Beta-værdi ikke alene relateret til fitnessbranchen. Logisk set bør betaværdien være under 1 pga. den meget lave konjunkturfølsomhed i branchen. Derfor vurderes det også, at aktien vil have mindre udsving i forhold til markedsporteføljen, såfremt aktien var noteret på børsen. Jf. "betas by sector", som er udledt af kilder fra S&P Capital IQ og Bloomberg fra januar 2014 viser at gennemsnittet af betaén på

⁹¹ Praktisk tilgang s. 51

⁹²

http://www.nasdaqomxnordic.com/bonds/denmark/microsite?Instrument=XCSE7_ST.L_24_GB

healthcare services og healthcare equipment udgør 0,84⁹³, hvilket er de to brancher der passer bedst til FW's branche i oversigten. Derfor benyttes denne beta, som ligeledes stemmer overens med forventningerne om en beta under 1.

$$\beta = 0,84.$$

- *Markedets risikopræmie*: Udgør det tillæg som investorer kræver for at investere i aktier frem for i øvrige risikofrie aktiver. Denne præmie estimeres ud fra en historisk udvikling + et skønsmæssigt tillæg. Der er i 2012 lavet en undersøgelse, hvor over 7.000 investorer har vurderet risikopræmien i de enkelte lande.⁹⁴ I Danmark er denne analyse endt ud med en risikopræmie på 5,5%, hvilket vi tager udgangspunkt i. Dette svarer også nogenlunde i overensstemmelse med undersøgelsen foretaget i 2008, som der henvises til i bogen.⁹⁵ Denne metode vurderes at være den mest korrekte metode, men ulempen er at der oftest er stor spredning.

$$E(r_m) - r_f = 5,5\%$$

På baggrund af ovenstående kan ejernes afkastkrav nu beregnes som følgende:

$$r_e = r_f + \beta[E(r_m) - r_f]$$

$$\text{Ejernes afkastgrad } r_e = 1,43\% + 0,84 \cdot (5,5\%) = 6,05\%$$

7.3 – Fastlæggelse af fremmedkapitalsomkostninger

Fremmedkapitalomkostninger før skat afspejler hvad FW har af finansieringsudgifter. Denne udgift bestemmes ud fra den risikofrie rente tillagt selskabsspecifik risikotillæg fratrasket skatten.

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

Hvor,

⁹³ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

⁹⁴ http://psc.ky.gov/pscecf/2012-00221/rateintervention@ag.ky.gov/10252012c/Fernandez_-_2012_-_USA_Professors,_analysts_and_companies.pdf

⁹⁵ En praktisk tilgang s. 51

r_g = Långivers afkastkrav

r_f = risikofri rente = 1,43%

r_s = Långivers risikotillæg

t = skatteprocent

Den ubekendte, långivers risikotillæg, kalkuleres følgende:

Renteudgifter i regnskab 2013 / finansielle forpligtelser (rentebærende) jf. reformuleret balance 2013 = $9.398 / 130.970 = 7,2\%$. Denne rente antages at være inkl. den risikofrie rente/fundingrenten, som kreditorerne har indkalkuleret i den samlede rente som FW betaler. Derfor antages, at $(r_f + r_s) = 7,2\%$.

Långivers afkastkrav $r_g = (r_f + r_s) * (1 - t) = (7,2\%) * (1 - 0,25) = 5,4\%$

Det skal her bemærkes, at der kalkuleres med en konstant skatteprocent på 25% til brug for den samlede WACC. Dette er i realiteten ikke korrekt, da der reelt skal kalkuleres med forskellige skattesatser jf. budgetteringsskemaet på den effektive skatteprocent, som tilsvarende skal være 5 forskellige WACC-satser. For ikke at gøre værdiansættelsen mere kompliceret end nødvendigt er det valgt at lave en beregning i følsomhedsanalysen, hvor skattelettelsen fra 25% til 22% er indkalkuleret i WACC'en. Dette er den mest korrekte løsning, da det på den måde også medkalkuleres i terminalperioden, som vil have den største værdieksposering.

7.4 – Kapitalstruktur:

For korrekt udregning af kapitalstrukturen skal kapitalstrukturen udregnes efter markedsværdier på nettogælden og egenkapitalen. Problematikken består heri, at vi ikke kender markedsværdien af egenkapitalen, da denne først udregnes efter fastsættelse af WACC. Og FW er en unoteret virksomhed, så det er heller ikke muligt at tage udgangspunkt i dagens kurs og derved finde en markedsværdien på virksomheden, hvorfra vi kan trække markedsværdien af gælden for at finde markedsværdien af egenkapitalen. Markedsværdien af gælden udgør NFF, som udgør tkr. 95.119 i den reformulerede balance i 2013.

Derfor må vi foretage et skøn af den langsigtede kapitalstruktur for virksomheden. I dette tilfælde er långivers og ejernes afkastkrav ikke så forskellige (forskel på 0,65%), hvilket gør

skønnet af kapitalstrukturen mindre følsom og betydningsfuld i forhold til den samlede WACC. Det antages dermed, at den langsigtede kapitalstruktur udgør 75% egenkapital og 25% fremmedfinansiering. FW har historisk haft en lav gearing af egenkapitalen og det forventes også de ønsket at have denne kapitalstruktur fremadrettet. Ønsker ejerne at sælge selskabet, så kan de med fordel øge gældsandelen, som derved reducerer WACC og øger værdien af FW.

Herefter kan WACC udregnes som følgende:

$$R_{wacc} = (Gældsandel \times r_g) + (Egenkapitalandel \times r_e)$$

$$R_{wacc} = (0,25 \times 5,4) + (0,75\% \times 6,05) = 1,35 + 4,54 = 5,89\%$$

7.5 – Værdiansættelse af FW ved DCF-model

Alle faktorer til brug for den endelige værdiansættelse er nu tilgængelige, og derfor kan FW værdiansættes som nedenfor:

I tkr.	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	Terminal
Nettoomsætning	860.313	899.027	970.949	1.043.770	1.116.834	1.189.429	1.221.543
Driftsoverskud fra salg		124.965	123.311	118.990	113.917	105.859	108.717
- Skat		30.616	28.978	26.178	25.062	23.289	23.918
+ Andet driftsoverskud		12.586	13.593	14.613	15.636	16.652	17.102
Samlet driftsoverskud		106.935	107.926	107.425	104.491	99.222	101.901
NDA	386.928	451.604	485.475	519.458	553.223	568.160	583.500
ROIC		27,64%	23,90%	22,13%	20,12%	17,94%	17,94%
FCF		42.258	74.056	73.442	70.726	84.285	86.561
Vækst i FCF			75,2%	-0,8%	-3,7%	19,1709%	2,70000%
Diskonteringsfaktor (5,8875%)		1,059	1,121	1,187	1,257	1,331	1,410
PV FCF		39.909	66.049	61.860	56.260	63.318	
Sum af PV FCF t.o.m. 2014	287.396						
Terminalværdi ¹						2.715.634	
PV af terminalværdi	2.040.082						
Virksomhedsværdi	2.327.479						
NFO	95.119						
Egenkapitalværdi	2.232.360						

Kilde: egne beregninger

Virksomheden kan jf. ovenstående beregning værdiansættes til tkr. 2.327.479 (ca. 2,3 mia. kr.) ud fra de betragtninger der er gjort vedr. virksomhedens budgetforudsætning baseret på den

strategiske- og regnskabsmæssige analyse samt estimering af terminalperioden og diskonteringsfaktoren (WACC). Som det er kendetegnet DCF-modellen, så udgør terminalperioden ca. 87% af den samlede værdi, hvilket er en meget høj del, hvilket betyder værdien er forbundet med stor usikkerhed. En længere budgetperiode på f.eks. 10 år ville mindske terminalperiodens andel, men det ville også kræve en dybere indsigt i ledelsens strategi og vækstplaner før den længere budgetperiode ville bidrage med realistisk værdi.

7.6 – Sekundær værdiansættelse

Ovenstående værdiansættelse ønskes vurderet i sammenligning med multipler (relativ model) på lignende virksomheder i branchen, som kan vurderes i forhold til DCF-værdien på FW. Selskabet er unoteret, så vi har ikke markedets vurdering af virksomheden, hvorfor det er yderst relevant at afstemme værdien med øvrige sammenlignelige virksomheder.

Problematikken består i, at Fresh Fitness ikke er børsnoteret, og vi kender derfor ikke markedsværdien og derfor er denne virksomhed ikke anvendelig til sammenligning. Fitness DK hører som tidligere nævnt ind under Parken Sport & Entertainment, og vi kan derfor ikke udlede Fitness DK's prisfastsættelse fra de øvrige aktiviteter.

Derfor er eneste mulighed at finde udenlandske børsnoterede fitnesskæder, som kan benyttes i vores multipelanalyse. Der kan være store konkurrencemæssige- og vækstmæssige forskelle på de enkelte landemarkeder samt forskel på markedets rolle og derfor tages der forbehold for at virksomheden opererer på forskellige markeder. Der tages alene udgang i P/E (price-earnings). For en dybere multipelanalyse kan ligeledes inkluderes P/S (price-sales) og P/B (price-bookvalue).

Multipelanalyse	P/E
Life Time Fitness Inc ⁹⁶	16,0
TalWalkars Better Value Fitness Ltd. ⁹⁷	13,9
Gennemsnit, branchen	15,0
Fitness World *	28,4
* 2.327.479 (market value) / 82.002 (earnings)	

Ovenstående viser, at FW er ca. dobbelt så højt værdiansat som de udenlandske fitnesskæder. Såfremt FW skulle være værdiansat ud fra ovenstående multipelanalyse, så ville virksomhedsværdien udgøre $82.002 \times 15 = \text{tkr. } 1.230.030$. Som udgangspunkt vurderes den fundamentale analyse at udvise den mest korrekte værdi, da denne er baseret på budgettering. F.eks. kan en af forskellene være, at der stadig er store vækstmuligheder på det danske marked på målgruppen af ikke-medlemmer, mens de øvrige markeder f.eks. er udtømte. Samtidig har FW som tidligere analyseret også en meget høj ROIC, hvilket også taler for en høj P/E.

7.7 – Følsomhedsanalyse

Følsomhedsanalysen har til formål at analysere følsomheden overfor en ændring i de angivne drivere. Ud fra resultaterne af følsomhedsanalysen fås et mål for, hvor robust værdien er. De anvendte drivere i følsomhedsanalysen er betaværdien (for at analysere en ændring i ejernes afkastkrav), lånerenten før skat (for at analysere en ændring i långivernes afkastkrav) samt salgsvækstraten i terminalperioden. Variablerne er valgt på baggrund af deres relative betydning for den teoretiske værdi og grundet en stor grad af usikkerhed omkring størrelsen på driverne.

Diskonteringsraten indebærer en del forudsætninger, hvilket naturligt gør estimatet heraf mere usikkert. Salgsvækstraten i terminalperioden vurderes at have en stor betydning for den teoretiske værdi, idet denne er med til at sætte værdien på terminalperioden, som vægter så

⁹⁶ <http://www.nasdaq.com/symbol/ltn/pe-ratio>

⁹⁷ <http://economictimes.indiatimes.com/talwalkars-better-value-fitness-ltd/stocks/companyid-31270.cms>

højt en del af den samlede værdiansættelse.

Følsomhedsanalysen ses af nedenstående tabel:

Følsomhedsanalyse % ændring i driver	Virksomhedens værdi mio kr.						
	-10%	-5%	-1%	0%	1%	5%	10%
Beta	2.602	2.423	2.359	2.327	2.297	2.211	2.104
Lånerente før skat	2.432	2.379	2.337	2.327	2.317	2.278	2.231
Salgsvækstrate (terminalperiode)	2.198	2.262	2.312	2.327	2.343	2.404	2.481
Virksomhedens værdi, hvori der er indkalkuleret en skattesats på 22% i långivers afkastkrav =						2.288	

Kilde: Egne beregninger

Ovenstående tabel illustrerer at ændringen i beta har den største indvirkning på prisen af virksomheden, mens lånerenten har den mindste påvirkning. Den angivne kapitalstruktur på 75% egenkapital og 25% fremmedfinansiering taler også for, at en ændring i betaen skal have en større betydning.

Salgsvækstraten har en middel følsomhed overfor værdien af virksomheden, men denne skal også ses i lyset af, at følsomhedsberegningen sker fra et meget lavt niveau på de 2,7%, hvorfor en procentuel af den lave vækstrate ikke ændrer salgsvækstraten markant. For at sætte ændringen i relief, så kan det oplyses at værdien på virksomheden udgør 4.485 mio. kr., såfremt vækstraten i terminalperioden udgør 4,5%, som er det samme som det budgetterede salgsvækstniveau som i 2014. Dette illustrerer tydeligt, at værdidriverne i terminalperioden er meget følsomme og øger usikkerheden på værdien af virksomheden.

Sidst er det angivet, hvor stor betydningen er at selskabsskatten reduceres fra 25% til 22%, som indkalkuleres som fradrag på renteudgifterne i WACC'en og dermed øges denne og værdien falder.

8 – Konklusion

Opgaven havde til formål at værdiansætte Fitness World A/S og finde ud hvad markedsværdien er på virksomheden. Dette skulle analyseres gennem en strategisk analyse på henholdsvis de eksterne og interne faktorer samt en regnskabsanalyse, som tilvejebragte selskabets historiske finansielle performance.

På baggrund af den strategiske analyse på de eksterne forhold kan det konkluderes, at omverdens vigtigste forhold er truslen på genudlejning og ombygningsmuligheder, men de væsentligste muligheder/styrker er den lave konjunkturfølsomhed på medlemsantallet samt nuværende og fremtidige trends. Branchen er stadig attraktiv for FW. Konkurrenceintensitet, hvor branchen er mindre attraktiv, har FW den fordel at være markedsledere og står med det bedste fundament til skabe rammerne i branchen. FW har tidligere vist at de er aktive på markedet vedr. opkøb af konkurrenter, hvilket også er en klar strategi på at reducere konkurrenceintensiteten. Som markedsledere har FW også den fordel at de kan presse mindre aktører i samme markedsområder ved f.eks. at reducere priserne.

I den strategiske analyse af de interne forhold blev det konkluderet, at de særlige kompetencer/ressourcer som udgør en konkurrencemæssig fordel er FW's brede udvalg af centre i landet og store brand, som er med til at bringe dem øverst på listen når kunderne skal vælge fitnesscenter. Samtidig har FW en stor økonomisk kapacitet så mulighederne kan udnyttes/realiseres og samtidig økonomisk råderum til at udbedre svagheder og trusler. Ledelsen har vist siden 2005 at de er i stand til at levere resultater og begå sig på markedet for ejendomme. Samtidig antages det, at FW har stordriftsfordele når det kommer til indkøb. Af svage sider må fremhæves den negative omtale og serviceniveauet, som er blevet kritiseret. Samtidig er der en potentiel trussel for overfyldte centre, som vil forringe FW's image yderligere og resultere i tab af medlemmer.

Den historiske finansielle performance bar præg af en faldende omsætningsvækst de senere år. ROE er på et meget tilfredsstillende niveau, men med en faldende tendens. Den faldende tendens skyldes fald i ROIC, som er afledt af et fald i OG_{salg} . Her er det særligt stigningen i andre eksterne omkostninger, som er årsagen til den faldende overskudsgrad og dermed hovedårsagen til den faldende egenkapitalforretning.

Den strategiske analyse sammenholdt med regnskabsanalysen førte til budgettering af et 5-årige proforma-opgørelse, som blev benyttet i DCF-modellen til en endelig værdiansættelse. De frie pengestrømme tilbagediskonteret med FW's vægtede kapitalomkostninger (WACC) udviser dermed en samlet værdi af virksomheden på 2.327 mio kr., som er den endelige konklusion på opgaven.

Afslutningsvist blev der foretaget en relativ værdiansættelse, som viser at markedsværdien på FW er ca. dobbelt så stor som 2 sammenlignelige udenlandske børsnoterede virksomheder, når der måles på P/E (price-earnings). Validiteten af denne sammenligning er vanskeligt at anslå, for der er i opgaven ikke lavet en analyse af de udenlandske selskaber, men FW's høje ROIC taler også for en høj P/E.

9 – Litteraturliste

Bøger:

- Sørensen, O.: *Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*. 3. udgave, Gjellerup
- Johnson, G. m.fl.: *Exploring Strategy, text and cases*. 9. udgave, Financial Times, Prentice Hall

Årsrapporter:

- Fitness World A/S, årsrapport 2009/10
- Fitness World A/S, årsrapport 2010/11
- Fitness World A/S, årsrapport 2011/12
- Fitness World A/S, årsrapport 2012
- Fitness World A/S, årsrapport 2013

Publikationer:

- *"Danskernes motions- og sportsvaner 2011"* af Idrættens Analyseinstitut, forfatter Trygve Buch Laub.
- *"Fitnesskultur.dk"* Ph.d. afhandling af Kasper Lund Kirkegaard
- *"Market Risk Premium used in 82 countries in 2012 – a survey with 7.192 answers"* Udarbejdet af Pablo Hernandez, PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance.

Artikler:

- "Børsnotering kan blive en realitet" Artikel i børsen d. 17/10-2013
- "Fitness World sat til salg" Artikel på idan.dk d. 28/3-2012
- "Fitness World foran storoffensiv" Artikel i børsen d. 29/2-2012
- "Fitness World jagter stærk medspiller" Artikel i børsen d. 28/3-2012
- "Fitness World overtager konkurrent" Artikel i børsen d. 18/12-2012
- "Opkøb rammer bundlinjen i Fitness World" Artikel i børsen d. 7/1-2013
- "Fitnessgigant vil til Tyskland" Artikel i børsen d. 9/4-2014
- "Fitness World bukker under for pres" Artikel på business.dk d. 12/7-2010

- "Mere fitness til folket I 2012" Artikel i børsen d. 2/12-2012
- "Fitness, fællesskab og foreningsliv" Artikel i Jyllandsposten d. 8/12-2013
- "NFC-betaling i Fitness World" Artikel i børsen d. 25/2-2014
- "Dansk firma bag sportsdrik solgt til udlandet" Artikel i politiken d. 22/1-2014
- "Ny kæde vil kapre Fitness-kunder" Artikel i JP Aarhus d. 1/2-2014
- "Crossfit er det nye hit" Artikel i berlingske d. 31/10-2011
- "Danskere er vilde med fitness" Artikel i børsen d. 9/4-2014
- "Parken gør klar til tre års turbovækst" Artikel i børsen d. 24/3-2014
- "Fresh Fitness tuner vækst med ny kapital" Artikel i børsen d. 27/12-2012
- "Mange fitnesskunder kommer aldrig op af sofaen" Artikel i berlingske d. 1/1-2014
- "Fitness World opruster markant I Danmark" Artikel i børsen d. 15/1-2007
- "IDIOT-kampagne går rent ind" Artikel på kunde.dk
- "Danske Bank får værste måling nogensinde i stort tilfredshedstjek" Artikel i politiken d. 7/1-2014
- "Fitness World samler ind til Kræftens Bekæmpelse" Artikel på cancer.dk d. 27/3-2013

Internetsider:

- www.estatemedi.dk
- www.fitnessdk.dk
- www.kunde.dk
- www.borsen.dk
- www.idan.dk
- www.c-samf.systime.dk
- www.fitnessworld.dk
- www.biq.dk
- www.da.wikipedia.org
- www.dkfs.dk
- www.business.dk
- www.jyllands-posten.dk
- www.dst.dk
- www.betabox.dk

- www.bureaubiz.dk
- www.politiken.dk
- www.b.dk
- www.freshfitness.dk
- www.cancer.dk
- www.hpvvaccination.dk
- www.youtube.com
- www.trustpilot.dk
- www.kk.convdocs.org
- www.eu-oplysningen.dk
- www.statistikbanken.dk
- www.skatteinform.dk
- www.nasdaqomxnordic.com
- www.nasdaq.com
- www.economictimes.indiatimes.com

10 – Bilagsoversigt

Bilag 1 – Uddrag fra spørgeundersøgelsen på SurveyMonkey.

Bilag 2 – Reformulerede resultatopgørelser

Bilag 3 – Reformulerede balancer

Bilag 4 – Reformulerede egenkapitalopgørelser

Bilag 5 – Rentabilitetsanalysen

Bilag 6 – Budgetforudsætninger

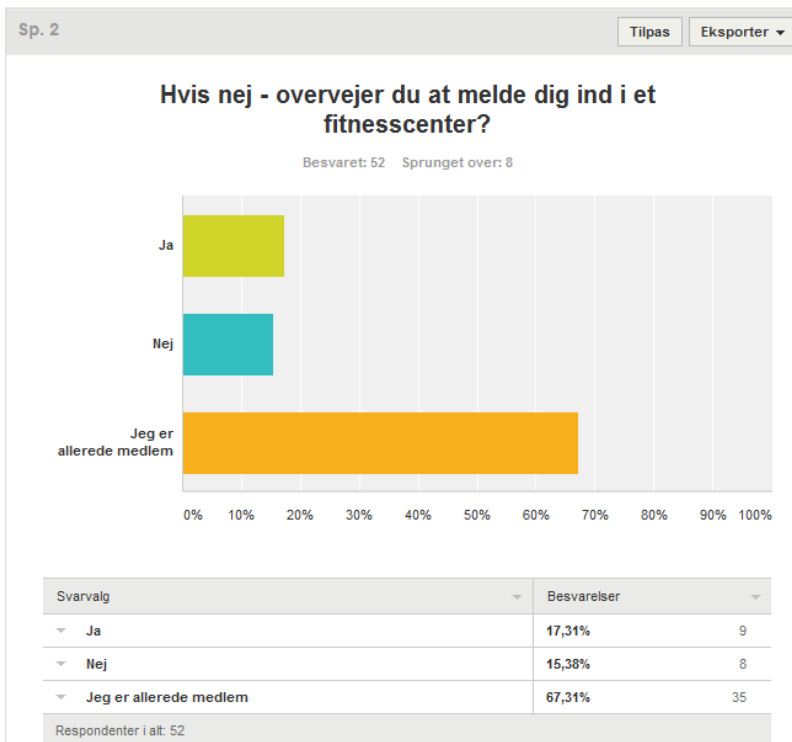
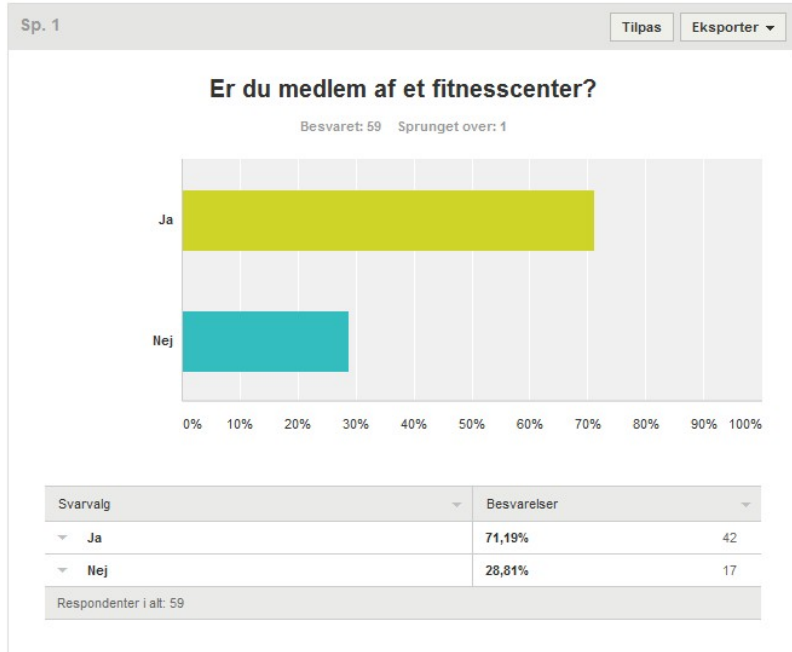
Bilag 1:

Uddrag af spørgeskema fra SurveyMonkey:

RESPONDENTER: 60 af 60 Eksporter alle Del alle

Oversigt over spørgsmål Datatendenser Individuelle besvarelser

SIDE 1



Nedenstående viser alle besvarelser, hvor 1 har højest prioritet. Her ser vi et tydeligt billede. Den største gennemsnitlige vurderingsskala er den faktor, der er prioriteret højest.

	1	2	3	4	5	I alt	Gennemsnitlig vurderingsskala
Beliggenhed	31,58% 18	28,07% 16	19,30% 11	12,28% 7	8,77% 5	57	3,61
Udstyr/faciliteter	23,21% 13	17,86% 10	25,00% 14	25,00% 14	8,93% 5	56	3,21
Udbud af aktiviteter/hold	7,14% 4	21,43% 12	16,07% 9	14,29% 8	41,07% 23	56	2,39
Abningstider	8,77% 5	14,04% 8	19,30% 11	29,82% 17	28,07% 16	57	2,46
Pris	30,36% 17	19,64% 11	21,43% 12	17,86% 10	10,71% 6	56	3,41

Bilag 2:

Reformulerede resultatopgørelser:

	Tkr. DKK			
	20x3	20x2	30.9.2012	30.9.2011
Nettoomsætning	860.313	200.756	767.792	597.404
- Vareforbrug	-37.293	-9.948	-30.174	-23.541
- Andre eksterne omkostninger	-410.350	-94.822	-342.216	-256.576
Bruttoresultat	412.670	95.986	395.402	317.287
Personaleudgifter	-205.705	-53.077	-205.933	-151.372
Afskrivninger inkl. goodwill	-93.987	-24.656	-72.261	-48.621
Driftsoverskud fra salg før skat	112.978	18.253	117.208	117.294
Skat af årets resultat	33.484	4.655	30.702	29.349
+ Skattefordel	1.986	824	2.362	4.009
- Skat allokeret til andet driftsoverskud	2.613	69	1.885	4.984
= Skat på driftsoverskud fra salg	32.857	5.410	31.179	28.374
Driftsoverskud fra efter skat	80.121	12.843	86.029	88.920
Andre driftsindtægter	10.451	275	7.541	19.937
Særlige poster	0	0	0	
Opskrivning på opkøb, goodwill		0		7275
Skat herpå	2.613	69	1.885	4.984
Driftsoverskud fra andre poster efter skat	7.838	206	5.656	22.228
Driftsoverskud i alt	87.959	13.049	91.685	111.148
Finansielle omkostninger	-9.381	-3.523	-9.954	-17.920
-Finansielle indtægter	1.438	228	506	1.884
Netto renteomkostninger før skat	-7.943	-3.295	-9.448	-16.036
-Skattefordel	-1.986	-824	-2.362	-4.009
Netto renteomkostninger efter skat	-5.957	-2.471	-7.086	-12.027
Koncernresultat	82.002	10.578	84.599	99.121
Minoritetsinteressers andel i resultat			-6.495	-5.525
Totalindkomst	82.002	10.578	78.104	93.596
Selskabsskatteprocent	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

Bilag 3:

Reformulerede balancer:

Driftsaktiver (OA)	31.12.2013	31.12.2012	30.9.2012	30.9.2011	30.9.2010
Lejerettigheder	62	78	81	97	113
Goodwill	96.097	105.063	23.959	7.275	
Koncerngoodwill			84.705	26.414	21.296
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	208.110	196.999	203.679	154.672	127.516
Indretning af lejede lokaler	215.826	208.444	209.855	165.682	93.334
Andre tilgodehavender	33.373	32.503	32.967	30.326	30.858
Varebeholdning	14.123	9.352	6.643	1.704	1.115
Tilgodehavender fra salg & tjenesteydelser	7.218	6.777	3.199	3.854	1.218
Andre tilgodehavender	6.747	11.670	2.532	2.912	2.848
Periodeafgrænsningsposter	7.963	3.135	557	2.703	935
Driftsaktiver (OA) i alt	589.519	574.021	568.177	395.639	279.233
Driftsforpligtelser (OL)					
Hensættelse til udskudt skat	12.321	9.380	8.857	5.077	1.766
Sambeskatningsbidrag (langfristet)		4.131	25.142	24.582	15.051
Anden gæld (lang)	20.680	47.732	47.130	11.106	9.238
Sambeskatningsbidrag (kortfristet)	26.341	23.166	24.581	15.052	7.926
Modtagne forudbetalinger fra kunder	68.340	59.540			
Leverandørgæld	17.448	16.994	16.387	24.347	22.348
Gæld til tilknyttede virksomheder	56	338			
Anden gæld (kort)	46.534	37.659	31.110	25.068	16.150
Langfristet gæld med forfald < 1 år *					
Allokeret fra note i regnskaber	10.871	21.610	29.527	6.572	4.490
Driftsforpligtelser (OL) i alt	202.591	220.550	182.734	111.804	76.969
Netto driftsaktiver (NDA)	386.928	353.471	385.443	283.835	202.264
Netto finansielle forpligtelser (NFO)					
Langfristet gæld med forfald < 1 år *					
Allokeret fra note i regnskaber	45.554	44.150	43.536	36.719	30.033
Kreditinstitutter (kort)	16.914			513	108
Leasingforpligtelser (kort)	68.502	74.336	81.827	72.645	72.648
Kreditinstitutter (lang)		118	35.178	5.438	5.222
Likvide midler	35.851	22.906	22.292	23.797	10.986
Netto finansielle forpligtelser (NFF) i alt	95.119	95.698	138.249	91.518	97.025
Minoritetsinteresser				13.227	9.745
Egenkapital	291.809	257.773	247.194	179.090	95.494
EK + MIN = NOA - NFF	0	0	0	0	0

* Langfristet gæld ned forfald < 1 år består af både driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser:

30.9.2010

Kreditinstitutter = finansiell forpligtelse	934
Leasingforpligtelse = finansiell forpligtelse	29099
Pengekreditorer (anden gæld) = driftsforpligtelse	3650
Skyldig selskabsskat (sambeskatning) = driftsforpligtelse	
Anden gæld = driftsforpligtelse	840
I alt:	34523

30.9.2011

Kreditinstitutter = finansiell forpligtelse	200
Leasingforpligtelse = finansiell forpligtelse	36519
Pengekreditorer (anden gæld) = driftsforpligtelse	5650
Skyldig selskabsskat (sambeskatning) = driftsforpligtelse	
Anden gæld = driftsforpligtelse	922
I alt:	43291

30.9.2012

Kreditinstitutter = finansiell forpligtelse	
Leasingforpligtelse = finansiell forpligtelse	43536
Pengekreditorer (anden gæld) = driftsforpligtelse	29527
Skyldig selskabsskat (sambeskatning) = driftsforpligtelse	
Anden gæld = driftsforpligtelse	
I alt:	73063

31.12.2012

Kreditinstitutter = finansiell forpligtelse	
Leasingforpligtelse = finansiell forpligtelse	44150
Pengekreditorer (anden gæld) = driftsforpligtelse	21610
Skyldig selskabsskat (sambeskatning) = driftsforpligtelse	
Anden gæld = driftsforpligtelse	
I alt:	65760

31.12.2013

Kreditinstitutter = finansiell forpligtelse	7683
Leasingforpligtelse = finansiell forpligtelse	37871
Pengekreditorer (anden gæld) = driftsforpligtelse	10871
Skyldig selskabsskat (sambeskatning) = driftsforpligtelse	
Anden gæld = driftsforpligtelse	
I alt:	56425

Tkr. DKK	31.12.2013	31.12.2012	30.9.2012	30.9.2011	30.9.2010
OA	589.519	574.021	568.177	395.639	279.233
(OL)	202.591	220.550	182.734	111.804	76.969
NDA	386.928	353.471	385.443	283.835	202.264
FO	130.970	118.604	160.541	115.315	108.011
FA	35.851	22.906	22.292	23.797	10.986
(NFF)	95.119	95.698	138.249	91.518	97.025
EK	291.809	257.773	247.194	179.090	95.494

	31.12.2013	31.12.2012	30.9.2012	30.9.2011
Gns. OA	581.770	571.099	481.908	337.436
Gns. FA	29.379	22.599	23.045	17.392
Gns. FO	124.787	139.573	137.928	111.663
Gns. OL	211.571	201.642	147.269	94.387
Gns. Leverage	17.221	16.691	20.367	23.348

	31.12.2013	31.12.2012	30.9.2012	30.9.2011
Gns. NDA	370.200	369.457	334.639	243.050
Gns. NFF	95.409	116.974	114.884	94.272
Gns. EK	274.791	252.484	213.142	137.292

Bilag 4:

Reformulerede egenkapitalopgørelser

Tkr. DKK	Aktiekapital	Praksisændringer	Overført resultat	Foreslået udbyt	Minoritetsinteresser	Egenkapital, koncern	Egenkapital, moderselskab
Saldo pr. 30.9.2010	1.000		94.494		9.745	105.239	95.494
Regulering, opkøb og goodwill		7.275				7.275	
Årets resultat			76.321	10.000	5.525	91.846	
Regulering af minoritetsinteresse					-2.043	-2.043	
Betalt udbytte				-10.000		-10.000	
Saldo pr. 30.9.2011	1.000	7.275	170.815	0	13.227	192.317	179.090
Årets resultat			68.104	10.000	6.495	84.599	
Tilbageførsel af minoritetsinteresser					-19.722	-19.722	
Betalt udbytte				-10.000		-10.000	
Saldo pr. 30.9.2012	1.000	7.275	238.919	0	0	247.194	247.194
Årets resultat			10.578			10.578	
Saldo pr. 31.12.2012	1.000	7.275	249.497			257.772	257.772
Årets resultat			63.002	19.000		82.002	
Tilgang ved køb			29.946			29.946	
Annullering af egne kapitalandele			-29.946			-29.946	
Kapitalnedsættelse	-54		54			0	
Køb egne kapitalandele			-30.000			-30.000	
Betalt udbytte				-19.000		-19.000	
Udbytte, egne aktier			1.035			1.035	
Saldo pr. 31.12.2013	946	7.275	283.588	0		291.809	291.809

Korrektioner til egenkapitalen

	30.09.2010	30.09.2011	30.9.2012	31.12.2012	31.12.2013
Rapporteret egenkapital	105.239,0	192.317,0	247.194,0	257.772,0	291.809,0
- Minoritetsinteresser	9.745,0	13.227,0	-	-	-
Rapporteret egenkapital - moderselskabets andel	95.494,0	179.090,0	247.194,0	257.772,0	291.809,0

Bilag 5:

Rentabilitetsanalysen

Niveau 1	Formel	2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
ROE	TI / Gns. EK	29,8%	4,2%	36,6%	68,2%
ROIC	DO / Gns. NDA	23,8%	3,5%	27,4%	45,7%
Drivere for finansiel gearing:					
FGEAR	Gns. NFF / Gns. EK	0,35	0,46	0,54	0,69
r	NFO / Gns. NFF	6,2%	2,1%	6,2%	12,8%
SPREAD	ROIC - r	17,52%	1,42%	21,23%	32,97%
Niveau 2		2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
ROIC		23,8%	3,5%	27,4%	45,7%
OG	DO / OMS	10,2%	6,5%	11,9%	18,6%
AOT	OMS / Gns. NDA	2,32	0,54	2,29	2,46
Niveau 3		2013	2012	30.9.2012	30.9.2011
OG-drivere (%)					
Nettoomsætning		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vareforbrug		-4,3%	-5,0%	-3,9%	-3,9%
Andre eksterne omkostninger		-47,7%	-47,2%	-44,6%	-42,9%
Personaleudgifter		-23,9%	-26,4%	-26,8%	-25,3%
Afskrivninger		-10,9%	-12,3%	-9,4%	-8,1%
PM _{salg før skat}		13,1%	9,1%	15,3%	19,6%
Skatteomkostninger		3,8%	2,7%	4,1%	4,7%
PM _{salg (efter skat)}		9,3%	6,4%	11,2%	14,9%
PM _{andre poster (efter skat)}		0,9%	0,1%	0,7%	3,7%
PM		10,2%	6,5%	11,9%	18,6%
Effektiv skatteprocent		29,1%	29,6%	26,6%	24,2%

Bilag 6:

Budgetforudsætninger:

Budgetforudsætninger:							
År	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	Terminal
Salgsvækst i %		4,5%	8,0%	7,5%	7,0%	6,5%	2,7%
OG salg før skat		13,9%	12,7%	11,4%	10,2%	8,9%	8,9%
Effektiv skatteprocent		24,5%	23,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Andet driftoverskud		1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
AOH		2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15
Omsætning	860.313	899.027	970.949	1.043.770	1.116.834	1.189.429	1.221.543
DO salg før skat		124.965	123.311	118.990	113.917	105.859	108.717
- Skat		30.616	28.978	26.178	25.062	23.289	23.918
+ Driftsoverskud fra andet		12.586	13.593	14.613	15.636	16.652	17.102
DO i alt		106.935	107.926	107.425	104.491	99.222	101.901
NDA	386.928	451.604	485.475	519.458	553.223	568.160	