

Kandidatafhandling

**Analyse af hvad Parken Sport & Entertainment's strategi,
vedrørende at gøre sig uafhængig af de sportslige resultater har
kostet aktionærerne**



Navn	Mikkel Lundtang Andersen
Cpr.nummer	
Vejleder	Henning Skov Jensen
Institut	Institut for finansiering
Cand.Merc.-linje	Cand.Merc.FIR
Antal STU	1 Studerende

Dato & underskrift

Executive summary

With Parken Sport & Entertainment's (PSE) aggressive growth strategy the amount of media publicity has been risen sharply in recent years. This media coverage has not only been of the positive kind. In the attempt to make PSE independent of how it goes FC Copenhagen on the pitch, the company has diversified its business, so it now includes both handball, water park, cottages and fitness.

This expansion has meant that turnover has doubled while the debt is more than tripled in two years. This increase in debt has created doubts among analysts about how healthy PSE is as a company.

Some believe that they have acquired the subsidiaries too expensive, while others have doubts about the viability of buying. While PSE may have acquired companies too expensive, they have subsequently been forced to shed significant amounts of money into the companies to meet PSE's quality standards.

After the takeovers it is not only the financial market that has been changing, also the markets in which the subsidiaries operates in have undergone change. If you look at the fitness market which FitnessDK operates in, the market has changed radically after the acquisition. At the time of buying, the market was driven by a few players who do not challenge each other on prices and sequestration period. Subsequently, low-cost chains had its entrance into the Danish market and have removed the sequestration period, which was a security in the revenue, and has further lowered the prices tremendously in training. Therefore FitnessDK also lowered their prices and removed their sequestration period to maintain competitive and remain the preferred Danish fitness chain. All these factors have created uncertainty on how well equipped PSE is in a future where the financial market is declining and where the individual Dane may have less money to the entertainment and comfort that Park Sport & Entertainment's subsidiaries offer. These uncertainties have been followed up by the press of critical articles with headlines such as, "Parken- companies must take care for themselves" and "ailing fitness chain threatens Parken's economy."

The future is not only dark for PSE; as some of its subsidiaries are able too take care of themselves. In this paper it has been proven that Lalandia is prepared to continue standing strong in the future. Lalandia has a strong market position in the market for entertainment and holidays. This position has been created through a good product and strong marketing. Together, this has created a strong brand and a place in the Danish awareness. So the future for the two companies is very different which is been proven throughout this paper.

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY	2
INDLEDNING	5
PROBLEMFOMULERING	6
<i>Strategisk analyse</i>	7
<i>Regnskabsanalyse</i>	7
<i>Værdiansættelse</i>	7
MÅLGRUPPE	7
AFGRÆNSNING	8
METODEVALG.....	8
KILDEKRITIK	9
VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE.....	10
STRATEGISK ANALYSE	14
PORTERS FIVE FORCES	14
KRITIK AF PORTERS FIVE FORCES	14
<i>Lalandia</i>	15
<i>FitnessDK</i>	19
SWOT-ANALYSE	25
<i>Lalandia</i>	25
<i>FitnessDK</i>	30
KONKLUSION PÅ DEN STRATEGISKE ANALYSE	34
<i>Lalandia</i>	34
<i>FitnessDK</i>	34
REGNSKABSANALYSE.....	35
REGNSKABSPRAKSIS	36
<i>Lalandia</i>	36
<i>FitnessDK</i>	37
REFORMULERING AF ÅRSREGNSKABET	37
<i>Lalandia</i>	37
<i>FitnessDK</i>	39
RENTABILITET INDTJENING, SOLIDITET OG RISIKO	41
KONKLUSION PÅ REGNSKABSANALYSEN	46
<i>Lalandia</i>	46
<i>FitnessDK</i>	47
BUDGETTERING.....	48

LALANDIA	48
FITNESSDK.....	51
VÆRDANSÆTTELSE.....	54
LALANDIA	54
<i>Estimering af ejers afkastkrav</i>	54
<i>DCF som værdiansættelsesmodel</i>	60
FITNESSDK.....	65
<i>Estimering af ejers afkastkrav</i>	65
<i>DCF som værdiansættelsesmodel</i>	69
VÆRDANSÆTTELSE AF KONTORTÅRNENE.....	74
KONKLUSION.....	79
PERSPEKTIVERING.....	83
KILDEFORTEGNELSE	84
BØGER	84
ARTIKLER	84
ÅRSRAPPORTER	85
HJEMMESIDER	85
BILAG	86
BILAG 1: MARKEDSAFKAST.....	86
BILAG 2: AVISUDKLIP FRA BØRSEN FRA TIRSDAG DEN 27. JANUAR 2004	87
BILAG 3: NØGLETALSFORMELSAMLING.....	88
BILAG 4 SALGSOPSTILLING NYBOLIG ERHVERV.....	90

Indledning

Med sin meget offensive vækststrategi er medieomtalen af PSE steget kraftigt de sidste år. Denne medieomtale har ikke udelukket været af den positive slags. I forsøget på at gøre PSE uafhængig af, hvordan det går F.C. København på grønsværen, har virksomheden diversificeret sit forretningsområde, så det nu også omfatter håndbold, badeland, feriehuse og fitness. Denne ekspansion har medført, at omsætningen er fordoblet mens de meget medieomtalte forpligtelser til kreditinstitutter er mere end tredoblet på 2 år. Denne stigning i gælden har skabt tvivl blandt analytikere om, hvor sund PSE er som virksomhed. Nogen mener, at de har erhvervet sine nye datterselskaber for dyrt, mens andre er tvivl om levedygtigheden af opkøbene. Samtidig med at PSE måske har erhvervet selskaberne for dyrt har de efterfølgende været nødsaget til at investere betydelige summer efter selskaberne så de opfylder Parken Sport & Entertainment's kvalitetsstandarder.

Efter opkøbene er det ikke kun det finansielle marked der har ændret sig, også selve markederne som datterselskaberne opererer i har gennemgået forandring. Hvis man kigger på det marked som FitnessDK befinder sig i, har markedet udviklet sig radikalt efter opkøbet. På opkøbstidspunktet var markedet styret af få aktører, som ikke udfordrede hinanden på priser og bindingsperiode. Efterfølgende har lavpriskæder fået sit indtog i Danmark og har gjort op med bindingsperioderne, som var en sikkerhed for indtjening og har ydermere sænket priserne gevaldigt på træning. Den udvikling har FitnessDK været nød til at følge for at være konkurrencedygtige og fortsat være danskernes fortrukne fitnesskæde.

Alle disse faktorer har skabt usikkerhed for, hvor godt rustet PSE er til en fremtid, hvor det finansielle marked er nedadgående og hvor den enkelte dansker måske har færre penge til den underholdning og velvære som PSE's datterselskaber tilbyder. Disse usikkerheder har været fulgt op i pressen af kritiske artikler med overskrifter som bl.a. ”*Parken-selskaber må klare sig selv*”¹ og ”*Skrantende fitness-kæde truer Parkens økonomi*”².

Derfor synes jeg det kunne være interessant at undersøge, hvordan PSE's strategi, med en diversificeret forretningsportefølje til at gøre dem uafhængig af fodboldforretningen er forløbet, og hvordan den vil stille dem i fremtiden.

Jeg vil derfor kigge på, hvordan deres opkøb klarer sig og, hvordan markedet for disse har og vil udvikle sig.

¹ <http://www.business.dk/boersnyt/parken-selskaber-maa-klare-sig-selv>

² <http://www.business.dk/boersnyt/skrantende-fitness-kaede-truer-parkens-oekonomi>

Problemformulering

Da Flemming Østergaard satte sig i direktørstolen i 1997, blev der udarbejdet en helt ny vision for virksomheden ud fra det mantra ”at sportslig succes ikke er lig med økonomisk succes. Hvorimod økonomisk succes måske kan danne grundlag for sportslig succes”³.

Sagt på en anden måde, var den nye vision at ekspandere, så selskabet ikke var afhængig af de sportslige resultater. Men indenfor hvilke markeder skulle denne ekspansion foregå?

Man tilføjede således to punkter i selskabets vedtægter, så formålet med virksomheden ikke længere kun var, at drive professionel fodboldforretning. Selskabets nye formål fik denne udformning:

PSE's formål

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

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

Endelig er selskabets formål kombinationer af ovennævnte, herunder drift af fitness centre og andre kombinationer af sports- og fritidsaktiviteter.⁴

Med udgangspunkt i den ovenforstående tekst, finder jeg det yderst interessant at lave en gennemgående analyse af PSE's datterselskaber og analysere, hvordan fremtiden ser ud for disse selskaber. Ydermere i denne sammenhæng vil en værdiansættelse af datterselskaberne være interessant. Formålet med denne afhandling er derfor at finde ud af om strategien med en at gøre selskabet uafhængig af de sportslige resultater via en bredere produktportefølje er lykkedes.

Den overordnede problemformulering for opgaven lyder således:

- Har PSE's strategi med henblik på at gøre selskabet uafhængig af de sportslige resultater skabt merværdi for selskabets aktionærer.

For at besvare denne problemstilling, er analysedelen delt op i 3 afsnit som tilsammen skal gøre det muligt at besvare dette spørgsmål. Analysen vil derfor være delt op i afsnittene: strategisk analyse,

³ <http://www.berlingske.dk/article/20070311/kultur/103111081/>

⁴ PSE's vedtægter fundet på www.parken.dk

regnskabsanalyse og værdiansættelse. Nedenfor er listet en række spørgsmål som skal besvares for at løse problemformuleringen.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal undersøge de markeder som PSE opererer i og vurdere det fremtidige indtjeningspotentiale i markedet. Det primære problem som forsøges besvaret i dette afsnit er:

- *Hvordan har de markeder som PSE's datterselskaber opererer i udviklet sig siden opkøbene og hvordan ser fremtiden ud for disse markeder?*
- *Hvilken position har datterselskaber på deres respektive markeder?*
- *Hvordan har uroen på de finansielle markeder påvirket datterselskaberne?*
- *Hvordan er muligheden for yderligere ekspansion i de eksisterende markeder?*

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen skal undersøge selskabernes økonomiske situation, samt kigge på den historiske udvikling.

Regnskabsanalysen og den strategiske analyse danner tilsammen grundlag for budgetteringen af selskaberne. De primære spørgsmål som ønskes besvaret i dette afsnit:

- *Hvordan har rentabiliteten udviklet sig i selskaberne efter?*
- *Har PSE's opkøb været rentable?*
- *Er kapitalstrukturen i de opkøbte selskaber optimal?*
- *Hvordan er risikoprofilen for selskaberne?*

Værdiansættelse

Værdiansættelsen laves med input fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen.

- *Har PSE's opkøb, skabt værdi når man sammenligner værdien af opkøbene med den pris som der er betalt for dem.*
- *Hvad er værdien af selskaberne?*
- *Har PSE betalt den korrekte pris for deres opkøb?*

Målgruppe

Den primære målgruppe for denne kandidatafhandling er PSE's eksisterende investorer, samt potentielle nye investorer med interesse for PSE aktien.

Afgrænsning

Da opgavens problemstilling omhandler de ikke sportslige aktiviteter, vil hverken fodbold- eller håndboldaktiviteterne blive behandlet i denne opgave.

De tre aktiviteter som danner det primære grundlag for strategien, om at gøre selskabet uafhængig af de sportslige resultater, er Lalandia, FitnessDK og udlejning af kontortårne. Disse 2 selskaber og ene aktivitet bidrager med mere end halvdelen af den samlede omsætning og er tilsammen blevet erhvervet for omkring 800 mio. kr. Ydermere er der blevet reinvesteret betydelige summer i investeringerne.

Pga. de store investeringer, skyldes den høje gældssætning i PSE's også disse 2 selskaber og ene aktivitet.

Opgaven er derfor afgrænset til kun at omhandle de 2 datterselskaber og 1 aktivitet⁵:

- Lalandia
- FitnessDK
- Udlejning af kontortårnene

Der er i opgaven sat en deadline for informationsindsamling. Denne deadline betyder at begivenheder efter den 22/2 2010 ikke vil blive behandlet i denne opgave.

Denne deadline betyder at der ikke eksisterer årsregnskabstal for Lalandia Billund, hvilket medfører endnu en afgrænsning i opgaven. I den strategiske analyse, vedrørende Lalandia, analyseres der både på Lalandia Rødby og Lalandia Billund, hvorimod at regnskabsanalysen og værdiansættelsen kun vil vedrøre Lalandia Rødby. Afgrænsningen betyder at Lalandia Billund kun vil indgå i opgavens strategiske analyse.

Da udlejningen af kontortårnene er en aktivitet i PSE, og derfor kun indgår i koncernregnskabet for PSE og ikke i et selvstændigt regnskab vil der ikke ske en regnskabsanalyse af kontortårnene. Den samlede analyse af udlejningen af kontortårnene er placeret i værdiansættelsesafsnittet.

Metodevalg

Opgavens samlede analyse kan deles op i fire delanalyser som tilsammen danner grundlag for konklusionen:

1. Strategisk analyse
2. Regnskabsanalyse

⁵ Se Figur 2

3. Budgettering

4. Værdiansættelse

Strategisk analyse.

Den strategiske analyse indledes med en analyse af de konkurrencemæssige forhold inden for de brancher som de to analyserede selskaber befinder sig i, samt en analyse af de trusler som findes udenfor de etablerede brancher. Til dette benyttes Porters Five Forces.

Herefter analyseres selskabernes styrker/svagheder og konkurrencesituation ved brug af SWOT-analysen. Her fokuseres der både på interne og eksterne faktorer. De interne er selskabernes styrker og svagheder, mens de eksterne er muligheder og trusler. SWOT-analysen skaber overblik over et givent selskab på et givent tidspunkt.

Regnskabsanalyse.

Regnskabsanalysen indledes med en reformulering af de to analyserede selskabers balance og resultatopgørelse. Dette udføres for at danne overblik over, hvor den reelle værdiskabelse finder sted. De reformuleres så der skelnes mellem værdiskabelse fra driften og fra finansieringen.

Herefter vil denne værdiskabelse vises og analyseres ud fra konkrete og retvisende nøgletal.

Dernæst vil risikoen blive analyseret. Jeg har dog valgt at placere risikoanalysen under afsnittet værdiansættelsen, da jeg mener at den her vil skabe et bedre overblik af en værdiansættelse af ikke-børsnoteret selskaber. Der vil dog blive konkluderet på risikoanalysen i dette afsnit.

Budgettering.

Resultaterne fra afsnittene, ”*Strategisk analyse*” og ”*Regnskabsanalyse*” benyttes som input i budgetteringen.

Budgetperioden løber indtil værdiskabelsen ikke kan budgetteres i detaljer længere.

Værdiansættelse.

Værdiansættelsen bliver udført på baggrund af det diskonterede cash flow(DCF). Ydermere vil der ske værdiansættelse via multiplen EV/EBITDA og den afkastbaserede model.

Kildekritik

Datagrundlaget i den strategiske analyse er dannet ud fra offentliggjort materiale. Materiale offentliggjort af PSE, herunder årsrapporter, pressemeddelelser og informationer på PSE’s

hjemmesider herunder også fra datterselskaberne hjemmesider, samt materiale offentliggjort af pressen og konkurrenternes hjemmesider.

Da jeg som udgangspunkt anser materialet offentliggjort af PSE selv, som kunne være farvet, har jeg for så vidt muligt suppleret materialet med gennemarbejdet materiale fra de andre kilder. Data vedrørende kursværdi anses dog for at komplet troværdige.

Virksomhedsbeskrivelse

Planen med dette afsnit er at give læseren et overblik over virksomheden PSE og dennes historie.

Dette gøres ved en overordnet beskrivelse fra grundlæggelsen af F.C. København frem til PSE som den fremstår i år 2009.

Selskabets sportslige historie stammer tilbage fra sammenlægningen af de to københavnske fodboldklubber B1903 og KB i 1992. Rationalet bag den fusion var at skabe én stor fodboldklub i København, som kunne tiltrække tilskuere og sponsorer i et større omfang end de to klubber kunne hver for sig og som andre klubber heller ikke var i stand til. Klubbens navn var, som vi kender det i dag, Football Club København (F.C. København). F.C. København startede som en succes, ved at klubben allerede det første år hentede det danske mesterskab hjem til hovedstaden. Den sportslige succes blev dog ikke ved og i 1997 var F.C. København på fallittens rand og søgte derfor investorer til at vende skuden. Der meldte sig et hold af investorer bestående af blandt andre Peter Nordvig, Aldo Petersen, Michael Kjær og en vis hr. Flemming Østergaard. Dette investorhold overtog derfra magten i selskabet med Flemming Østergaard som direktør, på den betingelse at han bestemte alt. Det første initiativ den nye direktør satte i søen, var udarbejdelsen af en ny organisations- og forretningsplan. Dette mundede til sidste ud i en rapport som er radikal i sin tankegang af, hvordan man driver fodboldforretning anno 1997.

Rapporten indeholdte blandt andet planer om en hurtig børsnotering af PARKEN og en udvidelse af forretningen, så den også skulle omfatte forlystelser, underholdning og en større sportslig portefølje. Med andre ord var det planen om at gøre selskabet bag F.C. København økonomisk uafhængig af de sportslige resultater på grønsværen, som havde manglet siden klubbens første sæson.

For at kunne realisere planen måtte Flemming Østergaard indføre midlertidigt diktatur for at rydde op i den synkende skude, der var plaget af økonomisk og organisatorisk kaos.

Flemming Østergaards mantra var ”*at sportslig succes ikke er lig med økonomisk succes. Hvorimod økonomisk succes måske kan danne grundlag for sportslig succes*”.

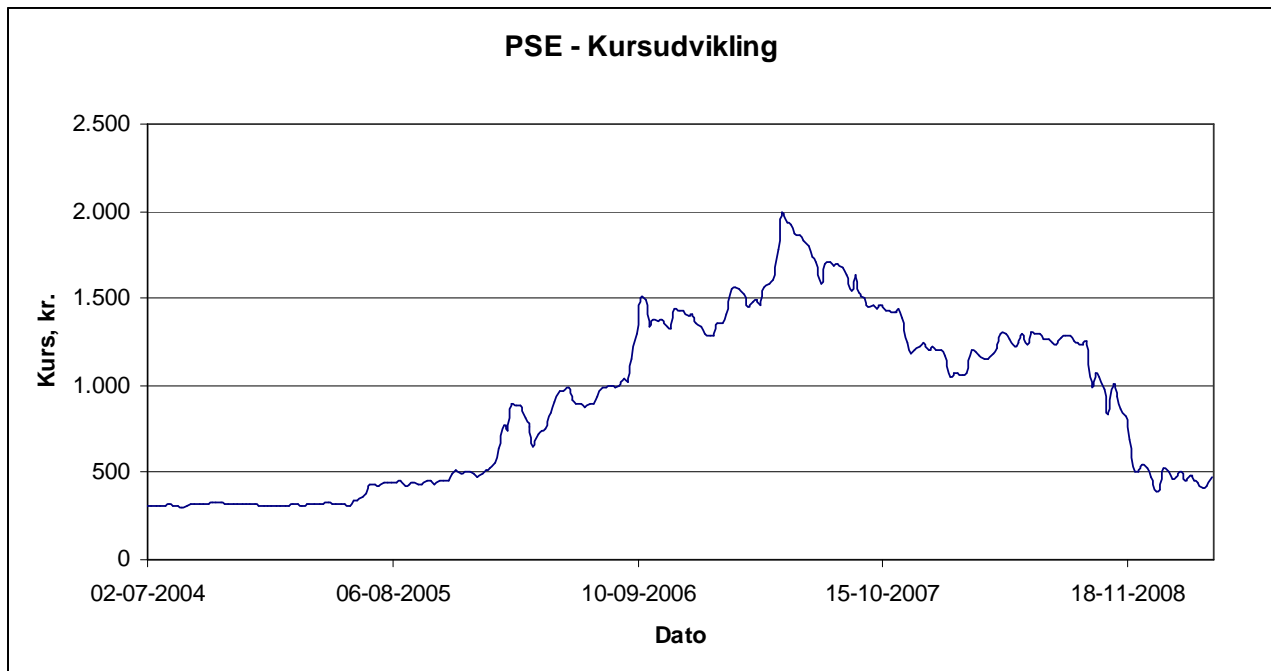
Som en del af planen blev F.C. København i 1997 introduceret på Københavns fondsbørs med henblik på at rejse kapital til at gøre selskabet mindre afhængig af de sportslige præstationer. Børsintroduktionen medførte en kapitalforhøjelse på 80 mio. kr. som året efter blev brugt til at realisere næste punkt i rapporten, at diversificere selskabets forretningsportefølje. Første porteføljeudvidelse var erhvervelsen af Parken med de dertilhørende restaurations- og konferencefaciliteter. Parken blev erhvervet for 138,5 mio. kr. Flemming Østergaard ser den dag i dag, dette som en af de bedste forretninger han har gennemført i sin karriere. Med i handlen fulgte også forpagtningen af cirkusbygningen. Erhvervelsen af Parken medførte, at kun halvdelen af omsætningen kom fra de sportslige resultater.

Med handlen var F.C. København ikke længere bare en fodboldklub, men en bred spiller i underholdningsbranchen. Fodbold var nu ikke længere F.C. Københavns eneste indtægtskilde, men var nu også i stand til at afholde så forskellige arrangementer som koncerter, speedway og firmaarrangementer.

Af den grund skifter selskabet i 1999 navn til PSE, med F.C. København som sin aktivitet. Fra den dag starter PSE sin udvikling mod det som vi kender i dag. I 2001 investeres der i skydetag over parken, så man nu har Nordeuropas største indendørs arena, og muligheden for at afholde arrangementer hele året rundt.

I 2002 købte PSE kontortårnene i Parken med henblik på udlejning til erhverv og 55 % af billetfirmaet e-billetter A/S.

I 2004 udvidede PSE sin portefølje betragteligt med købet af 75 % af aktierne i Lalandia A/S, der udover badeland med dertilhørende feriehuse også indeholder ejendomsselskabet 4F A/S og Skansen Huse. Nu var PSE ikke længere kun en forretning som gjorde forretninger i København, men havde bredt sig til hele Danmark. PSE optages samme år på Small Cap+ indekset på Københavns Fondsbørs.



Figur 1 - Graf over kursudviklingen i PSE

I 2006 erhverves fitnesskæden FitnessDK som ejer 33 fitnesscentre i hele Danmark. Prisen for FitnessDK var 299,3 mio. kr.⁶

I august 2006 indgår PSE aftale med REKA Holding Group om erhvervelse af 75 % af REKA Leisure. REKA Leisure ejer optioner til opførelse af oplevelsescenter ved LEGOLAND Billund. Selskabet skifter navn til Lalandia Billund A/S. Herefter begyndte byggeriet af Nordeuropas største og mest moderne ferie- og oplevelsescenter. PSE solgte de tilhørende 761 ferieboliger på én weekend.

PSE er nu en virksomhed som opererer indenfor mange forskellige brancher. I den nedenstående opstilling gives der et overblik over, hvilke aktiviteter og selskaber som PSE driver.

Mandag den 22. februar 2010 meddelte Flemming Østergaard at han ikke ville genopstille som bestyrelsesformand efter 13 år i virksomheden.⁷

⁶ <http://parken.dk/script/site/page.asp?artid=289>

⁷ <http://borsen.dk/karriere/nyhed/177176/>

Parken Sport & entertainment A/S			
<u>Aktiviteter</u>			
FCK Fodbold			
Erhvervsudlejning af PARKEN's kontortårne			
Udlejning af PARKEN			
<u>Datterselskaber</u>			
	<u>Ejerandel</u>	<u>Valuta</u>	<u>Selskabskapital</u>
REH A/S	100%	DKK	50.000.000
Fitnessdk A/S	100%	DKK	38.333.333
Lalandia Billund A/S	100%	DKK	15.000.000
Driftselskabet idrætsparken A/S	100%	DKK	5.000.000
Driftselskabet af 1. marts 2006 A/S	100%	DKK	1.111.611
Super Shoppen A/S	100%	DKK	500.000
FCK Håndbold A/S	100%	DKK	500.000
RoBow investment No.93 Ltd	100%	ZAR	1
Lalandia A/S	85%	DKK	5.000.000
Ejendomsselskabet 4F A/S	85%	DKK	5.000.000
Skasen Huse A/S	85%	DKK	500.000
Global Goal A/S	70%	DKK	333.333
Billetlugen A/S	55%	DKK	5.000.000

Figur 2 - Oversigt over PSE's aktiviteter og datterselskaber⁸

⁸ Kilde: PSE's årsrapport 2006/07 note 11 www.parken.dk

Strategisk analyse

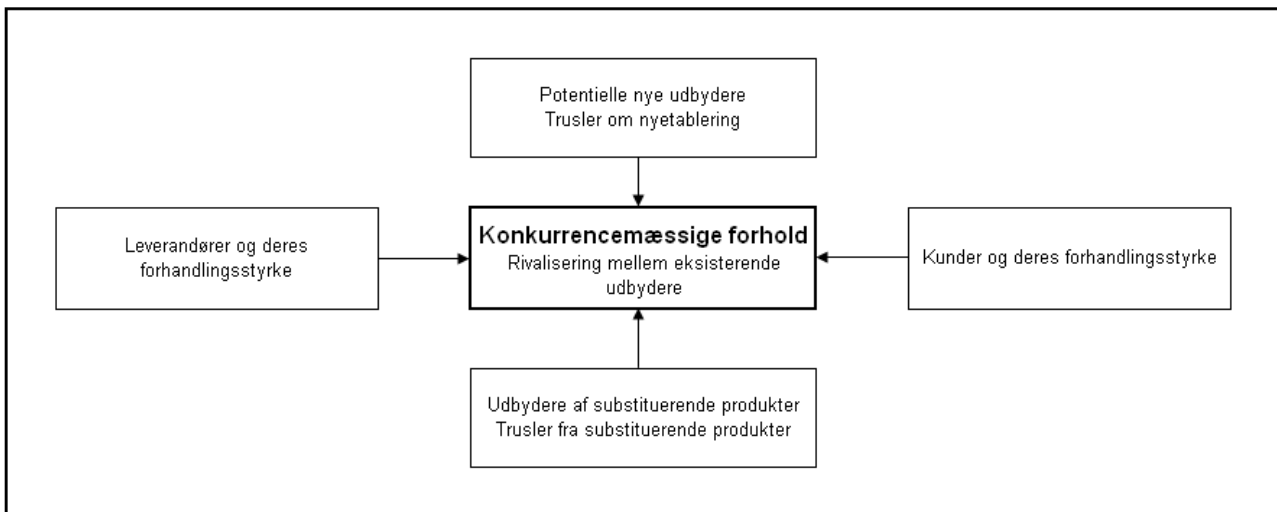
Baggrunden for den strategiske analyse er, at verdenen er dynamisk og at man derfor ikke kan benytte historiske regnskabsanalyser til at forudse den fremtidige indtjening⁹.

Derfor benyttes den strategiske analyse til at estimere den fremtidige udvikling for Lalandia og FitnessDK.

Dette gøres gennem de teoretiske modeller, Porters Five Forces og SWOT.

Porters Five Forces

Porters Five Forces retter sit fokus, dels mod de konkurrencemæssige forhold indenfor en branche og dels mod de trusler, der truer udenfor den etablerede branche.



Figur 3 - Oversigt over sammenhængen i Porters Five Forces

Kritik af Porters Five Forces¹⁰

Porters Five Forces er blevet kritiseret i mange og jeg ser det derfor som en nødvendig at gøre opmærksom på denne kritik inden jeg kaster mig ud i analysen.

I økonomisk forstand forudsætter modellen et klassisk perfekt marked. Jo mere et marked er reguleret jo mindre meningsfuld indsigt giver modellen.

Porters Five Forces tager sit udgangspunkt i branchen ud fra et statisk virksomhedssyn, og ikke som en dynamisk spiller, der til hver en tid kan påvirke en aktør i branchen¹¹.

⁹ Jens Elling & Ole Sørensen side 66.

¹⁰ <http://www.bm.ust.hk/~larryqiu/515-Five.pdf>

¹¹ <http://www.marketingsite.dk/GIF/porterrev.pdf>

Modellen passer bedst på simple markeder. Så snart markedet bliver komplekst bliver det svært at analysere alle fem kræfter(forces) i modellen

Ligeledes ser Porters Five Forces heller ikke på de interne faktorer i virksomheden som også er med til at skabe konkurrencemæssige fordele. For at imødegå kritikken med manglende fokus på de interne faktorer, har jeg her i opgaven valgt at supplere modellen med en SWOT-analyse, som har udgangspunkt i både de interne og eksterne faktorer.

Lalandia

Konkurrencemæssige forhold

I porters Five Forces er selskabets eksisterende konkurrencemæssige forhold i centrum

Antallet af konkurrenter.

Hvis man ser isoleret på badelandsmarkedet, er Lalandia kendt som Danmarks største badeland, og er derfor godt stillet i forhold til hvilket badeland danskerne vælger, hvis de vil have en sjov feriedag sammen med børnene¹². Jeg mener dog ikke, at man kan se på de konkurrencemæssige forhold uden at bevæge sig udenfor badelandsbranchen. Derfor vil jeg også kigge på konkurrenterne på hele familieunderholdningsmarkedet. Heriblandt findes bl.a. Bakken, Tivoli, BonBon Land, LegoLand, Zoologisk have og diverse sommerlande. I og med, at man opererer i et marked med mange konkurrenter er indtjeningsgrundlaget fra starten meget lavt. Lalandia konkurrerer derfor med nogen af Danmarks mest kendte brands.

Udover at være et badeland er Lalandia også et feriecenter. Dette gør at Lalandia ikke kun konkurrerer med endagsunderholdningsudbydere, men også decideret med charterferieudbydere. Dette gør det samlede antal af konkurrenter meget højt

Produktdifferentiering i branchen

I en branche med så stor konkurrence, som på familieunderholdningsmarkedet er det yderst vigtigt at have et produkt, som er differentieret i forhold til konkurrenternes. Lalandias produkt er differentieret ved, at være større end konkurrenternes i badelandsbranchen. Lalandia er ikke kun et badeland, men et helt feriecenter, hvor tilbud om golf, tennis og biograf er med til at differentiere sig fra konkurrenterne.

¹² http://www.lalandia.dk/MediaList/Presse/Kit/Pressekit_Roedby2010.pdf

Lalandia Billunds placering ved siden af LegoLand har ført til et strategisk samarbejde mellem de to tidligere konkurrenter i underholdningsbranchen. Det strategiske samarbejde går under navnet LegoLand Billund Resort. Den grundlæggende idé med samarbejdet er at skabe Nordeuropas største feriepark. Samarbejdet gør, at de besøgende både har adgang til LegoLand, Lalandia og Givskud Zoo¹³. De tre turistattraktioner er primært gået sammen for at kunne markedsføre sig mere markant, overfor såvel danske og udenlandske børnefamilier, da de sammen står betydeligt stærkere end de gør hver for sig. PSE's fremtidige mål med samarbejdet er at kunne tage konkurrencen op med de helt store turistattraktioner i Europa, og på den måde sikre den fremtidige omsætning.

Lalandia har via dette strategiske samarbejde minimeret konkurrencen til nogen af deres direkte konkurrenter.

Alt i alt må det konkluderes, at Lalandia befinder sig på et marked med meget stor konkurrence og meget svære indtjeningsvilkår. Alligevel er det lykkedes Lalandia, via et differentieret produkt at skabe en plads i danskernes bevidsthed, når der enten skal vælges endagsunderholdning og ferier.

Trusler fra nye konkurrenter

Kapitalkrav

Hvis man ser på den kapital der kræves, hvis man vil ind og konkurrere i på lige fod med Lalandia er kapitalkravet utrolig højt. Lalandia Billund har kostet i omegnen af 1,5 mia. kr. at opføre alt i alt¹⁴. Med i prisen er her selvfølgelig både golfbane og feriehus. Derfor er det ikke i det kapitalniveau der kræves for at være konkurrencedygtig i badelandsbranchen. Men det antages alligevel at en væsentlig procentdel af de 1,5 mia. kr. er brugt på opførelsen af badelandet.

Det må derfor kunne konkluderes, at kapitalkravet for nye konkurrenter er meget stort, hvis man ønsker at konkurrere på samme vilkår som Lalandia.

Markedsføring

Som ved så mange andre produkter vælger størstedelen af kunder et mærke, som de enten er blevet anbefalet eller et mærke som de har hørt om via reklamer. Derfor spiller markedsføring en stor faktor for nye konkurrenter for at få slået deres brand fast i danskernes bevidsthed. Derfor anser jeg denne adgangsbarriere som, at være stor og af væsentlig betydning.

¹³ <http://epn.dk/brancher/turisme/article1563211.ece>

¹⁴ <http://amtsavisen.dk/article/20090210/MJM/723546930>

Lalandia har igennem mange år slået deres navn fast i danskernes bevidsthed gennem aggressiv markedsføring i diverse medier¹⁵. Så det vil være en stor adgangsbarriere at skulle fravriste Lalandia pladsen i danskernes bevidsthed.

Kundernes forhandlingskraft

Analysen i dette afsnit koncentrerer sig om at konstatere, i hvilken grad branchen kan siges, at være afhængig af kunderne.

Antal kunder samt disses samlede køb.

Antallet af kunder er enormt højt. Alle danskere bruger hvert år mange penge på underholdning og ferier¹⁶. Det samlede beløb som disse kunder bruger, varierer meget fra kunde til kunde, men danskerne har tendens til at bruge mange penge på forkælelse, som jeg synes Lalandia hører inde under. På baggrund af antallet af kunderne og disses samlede køb kan det konkluderes at Lalandia ikke er afhængig af en eller få kunder. Derfor er kundernes forhandlingskraft, i dette afsnit lille.

Kundens mulighed for at skifte leverandør samt omkostningerne ved dette skifte.

Som tidligere bevist er udbuddet af underholdningstilbud og leverandører stort, og da kunderne ikke er bundet op af, at skulle benytte én leverandør, er kundernes mulighed for at skifte leverandør stor. Skifteomkostningerne forbundet med at skifte underholdningsleverandør, må antages at være lave da man ikke økonomisk har bundet sig til noget. Dette gør at kundernes forhandling i dette afsnit er høj.

Leverandørernes forhandlingskraft

Her har jeg valgt at dele leverandørerne op i to kategorier. Som jeg ser det, er der forskel på leverandørernes forhandlingskraft afhængigt af om der skal leveres til badelandet eller feriehusene. Forhandlingskraften er høj hos leverandøren af pools og rutsjebaner mm. til badelandet, da der her efterspørges specialprodukter, som ikke bare kan købes hos hvilken som helst leverandør. Badelandet er indenfor en branche, hvor kunderne efterspørger de nyeste og vildeste tiltag inden for badeaktiviteter. Nye innovative badeaktiviteter er med til at tiltrække kunderne, derfor er Lalandia meget afhængig af disse leverandører. Jeg har ikke været i stand til at kunne undersøge, hvilke

¹⁵ <http://www.turistnyt.dk/news/Rejsenyt/8331.html>

¹⁶ <http://www.business.dk/article/20080114/dinepenge/701140041/>

leverandører badelandet benytter, men har via internettet fundet frem til en håndfuld vandrutsjebaneleverandører/producenter, som alle har den type/størrelse standard rutsjebaner som Lalandia efterspørger¹⁷. Det må antages at der findes flere end dem jeg har fundet, så leverandørens forhandlingskraft er lav ved standard rutsjebaner og pool. Ligeså snart Lalandia efterspørger noget som ikke findes som standardvarer hos leverandørerne, så stiger leverandørernes forhandlingskraft.

Leverandørerne til de tilknyttede feriehuse er helt anderledes stillet end leverandørerne til badelandet. Feriehusene er til et vist punkt et standardiseret produkt, som alle ejendomsleverandører kan levere. Derfor vil den enkelte ejendomsleverandør være dårligere stillet i en forhandlingssituation, end leverandøren af f.eks. specielrutsjebaner.

Truslen for substituerende produkter

Truslen fra substituerende produkter er meget høj i underholdningsbranchen. Det kunne være at man i stedet for at tage en dag i badeland, valgte at tage en shoppingtur med hele familien eller tage på kanalrundfart i København. Alle disse tilbud vil altid være til stede og den trussel er stort set umulig at eliminere. Det økonomiske spiller også en stor rolle på de substituerende produkter. Det vil alt andet lige være billigere at tage familien med på kanalrundfart end at tage en tur i badeland.

Også kundernes vilje til at søge adspredelse, i de mange muligheder der er for, at få en hyggelig dag med familien eller vennerne gør, at kunder er tilbøjelig til kun at prøve tingene en eller få gange, for næste gang at prøve et andet af de mange underholdningstilbud

Derfor må det konkluderes, at truslen fra substituerende produkter er utrolig høj.

Vurdering af Lalandia's konkurrenceevne og indtjeningspotentialer

Lalandia's position indenfor badelande må siges at være utrolig stærk. Lalandia er den største spiller indenfor dette segment. Derfor konkluderes det, at både Lalandia's konkurrenceevne og indtjeningspotentialer er højt, hvis man ser på Lalandia som, kun at konkurrere på badelandsmarkedet. Virkeligheden forholder sig, som bevist i analysen, dog anderledes. Lalandia konkurrerer ikke kun med de andre badelande, men med hele familieunderholdningsbranchen. Lalandia's position indenfor denne branche vurderes også at være stærk, men dog ikke ligeså stærkt som f.eks. Tivoli og Dyrehavsbakken. Men gennem sine fornyelser i Lalandia Rødby og opførelsen

¹⁷ <http://www.fibrart.com>, <http://www.amusementleisure.com/>, <http://www.usaslide.com/>, <http://www.zebec.com/>, <http://www.recreonics.com/>, <http://www.watertechnologyinc.com/>

af Lalandia Billund vurderes det, at Lalandia er godt rustet til at tage konkurrencen op med de andre spillere på markedet. Ligeledes vurderes det, at Lalandia befinder sig på et marked med stort indtjeningspotentiale. Før dette indtjeningspotentiale kan nås, skal man dog have fat i kunderne. Et problem med dette er, at kundernes præferencer skifter og skifteomkostningerne forbundet med dette er meget lave.

Det ovenstående vurderes på baggrund af hele den ovenstående analyse. Nedenunder er hovedpunkterne listet op.

- Lalandia befinder sig i et marked med høj konkurrence, men har via innovative investeringer og tiltag formået at skabe sig en markant markedsposition.
- Lalandia står stærkt overfor nye konkurrenter pga. de høje indgangsbarrierer.
- Lalandia står svagt overfor kunderne, da kundernes villighed til at skifte leverandør af underholdning er høj og skifteomkostningerne er lave. Dette gælder dog for alle leverandører af underholdning.
- Lalandia står svagt overfor substituerende produkter da prisen på disse produkter i nogle tilfælde er lavere.

FitnessDK

Konkurrencemæssige forhold

Ligesom på familieunderholdningsmarkedet er fitnessmarkedet også præget af mange aktører, som alle kæmper om interessen fra danskerne der vil have et sundt liv.

Antallet af konkurrenter.

Der findes mange aktører på det danske fitnessmarkedet, af de store og kendte kæder er der bl.a. FitnessDK, FitnessWorld, Equinox, Hello Fitness og S.A.T.S. Men hvordan er deres indbyrdes styrkeforhold?

Fitness er blevet Danmarks største idrætsgren med sine 580.000 aktive medlemmer, set i forhold til f.eks. fodbold med sine 300.000 aktive medlemmer.

Der findes 2 store fitnesskæder i Danmark, FitnessDK og FitnessWorld, der begge har over 100.000 medlemmer. Begge kæder har fitnesscentre over hele landet og er derfor direkte konkurrenter. Derudover er der også stor konkurrence mellem de store og de små fitnesscentre. Snart kommer der endnu en stor spiller ind på markedet, nemlig idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness. Dennes indtræden kan have store konsekvenser for de kommercielle fitnesscentre, da man let kunne

forvente at prisen for at træne hos idrætsforeningerne ville være betydelig lavere end hos de kommercielle udbydere.

Nu har den oprindelige stifter af FitnessDK Henrik Palm, også meddelt at han vil åbne en ny fitnesskæde sammen med sin søn, nu hvor hans konkurrenceklausul fra salget af FitnessDK er udløbet. Det første center i Palm Fitness åbner den 1. november¹⁸. Her er der tale om en konkurrent der tidligere har haft meget stor succes med fitness og som skal tages alvorligt, selvom om planen med den nye fitnesskæde ikke er at blive lige så stor som FitnessDK gjorde.

Som udgangspunkt kan det siges, at jo flere udbydere, der agerer på et marked, desto mere konkurrence vil der være. På et marked med få udbydere er der risiko for, at virksomhederne koordinerer deres handlinger med henblik på f.eks. at opnå øget indtjening, hvilket svækker konkurrencen.

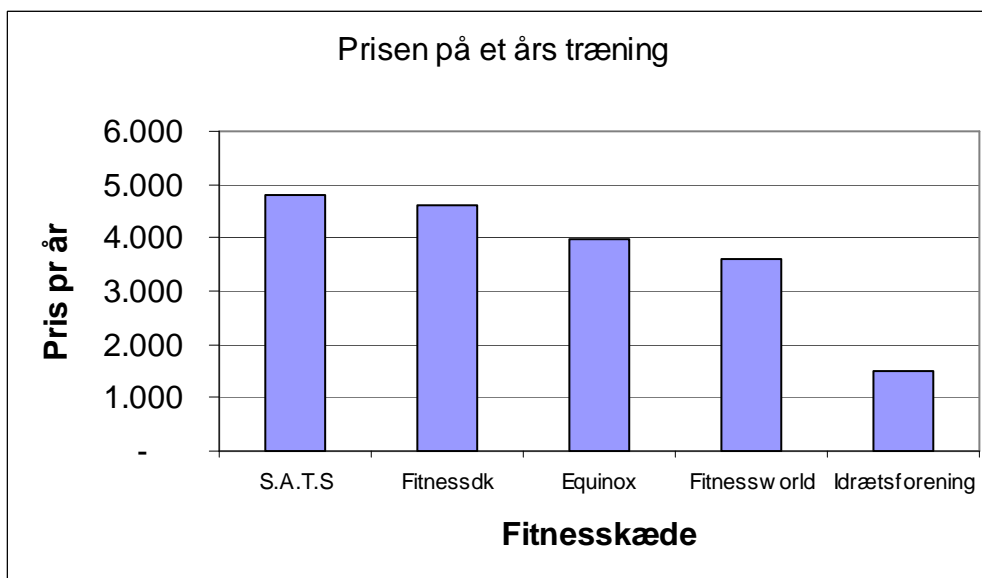
Jeg mener, ligesom man for Lalandia ikke kunne nøjes med kun at se på badelandsmarkedet alene, heller ikke kan nøjes med kun at se på fitnessmarkedet, men at man er nødt til at se på hele idrætsmarkedet med alle de sportsgrene som hører derunder. Derfor er sportsgrene som fodbold, badminton og håndbold også konkurrenter til FitnessDK.

Produktdifferentiering i branchen

Vi befinder os på et homogent marked, hvor det udbudte produkt er ens uanset om det udbydes af FitnessDK eller idrætsforeningerne. Der er ingen forskel på løbebånd og stepmaskiner. Køberne er derfor stort set indifferente overfor hvilken leverandør af fitnessudøvelse de vælger, når man alene kigger på det produkt som der leveres. Det kan derfor konkluderes, at fitness er et standardprodukt som ikke har unikke karakteristika fra de forskellige udbydere. Hvis du søger efter fitnesscentre i København på "De Gule Sider", finder man 54 forskellige fitnesscentre. Så københavneren har altså et stort antal udbydere at vælge mellem når han/hun vil af med overflødig fedt. Som så meget andet betyder navnet på det fitnesscenter man benytter meget for kunderne, og der har de store kæder en konkurrencemæssig fordel overfor de små udbydere. Selvom fitness i bund og grund er et standardprodukt på et marked med mange udbydere, befinder vi os ikke i et marked med fuldkommen konkurrence. Grunden til, at vi bevæger os væk fra dette marked er, at prisen på fitness ikke er givet udefra. Vi rykker derfor fra fuldkommen konkurrence over til oligopol, hvor markedet er domineret af få, men store udbydere. Disse udbydere er på det danske marked Fitnessdk, FitnessWorld, og i mindre grad S.A.T.S. De forskellige udbydere kender til hinanden og følger hinanden. Som f.eks. da FitnessWorld kom på markedet var deres strategi at blive prisledere.

¹⁸ <http://borsen.dk/investor/nyhed/167990/>

De fjernede bindingsperioderne og sænkede prisen, de andre udbydere fulgte straks med. Dog er der stadig forskel på prisen på fitness. Der har med andre ord ikke udviklet sig en fast markedspris.



Figur 4 - Prisen på et års træning hos udvalgte fitnessudbydere¹⁹

Der er sket meget på fitnessmarkedet de seneste år og nye tendenser ser ud til at ramme markedet med fuld kraft.

Da PSE opkøbte FitnessDK i 2006 var markedet præget af færre aktører end det er nu. Dengang havde alle kæderne sikkerhed i deres indtjening i en periode frem, gennem de meget medieomtalt bindingsperioder. Dengang var man bundet i sit fitnessabonnement i et år. Ingen af de etablerede kæder var interesseret i at konkurrere på dette område, da de kendte til folks træningsvaner. Mange af kunderne meldte sig ind i fitness, som et nytårsforsæt til at leve en sundere livsstil, men mistede lysten til at træne efter en måned.

Trusler fra nye konkurrenter

Dette afsnit omhandler de indgangsbarrierer som er forbundet med indtrængen på et nyt marked.

Kapitalkrav

Kapitalkravet for at starte et fitnesscenter burde ikke være det der fik nye konkurrenter til holde sig ude af fitnessbranchen. Omkostningerne forbundet med at starte et fitnesscenter løber op i leje af lokale, køb af maskiner (kan også leases) og udstyr mm. Det er ikke dette der skræmmer potentielle

¹⁹ Priserne er fundet på fitnessudbydernes hjemmesider

indtrængere. Det der skræmmer, er den hårde konkurrence og de svære vilkår for at tjene penge i branchen.

Markedsføring

Som for mange andre produkter vælger størstedelen af kunderne en leverandør, som de enten er blevet anbefalet eller et brand som de har hørt om via reklamer. Derfor spiller markedsføring en stor faktor for nye konkurrenter for at få deres brand plantet i danskernes bevidsthed. Derfor anser jeg denne adgangsbarriere for at være stor og af væsentlig betydning.

DGI og DIF indgået samarbejde med staten om offentlig støtte til 126 fitnesscentre²⁰. Idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness er bestemt en trussel, som det eksisterende marked skal og garanteret også vil tage meget seriøst. Antallet af de offentlige støttede fitnesscentre er større end FitnessDK, FitnessWorld og S.A.T.S. tilsammen.

Udover offentlige støttede fitnesscentre er mange virksomheder begyndt at se medarbejderfitness som en god investering. Dette har medført at mange virksomheder har deres eget fitnesscenter i kælderen, hvor medarbejderen oven i købet kan få lov til at træne i arbejdstiden. Dette ser mange som en stor fordel da man så har mere tid til privatlivet og på den måde kan møde sine kollegaer under andre omstændigheder.

Kundernes forhandlingskraft

Antal kunder samt disses samlede køb.

Fitnessbranchen er præget af mange kunder, som alle sammen bruger stort set det samme beløb. Branchen og dermed også FitnessDK er derfor ikke afhængig af én eller få kunder, hvorved kundernes forhandlingskraft er lav.

Kundens mulighed for at skifte leverandør samt omkostningerne ved dette skifte.

Da antallet af udbydere i fitnessbranchen er højt, er muligheden for at skifte leverandør stor. Derudover, hvis man ser på hele branchen for idræt og motion er antallet af udbydere endnu større. Efter ophøret af bindingsperioderne er skifteomkostninger stort set ikke eksisterende og da man ofte får tilbud i forbindelse med indmeldelsen i et nyt fitnesscenter, kan der direkte være tale om

²⁰ http://www.dif.dk/OmDIF/Forside/Nyheder/2008/01/20080129_foreningsfitness.aspx

skifteindtægter. Dette kunne være at man fik den første måneds træning gratis eller en gratis taske. Da det samme geografiske område ofte er dækket af flere udbydere af fitness/motion vil dette heller ikke være en omkostning for kunden.

Kunderne kan dog altid vælge at træne på egen hånd ved f.eks. at løbetræne i det fri, derved er kundernes forhandlingsstyrke høj i dette afsnit.

Kundernes forhandlingskraft er steget kraftigt de seneste år på grund af afskaffelsen af de omdiskuterede bindingsperioder. Dette stiller kunderne betydeligt bedre overfor fitnessudbydere.

Det viser sig, at efter bindingsperiodernes ophør er fitnesskundernes gennemsnitlige indmeldelsesperiode gået fra 18 måneder til nu 4 måneder.²¹

Produktdifferentiering

Fitness er et standardiseret produkt og er derfor ens lige meget om du benytter den ene eller den anden leverandør. Alligevel forsøger nogen leverandører at differentiere deres produkt, som f.eks. Hello Fitness som foregår i parkerne rundt omkring i Danmark og er derfor en anden form for fitness end den FitnessDK leverer. Kunderne vil ofte søge der hen, hvor der er den bedste og mest effektive træning, så derfor er kundernes forhandlingsstyrke også høj i dette afsnit.

Leverandørernes forhandlingskraft

Da fitness er et standardprodukt har leverandøren en lav forhandlingskraft. Alle fitnesscentre har stort set de samme fitness og styrketræningsmaskiner. Hvis der opstår problemer med en leverandør kan FitnessDK uden problemer finde en anden leverandør af f.eks. løbebånd. Derfor er det FitnessDK der har overtaget i en eventuel forhandlingssituation.

Truslen for substituerende produkter

Da fitness ikke er den eneste måde at komme i form på, vil truslen altid være der fra andre idrætsgrene. Her vil den selvstændige idræt som at løbe eller cykle sig en tur samt breddeidrætten som fodbold, håndbold og badminton være direkte konkurrenter til et medlemskab af et fitnesscenter. Men indtil videre har fitness bevaret sit brand som den ”smarte” og ”moderne” måde at komme i form på. Hvis dette ændrer sig, vil andre idrætsgrene stå på spring til at overtage disse medlemmer.

²¹ <http://www.business.dk/article/20090128/borsnyt/701280084/>

Vurdering af FitnessDK's konkurrenceevne og indtjeningspotentialer

FitnessDK's position på fitnessmarkedet vurderes at være meget stærk. FitnessDK er Danmarks største fitnesskæde med over 130.000 medlemmer. Via sin stærke markedsposition og massive markedsføring har FitnessDK formået at slå sit navn fast i danskernes bevidsthed. FitnessDK er placeret over hele landet og har derigennem en stor konkurrenceevne overfor de andre fitnesskæder. FitnessDK's konkurrenceevne, hvad angår priserne på fitness, må dog siges at være lav, da deres priser er langt højere end deres direkte konkurrenter og med idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness vil FitnessDK's konkurrenceevne på prisen blive yderligere svækket.

Da FitnessDK leverer et standardiseret produkt vil kundernes forhandlingskraft altid være høj, da de bare kan gå til en anden leverandør og få det samme produkt som FitnessDK leverer. Det modsatte er gældende overfor FitnessDK's leverandører i og med, at fitnessudstyr også er et standardiseret produkt. Dette gør FitnessDK's forhandlingskraft overfor leverandører høj.

Substituerende produkter er en stor trussel mod FitnessDK og dette er en trussel som altid vil være der indenfor sport og velvære, da FitnessDK ikke kun er i konkurrence med de andre fitnesskæder men også alle andre sportsgrene som findes rundt om i landet.

SWOT-analyse

Lalandia

	Styrker	Svagheder
Interne forhold	<ul style="list-style-type: none">• Placeret sammen med LegoLand i Billund• Lalandia er et kendt brand i Skandinavien• Stor og loyal kundebase	<ul style="list-style-type: none">• Stor konkurrence på ferie- og underholdnings markedet• Lalandia Rødbys placering• Mange aktører
	Muligheder	Trusler
Eksterne forhold	<ul style="list-style-type: none">• Mulighed for endnu bedre markedspostion med Lalandia Billund• Danskerne sparer på ferierne	<ul style="list-style-type: none">• Nedgang i antallet af besøgende• Ændringer i feriemønstre• Lalandia Billund påvirker Lalandia Rødby• De andre ferie- og underholdnings udbydere markedsfører sig kraftigt• Danskerne sparer på ferierne

Tabel 1 - SWOT-analyse – Lalandia

Styrker

Placeret sammen med LegoLand i Billund

Lalandia og LegoLand har indgået aftale om samarbejde under navnet LegoLand Billund Resort, der har til hensigt at forene det bedste fra de to verdner og skabe en international helårsattraktion i sværvægtsklassen i Danmark. Her er tale om et strategisk samarbejde mellem Lalandia, LegoLand, Givskud Zoo og Billund airport.²²

²² Pressemeddelelse fra LegoLand den 8. januar 2009 – www.legoland.dk

Lalandia er et kendt brand i Skandinavien

Lalandia har gennem snart 20 år oparbejdet et brand, som er kendt i hele Skandinavien²³. Dette giver dem en konkurrencemæssig fordel over for de andre badelande ikke bare i Danmark, men hele Skandinavien.

Stor og loyal kundebase

Mange børnefamilier ser Lalandia som det perfekte feriested for deres børn. Med massere af aktivitetstilbud i sikre rammer. Disse børnefamilier nøjes ikke med kun at besøge Lalandia en gang, men kommer gerne flere gange over en årrække. Ydermere bruges Lalandia også ofte som destination for mange sportsklubber som har brug for gode faciliteter, men ikke nødvendigvis har pengene til at tage til La Santa Sport.

Svagheder

Stor konkurrence på ferie- og underholdnings markedet

Markedet for underholdning er et markedet med meget stor konkurrence. Mange virksomheder kæmper om at få fingre i danskernes underholdningslikvider. Lalandia konkurrerer bl.a. med Tivoli, Bakken, BonBon Land og diverse sommerlande. Ligeledes er markedet for ferier også utrolig konkurrencepræget. Her konkurrerer Lalandia med rejseselskaber, campingpladser mm.

Lalandia Rødbys placering

Ligesom ovenfor skelner jeg mellem Lalandia som underholdningstilbud og ferietilbud.

Set i forhold til Lalandias konkurrenter er placeringen i Rødby ikke optimal, da mange danskere som bor i det nordlige sjælland ser det som en meget lang køretur for at få familien underholdt i forhold til at man f.eks. kunne tage en tur i Tivoli eller BonBon Land.

En stor svaghed ved Lalandia i Rødby som ferietilbud er, at stedet omkring Lalandia i sig selv ikke inviterer til, at man kan bruge en hel uge når mulighederne for at komme ud og opleve noget udenfor badelandet og sportsaktiviteterne er begrænset. Rødby og omegn er nok ikke det mest tiltrækkende for børnefamilier.

²³ <http://www.erhvervsbladet.dk/virksomheder/fremgang-lalandia>

Mange aktører

Lalandia opererer på et marked med mange aktører og nye aktører dukker hele tiden frem. Derfor er kampen om kunderne høj mellem disse mange aktører. Dette punkt hænger meget sammen med punktet angående den store konkurrence på ferie- og underholdningsmarkedet.

Muligheder

Mulighed for endnu bedre markedsposition med Lalandia Billund

Ved sin placering midt i Jylland vil Lalandia være bedre rustet til at kunne tiltrække den jyske del af Danmarks befolkning. På den måde kan Lalandia udbygge deres markedsposition yderligere. Lalandia har i forbindelse med åbningen af Lalandia Billund valgt at reklamere kraftigt i bl.a. Holland, dette har betydet at mange hollændere har valgt at booke sig ind i Billund i hollandske tulipanferie. Ligeledes forventer Lalandia Billund også at den nye flyrute mellem Helsingfors og Billund kan medføre at flere finner vil benytte badelandet i Billund.²⁴

Danskerne sparer på ferierne

Selvom overskriften på denne mulighed, ikke lyder særlig positiv ser jeg den alligevel, som en stor chance for Lalandia for at kapre nye kunder til både Rødby og Billund. Hvis f.eks. en families finanser er blevet mindre på grund af den raserende finanskrisen kan familien se sig nødsaget til at spare på ferien for at få det til at løbe rundt²⁵. Derfor kan det være, at familien dropper rejsen til Sydfrankrig for i stedet at holde ferien i Danmark og her har Lalandia muligheden for at få fingre i disse kunder.

Trusler

Nedgang i antallet af besøgende.

En trussel som er gældende for alle i underholdningsindustrien er en general nedgang i besøgstallet. Lalandia er som forklaret i Porters Five Forces ikke afhængig af enkelte kunder, men af et samlet antal besøgende. Hvis der sker et mærkbart fald i dette samlede antal, vil det kunne få konsekvenser i det lange løb, hvis ikke denne tendens ændres.

²⁴ <http://www.dr.dk/Regioner/Trekanten/Nyheder/Billund/2009/04/24/060556.htm>

²⁵ <http://digital.sondagsavisen.dk/showmag.php?mid=wdfpdt&index=true#/page6/>

Ændringer i feriemønstre

En radikal ændring i danskernes og resten af nordeuropæernes feriemønstre kan betyde kraftig nedgang i besøgstallet. Denne radikale ændring kunne forekomme hvis f.eks. at priserne på andre ferieformer falder kraftigt. Denne tendens kan allerede ses på flyrejser, hvor priserne de seneste år er faldet betydeligt²⁶. Dette kan trække folk væk fra ferier i Danmark og til udlandet. Dette er sket samtidig med priserne på hoteller også er faldet. På verdensplan faldt hotelpriserne i 2008 med hele 12 %²⁷. Denne udvikling kan medføre en ændring i feriemønstrene hos Lalandias kundesegment.

Lalandia Billund påvirker Lalandia Rødby

Hvis de to Lalandia centre ikke tilsammen kan generere et større besøgstal kommer de til at kæmpe om det samme antal kunder som før åbningen af Lalandia Billund, men med dobbelt så store driftsomkostninger til driften af to centre i stedet for et.

Det kan også frygtes at Lalandia Rødby mister mange af deres besøgende pga. interessen for det nye og mere spændende center i Billund. Dette kan medføre, at Lalandia Rødby ikke kan opretholde sit overskud pga. det faldende besøgstal.

De andre ferie- og underholdningsudbydere markedsfører sig kraftigt

Hvis de andre udbydere i underholdningsindustrien vælger at markedsføre sig kraftigt for at positionere sig stærkere, kan det have konsekvenser for Lalandia, hvis de ikke er i stand til at svare igen på dette forsøg på at stjæle Lalandia's kunder.

Danskerne sparer på ferierne

Jeg ser dette punkt som både en trussel og en mulighed. Ovenover forklarede jeg, hvordan man kan se på det som en mulighed, hvis dem der er vant til at bruge mange penge på charterferien enten frivilligt eller ufrivilligt ikke kan/vil bruge det samme beløb på ferie som tidligere og derfor vælger et ferieophold i Lalandia.

Det er dog også en trussel, hvis dem der normalt benytter Lalandia som ferieform vælger at bruge færre penge på ferie og derfor f.eks. vælger at tage på camping ferie i stedet.

²⁶ <http://www.bt.dk/article/20090221/REJSER/702210008/>

²⁷ http://www.hospitality-industry.com/index.php/news/comments/Global_Hotel_Prices_Drop_12/

Delkonklusion på SWOT-analysen – Lalandia

Lalandia skal benytte sin stærke markedsposition og sit kendte brand til at kapre endnu flere kunder og udbygge den i forvejen store og loyale kundebase. Men dette er lettere sagt end gjort, da Lalandia opererer på et marked med meget stor konkurrence og mange aktører både store og små. Alle disse aktører kæmper stort set om de samme kunder, men her er placeringen af Lalandia Rødby en af svaghederne ved Lalandia's konkurrencedygtighed.

En af de åbenlyse muligheder for Lalandia, er åbningen af det nye feriecenter i Billund. Det gør at jyderne nu også har mulighed for en tur i Danmarks største badeland uden at skulle hele vejen til Rødby. Det samme er gældende for de tyskere, som i forvejen holder sommerferie ved Vesterhavet der nu kan køre den korte tur til Billund.

Den finansielle krise som stort set hele verden befinder sig i lige nu, har både en positiv og negativ virkning for Lalandia. Det positive er, at danskere som normalt ville tage på ferie i udlandet i stedet vælger at holde ferie hjemme i Danmark og så kunne turen jo meget vel gå til Lalandia. På den anden side kunne de folk som normalt holder ferie i Danmark, herunder dem der holder ferie i Lalandia, vælge at spare i feriebudgettet og helt droppe ferien. Dermed kan den finansielle krise være både god og dårlig for Lalandia.

Lalandia er meget afhængig af danskernes feriemønstre. Hvis de ændre sig kan det være en stor trussel der kan medføre en stor nedgang i antallet af besøgende. Lalandia vil altid have truslen fra de andre aktører i branchen.

Til sidst er der frygten for at det nye Lalandia i Billund ikke generere flere besøgende, men at det kun "stjæler" kunder for Lalandia Rødby.

FitnessDK

	Styrker	Svagheder
Interne forhold	<ul style="list-style-type: none">• Spredt ud over store dele af Danmark• FitnessDK er et kendt brand i Danmark• Fitness er danskernes foretrukne måde at komme i form på	<ul style="list-style-type: none">• Stor konkurrence på fitnessmarkedet• Mange aktører• Dyrere end konkurrenterne
	Muligheder	Trusler
Eksterne forhold	<ul style="list-style-type: none">• Selvom finanskrisen kradses ser det ikke ud til at danskerne vil skære ned på fitness• Flere danskere vil benytte fitness til at komme i fysisk form	<ul style="list-style-type: none">• Øget konkurrence fra de foreningsdrevne fitnesscentre• Nye aktører på markedet• Endnu mere pres på prisen• Nye trends på markedet

Tabel 2 - SWOT-analyse - FitnessDK

Styrker

Spredt ud over store dele af Danmark.

Med sine mange centre over hele Danmark er FitnessDK i stand til at tilbyde deres ydelser til stort set hele den danske befolkning. Udover at være placeret i hele Danmark har FitnessDK benyttet de faldende boligpriser til at erhverve sig attraktive adresser i storbyerne.

FitnessDK er et kendt brand i Danmark.

FitnessDK har gennem massiv markedsføring formået at slå deres navn fast i danskernes bevidsthed. Dette gør at danskerne automatisk vil overveje FitnessDK som udbyder af fitness.

Fitness er danskernes foretrukne måde at komme i form på.

Fitness har gennem fleksibilitet og let tilgængelighed formået at få danskerne til enten at starte på at dyrke motion eller fået dem til at skifte fra f.eks. fodbold og håndbold. Fitness passer med den

individuelle livsstil, som danskerne har tilegnet sig sammen med den mere og mere stressende hverdag, som den arbejdende dansker oplever i disse tider. Faktisk viser tal fra Idrættens analyseinstitut (IDAN) at 8,8 % af danskerne benytter sig af fitness²⁸. Undersøgelser viser også, at fitnesskæderne ikke har problemer med at fastholde og tiltrække kunder. FitnessDK formåede at øge sit medlemstal til 127.000 i 2008.

Svagheder

Stor konkurrence på fitnessmarkedet.

Markedet for fitnessydelse er præget af stor konkurrence. Her tænkes der både på antallet af aktører og prisen. Gennem de seneste par år er antallet af aktører og centre steget kraftigt. Den succes som fitnesscentre har oplevet de seneste år har medført en kraftig ekspansion i antallet af kommercielle fitnesscentre. Tal fra IDAN, viser, at der i løbet af 2008 er sket en nettotilvækst på 44 nye kommercielle fitnesscentre. Dette var en reel fordobling af antallet af nye centre i forhold til 2007.

Efter FitnessWorld's etablering, er priserne og bindingsperioderne på fitness faldet drastisk, så det nu ikke længere er så profitabelt at drive fitnesscentre.

Mange aktører.

Hvis man kigger på hjemmesiden for Dansk Fitness & Helse Organisation(DFHO) kan man se, at der er 32 forskellige fitnesskæder tilknyttet.²⁹ Dog er nogen af disse kæder kun placeret lokalt i Danmark, men det viser bare, at det er et marked, hvor mange forskellige aktører kæmper om kunderne.

Dyrere end konkurrenterne

Som jeg beviste i et tidligere afsnit af rapporten, er FitnessDK relativt dyr i forhold til deres konkurrenter. F.eks. koster det ca. 1.000 kroner mere om året at træne i FitnessDK end i FitnessWorld. Denne prisforskel kan medføre at fremtidige kunder vælger FitnessDK fra i forhold til de billigere udbydere.

²⁸ http://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Sider/Danskern_eer_vilde_med_fitness.aspx

²⁹ www.DFHO.dk

Muligheder

Selvom finanskrisen kradser ser det ikke ud til at danskerne vil skære ned på fitness.

Ifølge en pressemeddelelse fra FitnessDK har den igangværende finanskriser ikke påvirket danskernes prioritering af fitness. Direktøren for FitnessDK, Steen Keller udtaler ”at danskerne hopper med på løbebåndet frem for finanskrisevognen”³⁰.

Flere danskere vil benytte fitness til at komme i fysisk form

Selvom FitnessDK har truffet den strategiske beslutning om ikke at åbne nye fitnesscentre i 2009, står de alligevel godt rustet overfor de flere og flere danskere som vil benytte fitness til at komme i bedre fysisk form. Alene i januar 2009 fik FitnessDK via massiv markedsføring i tv og den trykte presse, 9.930 nye medlemmer. Det viser med al tydelighed at fitnessmarkedet endnu ikke er mættet.

Trusler

Øget konkurrence fra de foreningsdrevne fitnesscentre.

Som beskrevet i afsnittet ”trusler fra nye konkurrenter” i Porters Five Forces, kommer der snart en ny stor spiller på markedet. Idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness vil blive en stor konkurrent til de kommercielle fitnesscentre.

Nye aktører på markedet

Da det ser ud til at fitnessbranchen vil gå uskadt gennem den finansielle krise og de stadig er i stand til at tiltrække nye kunder, vil nye konkurrenter se muligheder i markedet. Dette skete f.eks. for FitnessWorld, da de så muligheden for at fjerne bindingsperioden på fitness. Denne mulighed ændrede fitnessmarkedet radikalt for de eksisterende aktører i branchen. Hvis nye aktører ser muligheder som den FitnessWorld så, vil det kunne være en stor trussel for FitnessDK.

Endnu mere pres på prisen

Allerede nu har der været stort fokus på prisen på fitness. Men i og med at Idrætsforeningerne satser på at tilbyde nonprofit på fitness, vil dette kunne medføre at de kommercielle fitnesskæder bliver nødt til at sænke deres priser yderligere.

30

http://www.fitnessdk.dk/Medialibrary/PDF/Pressemeddelelser/2009/19.03.09_8%20%C3%A5r%20med%20fremgang.pdf

FitnessDK bliver nødt til at differentiere deres produkt i forhold til specielt idrætsforeningernes fitnesscentre, da de ikke vil kunne konkurrere på prisen.

Nye trends på markedet.

”*Mainstream fitness er yt – lavpris og luksus et hit*”. Sådan lyder konklusionen på to rapporter udgivet af idrættens analyseinstitut. Rapporterne viser at det er de to ydergrupper i fitnessmarkedet som står stærkest. Her tænkes der på dem som udbyder fitness til en meget lav pris og på dem som udbyder fitness sammen med luksus og velvære.

De kommercielle fitnesskæder har de seneste år været presset på kerneproduktet pga. at det er for let at kopiere, så derfor er det tingene uden om kerneproduktet der er tællende for kunderne.³¹

Delkonklusion på SWOT-analysen - FitnessDK

FitnessDK skal benytte sit kendte brand til at kapre større markedsandele. Man skal gå efter medlemmerne i de konkurrerende fitnesscentre eller dem som endnu ikke dyrker fitness. Indtil videre har fitnessbranchen ikke vist tegn på afmatning. Alle fitnesscentre har oplevet konstant fremgang de seneste år. FitnessDK står godt rustet, hvis denne fremgang skulle fortsætte de kommende år hvorimod nogle konkurrenter er begyndt at udvise svaghedstegn. FitnessWorld er f.eks. begyndt at udvise svaghedstegn som følge af den enorme succes, som de har oplevet den sidste tid. Der er blandt andet kritik af at der ikke længere er plads til at træne pga. de mange medlemmer. Her skal FitnessDK være klar til at kapre disse utilfredse kunder. Min analyse viser at FitnessDK har oprustet sig gennem store investeringer i deres centre, til at kunne rumme flere medlemmer end de allerede har. Her spiller en anden af FitnessDK's styrker også ind nemlig det geografiske. FitnessDK har centre over det meste af landet og burde derfor være et klart alternativ til konkurrenternes medlemmer.

En ting der stiller FitnessDK svagt overfor specielt FitnessWorld er priserne. På nuværende tidspunkt er FitnessDK ikke i stand til at konkurrere på dette område. Dette til trods for, at FitnessDK indenfor de sidste år har været nødsaget til at sænke deres priser for at kunne være konkurrencedygtige på et marked præget af mange konkurrenter og ens produkter.

Noget som kommer til at påvirke FitnessDK ud i fremtiden er idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness. Dette tiltag fra DIF og DGI er efter min mening en trussel som skal tages meget alvorligt, da disse træningscentre både vil være yderst konkurrencedygtige på både

³¹ Berlingske Tidende lørdag 2. januar 2010 – indland side 17.

lokaliteter og specielt priser. Som min graf over priserne på fitness viser vil disse nye fitnesscentre virkelig kunne rykke ved medlemspriserne og dermed mindske indtjeningen hos de kommercielle fitnesskæder.

Konklusion på den strategiske analyse

Det kan konkluderes at markederne for de analyserede selskaber har udviklet sig meget forskelligt siden PSE overtog kontrollen og at fremtiden for de to selskaber også ser meget forskellige ud.

Lalandia

Det kan konkluderes at Lalandia står stærkt i fremtiden. Lalandia er i besiddelse af en ledelse og bestyrelse med visioner og ideer. Disse visioner og ideer har blandt andet medført det store nye center i Billund, som i fremtiden vil trække endnu flere kunder i Lalandia's klorvand. Lalandia Billund er Nordeuropas største feriecenter og vil derfor ikke kun tiltrække danskerne, men folk fra hele Nordeuropa, som godt vil opleve det nyeste og det største.

Det konkluderes, at Lalandia har en stærk position på markedet for underholdning og ferier. Denne stærke position er kommet i hus via massiv markedsføring gennem godt og vel 20 år, samt et godt produkt. Dette har skabt en stærk profil af Lalandia som brand.

Den nylige ekspansion med Lalandia Billund har vist, at der er muligheder for Lalandia for ekspansion. Der går nok et stykke tid før man ser ekspansioner i den størrelsesorden fra Lalandia's side, pga. de massive omkostninger der er forbundet med sådanne ekspansioner. PSE har som konsekvens af dette måtte udskyde opførelsen af Lalandia i Italien.

Derfor kan det konkluderes at fremtiden for Lalandia ser meget lysere ud end for FitnessDK.

FitnessDK

Markedet for fitness har gennemgået en radikal forandring siden 2006, hvor PSE erhvervede sig FitnessDK. Dengang var FitnessDK klart den største og mest dominerende spiller på det danske marked. Siden da har fitnesskæden FitnessWorld haft sit indtog på det danske marked. Denne indtræden har betydet at prisen på fitness er faldet betydeligt, samt at fitnesskædernes sikkerhed i fremtidens omsætning, bindingsperioderne, er blevet fjernet, så medlemmerne nu ikke er nødt til at binde sig for f.eks. et år. Denne fjernelse af bindingsperioden har medført at medlemmerne står stærkere i en eventuel forhandlingssituation. Priserne på fitness kan være på vej ned på et endnu uset lavt niveau pga. idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness.

Markedet for fitness ser dog ikke ud til at være mættet endnu og fitness tiltrækker stadig flere og flere danskere væk fra de traditionelle idrætsgrene pga. fleksibiliteten. Det kan derfor også konkluderes at den finansielle uro ikke har sat en stopper for medlemsstigningen for fitnesscentrene. Tendensen på fitnessmarkedet har vist, at flere gerne vil træne, men de ikke er villige til at betale overpris for det.³²

Når man ser på alle disse faktorer samlet set, må jeg konkludere at fremtiden for fitnessmarkedet ser sortere ud end tidligere. Det kan godt være der kommer flere kunder, men udsigten er, at der tjenes færre og færre penge på hvert enkelt medlem.

Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen udarbejdes på baggrund af de offentliggjorte regnskaber fra Lalandia og FitnessDK. Der tages udgangspunkt i regnskaberne fra år 2005, 2006, 2007 og 2008. Disse årsregnskaber er købt på erhvervs- og selskabsstyrelsens hjemmeside.

Herudover benyttes årsregnskaber fra PSE A/S i samme periode.

Det primære formål med regnskabsanalysen er at fastsætte de økonomiske værdidrivere som har haft betydning for virksomhedernes historiske værdiskabelse.

Resultatet i regnskabsanalysen vil blive sammenholdt med resultaterne i den strategiske analyse, for derigennem at danne et overblik over forventningerne til det fremtidige vækst- og indtjeningspotentiale.

Disse forventninger danner datagrundlag for budgetteringen senere i opgaven.

Fremgangsmåden er først at reformulere balancen og resultatopgørelsen så man direkte kan se hvad der kommer fra driften og hvad der kommer fra selskabets finansielle dispositioner.

Derefter udregnes nøgletal for en 4 årig periode for at belyse og kommentere den historiske udvikling i de to selskabers økonomi.

Indledningsvis i dette afsnit vil påtegningerne blive gennemgået, hvorefter de grundlæggende principper for regnskabsaflæggelse vil blive belyst. Målet med dette er at danne sig overblik og viden om indhold og kontinuitet i regnskaberne så korrektioner kan laves hvis nødvendigt for at sikre sammenlignelige regnskaber

³² <http://www.business.dk/article/20090218/fritid/702180091/>

Regnskabspraksis

Årsrapporterne for Lalandia A/S og FitnessDK A/S er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabslovens bestemmelser for en mellemstor klasse C-virksomhed.

	Regnskabsklasse A	Regnskabsklasse B	Regnskabsklasse C	Regnskabsklasse C	Regnskabsklasse D
	Helt små	Små	Mellemstore	Store	Børsnoterede og statslige aktieselskaber
Balancesum	0 - 7 mio. DKK	0 - 36 mio. DKK	36 - 143 mio. DKK	> 143 mio. DKK	Alle uanset størrelse
Nettoomsætning	0 - 14 mio. DKK	0 - 72 mio. DKK	72 - 286 mio. DKK	> 286 mio. DKK	
Antal ansatte	0 - 10	0 - 50	50 - 250	> 250	

Tabel 3 - Årsregnskabslovens bestemmelser

Lalandia har pr. 31. december 2007, som andre af Parken Sport og Entertainment's datterselskaber omlagt regnskabsperioden fra 1. juli til 30. juni til at følge kalender året. Som konsekvens dækker regnskabet fra 2007, 18 måneder. Fra 1. juli 2006 – 31. december 2007.

FitnessDK har i hele analyseperioden fulgt kalenderåret i regnskabsaflæggelse.

Årsregnskaberne er aflagt efter samme regnskabspraksis i hele analyseperioden.

I henhold til årsregnskabsloven § 112, stk. 1 er der ikke udarbejdet koncernregnskab. Årsregnskabet for Lalandia A/S indgår sammen med sit datterselskab, Lalandia Badeland A/S, i koncernregnskabet for PSE.

Lalandia

Ledelsespåtegning

Lalandia's årsregnskab er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Ledelsen anser den anvendte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af Lalandia's aktiver, passiver og finansielle stilling i udløbet af hvert regnskabsår.

Revisionspåtegning

Både Lalandia og PSE's årsrapporter har i hele den analyserede periode været forsynet med revisionspåtegninger. Revisionen er udført i overensstemmelse med de gældende revisionsstandarder. Disse standarder skaber sikkerhed for at årsrapporterne ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold, og der konkluderes at årsrapporterne giver et retvisende billede.

Hverken ledelses- eller revisionspåtegningerne indikerer, at der er forhold der giver anledning til justering af regnskabsgrundlaget.

FitnessDK

Ledelsespåtegning

FitnessDK's årsregnskab er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven. Ledelsen anser den anvendte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af FitnessDK's aktiver, passiver og finansielle stilling i udløbet af hvert regnskabsår.

Revisionspåtegning

Både FitnessDK og PSE's årsrapporter har i hele den analyserede periode været forsynet med revisionspåtegninger. Revisionen er udført i overensstemmelse med de gældende revisionsstandarder. Disse standarder skaber sikkerhed for at årsrapporterne ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold, og der konkluderes at årsrapporterne giver et retvisende billede.

Hverken ledelses- eller revisionspåtegningerne indikerer, at der er forhold der giver anledning til justering af regnskabsgrundlaget.

Reformulering af årsregnskabet

Lalandia

Reformulering af de officielle regnskaber er nødvendig for at kunne beregne nøgletal på korrekt vis. Reformuleringen går ud på, at reklassificere posterne i regnskabet mellem driftsaktivitet og finansiell aktivitet. Hvis disse reklassificeres forkert vil rentabilitetsanalysen være misvisende for virksomheden.

Med henblik på den senere værdiansættelse af egenkapitalen i opgaven er det nødvendigt at dele aktiverne op i driftsaktiver og finansielle aktiver, samt at dele passiverne op i driftsforpligtelser, finansielle forpligtelser og egenkapital. Ligeledes skal resultatopgørelsen deles op i poster vedrørende drift og finansiering.

Reformulering af balancen - Aktiverne

Den "likvide beholdning" og "tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder" er klassificeret som finansielle aktiver, mens resten af aktiverne er klassificeret som driftaktiv.

Aktiver	2005	2006	2007	2008
Driftaktiver	36.938	33.918	47.124	54.566
Finansielle aktiver	63.337	48.050	57.806	93.953
Aktiver i alt	100.275	81.968	104.930	148.519

Tabel 4 - Reformulerede aktiver - Lalandia

Reformulering af balancen - Passiverne

Her er gælden til kreditinstitutter og modtagne forudbetalinger fra kunder de to poster som til sammen udgør de finansielle forpligtelser. Driftsforpligtelserne er dannet af "udskudt skat", "leverandører af varer" og "tjenesteydelser", "gæld til tilknyttede virksomheder", "selskabsskat" og "anden gæld".

Egenkapitalen er som i den oprindelige balance.

Passiver	2005	2006	2007	2008
Driftsforpligtelser	34.373	28.752	32.689	38.836
Finansielle forpligtelser	42.471	23.786	14.632	33.877
Egenkapital	23.431	29.430	57.609	75.806
Passiver i alt	100.275	81.968	104.930	148.519

Tabel 5 - Reformulerede passiver - Lalandia

Reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen, ligesom balancen sker for at dele posterne op i posterne for driften og for finansieringen. På den måde får vi en totalindkomst for driften, for finansieringen og den samlede totalindkomst

Skatten i den reformulerede resultatopgørelse er en af de ting der skiller sig meget ud i forhold til den officielle resultatopgørelse. Her er den fulde skattepåvirkning lagt op i driften mens skatteskjoldet er lagt i de finansielle omkostninger. Samlet giver det den samme skatteeffekt som i den officielle resultatopgørelse.

Reformuleret resultatopgørelse i tusinde kr	2005	2006	2007	2008
Nettoomsætning	159.705	184.671	296.454	215.712
Vareforbrug	-41.959	-48.153	-79.115	-55.548
Bruttofortjeneste	117.746	136.518	217.339	160.164
Andre eksterne omkostninger	-32.602	-40.517	-64.914	-48.812
Personaleomkostninger	-64.402	-69.905	-108.435	-81.757
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	-5.032	-5.965	-9.220	-6.680
Driftsoverskud fra salg (før skat)	15.710	20.131	34.770	22.915
Skat herpå	-3.846	-5.683	-8.474	-5.702
Driftsoverskud fra salg	11.864	14.448	26.296	17.213
Resultat før skat i dattervirksomhed	1.223	556	-1.054	-25
Skat på andet driftsoverskud	-342	-156	295	7
Andet driftsoverskud	881	400	-759	-18
Totalindkomst fra driften	12.744	14.848	25.538	17.195
Finansielle indtægter	2.049	2.658	4.240	3.147
Finansielle omkostninger	-684	-1.060	-718	-1.811
Skattefordel på gæld	-382	-447	-881	-334
Netto finansielleomkostninger efter skat	983	1.151	2.642	1.002
Totalindkomst	13.727	15.999	28.179	18.197

Tabel 6 - Reformuleret resultatopgørelse

Skattesatsen på posten skattefordel på gæld(renteskatteskjoldet) er sat til 25 % i år 2007 og 2008 og til 28 % i år 2005 og 2006³³.

Her skal det yderligere bemærkes at regnskabsåret for 2007 strakte sig over 18 måneder, for at tilpasse regnskabsåret til kalenderåret.

Den reformulerede balance og resultatopgørelse vil blive benyttet i resten af opgaven.

FitnessDK

Med henblik på en værdiansættelse af egenkapitalen kræves der en opdeling af drifts og finansielle aktiver og en opdeling mellem drifts- og finansielle forpligtelser.

Reformulering af balancen - Aktiverne

Aktiverne er delt op i drifts- og finansielle aktiver. Driftsaktiverne er alle de aktiver som vedrører ”produktion” og ”salg af varer og tjenesteydelser”. Driftsaktiverne indeholder blandt andet poster som ”indretning af lejede lokaler” og ”handelsvarer”.

³³ http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og_afgifter/4607.html

De finansielle aktiver er de poster der medvirker til at tilvejebringe den nødvendige kapital til driften. De finansielle aktiver er ”tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder” og ”likvide beholdninger”.

Aktiver	2005	2006	2007	2008
Driftaktiver	49.050	118.025	150.412	168.725
Finansielle aktiver	1.804	46.559	19.624	122.392
Aktiver i alt	50.854	164.584	170.036	291.117

Tabel 7 - Reformulerede aktiver - FitnessDK

Reformulering af balancen – Passiverne

Passiverne er delt op i tre kategorier. Driftsforpligtelser, finansielle forpligtelser og egenkapitalen. Driftsforpligtelserne er ligesom driftsaktiverne de poster som vedrører produktion og salg af varer og tjenesteydelser. Her befinder bl.a. poster som ”gæld til tilknyttede virksomheder” og ”anden gæld” sig.

De finansielle forpligtelser er ligesom de finansielle aktiver de poster som medvirker til at tilvejebringe den nødvendige kapital til driften. De finansielle forpligtelser består i opgaven af ”gæld til kreditinstitutter” og ”leasingforpligtelser”.

Passiver	2005	2006	2007	2008
Driftsforpligtelser	12.262	121.649	126.423	81.029
Finansielle forpligtelser	14.845	8.877	955	162.115
Egenkapital	23.747	34.058	42.658	47.973
Passiver i alt	50.854	164.584	170.036	291.117

Tabel 8 - Reformulerede passiver - FitnessDK

Reformulering af resultatopgørelsen

Ligesom ved Lalandia er det skatten som skiller sig mest ud fra den oprindelige resultatopgørelse.

Reformuleret resultatopgørelse i tusinde kr	2005	2006	2007	2008
Nettoomsætning	163.647	312.176	342.882	425.579
Vareforbrug	-4.207	-8.025	-11.914	-13.879
Bruttofortjeneste	159.440	304.151	330.968	411.700
Andre eksterne omkostninger	-104.729	-199.783	-194.892	-237.242
Personaleomkostninger	-28.013	-84.565	-101.774	-132.768
Afskrivninger på immaterielle anlægsaktiver	-7.693	-693	-404	-1.050
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	0	-16.722	-23.059	-34.569
Driftsoverskud fra salg (før skat)	19.005	2.388	10.839	6.071
Skat herpå	-5.265	-383	-1.894	1.820
Driftsoverskud fra salg	13.740	2.005	8.945	7.891
Resultat før skat i dattervirksomhed	-3	0	0	0
Skat på andet driftsoverskud	1	0	0	0
Andet driftsoverskud	-2	0	0	0
Totalindkomst fra driften	13.738	2.005	8.945	7.891
	0	0	0	0
Finansielle indtægter	230	1.770	475	6.349
Finansielle omkostninger	-2.342	-3.135	-2.655	-9.784
Skattefordel på gæld	591	382	545	859
Netto finansielle omkostninger efter skat	-1.521	-983	-1.635	-2.576
	0	0	0	0
Totalindkomst	12.217	1.022	7.310	5.315

Tabel 9 - Reformuleret resultatopgørelse - FitnessDK

Skattesatsen på posten Skattefordel på gæld (renteskatteskjoldet) er sat til 25 % i år 2007 og 2008 og til 28 % i år 2005 og 2006³⁴.

Rentabilitet indtjening, soliditet og risiko

I dette afsnit sigtes der mod at kortlægge virksomhedernes rentabilitet, indtjening og soliditet og risiko.

Dette gøres gennem en række nøgletal, som hver for sig og sammen fortæller om den historiske økonomiske udvikling, samt den nuværende økonomiske situation.

Formålet med en nøgletalsanalyse er at give et kort og samlet helhedsindtryk af virksomhedernes økonomi.

³⁴ http://www.skm.dk/tal_statistik/skatter_og_afgifter/4607.html

Lalandia

Rentabilitet	2005	2006	2007	2008
Afkastningsgrad		22,09%	37,21%	18,08%
Overskudsgrad	9,84%	10,90%	11,73%	10,62%
Aktivernes omsætningshastighed		2,03	3,17	1,70
Afkastningsgrad på driften		57%	86%	45%
Driftaktivernes omsætningshastighed		5,21	7,32	4,24
Egenkapitalens forrentningsprocent		60,53%	64,75%	27,28%

Indtjeningsgevn	2005	2006	2007	2008
Bruttomargin	74%	74%	73%	74%
Indeks på omsætningen	100	116	186	135
Kapacitetsomkostninger	102.036	116.387	182.569	137.249
Kapacitetsgrad	1,15	1,17	1,19	1,17
Nulpunktsomsætning	138.397	157.439	249.027	184.850
Sikkerhedsmargin	13%	15%	16%	14%

Soliditet og likviditet	2005	2006	2007	2008
Soliditetsgrad	23%	36%	55%	51%
Likviditetsgrad 1	1,36	1,06	1,58	2,26
Likviditetsgrad 2	1,48	1,20	1,76	2,44

Tabel 10 - Nøgletal - Lalandia

Rentabilitet

Afkastningsgraden (ROA) ligger i 2008 på 18,08 %, hvilket må siges at være yderst acceptabelt. Afkastningsgraden er meget højere end den risikofrie rente, som er et krav, da investoren kræver et risikotillæg i kompensation for den risiko som investor påtager sig i forbindelse med investeringen. Ses der på egenkapitalens forrentningsprocent så er denne faldet kraftigt fra 2007 til 2008. Dette kraftige fald skyldes 2 ting. Den første grund til det kraftige fald er at regnskabsåret 2007 dækker over 18 måneder og der derfor har været 18 måneder til at skabe overskud mens der i 2008 kun har været 12. Den anden grund er at Lalandias overskud er meget stabilt og da hele stort set overskuddet er overført til egenkapitalen, så vil forrentning af denne være faldende. Denne tendens vil også kunne ses i budgetteringen af Lalandia.

Indtjening

Ses der på Lalandias bruttomargin ser man at den har ligget stabilt gennem hele den analyserede periode. Her ses det at ¼ af omsætning går til de variable omkostninger. Kigges der på kapacitetsgraden, ses det at kapacitetsomkostninger dækkes med rigelig margin.

Kigges der på hvor afhængig Lalandia er af omsætningen for at dække både de variable og faste omkostninger, ses at virksomheden i hele den analyserede periode ligger på en sikkerhedsmargin på ca. 15 %, hvilket er acceptabelt.

Soliditet og likviditet

Den finansielle gearing har siden 2005 været faldende i Lalandia. Dette ses i soliditetsgraden, som er steget fra 23 % til 51 %. Over halvdelen af aktiverne i Lalandia er nu finansieret af egenkapitalen. Dette skyldes de gode resultater, som Lalandia har leveret i hele den analyserede periode, har medført en stigende egenkapital, mens at fremmedkapitalen er faldet fra 2005 (77 mio. kr.) til 2008 (73 mio. kr.).

Den høje soliditetsgrad stiller Lalandia stærkere, hvis fremtidige tab skal imødegås og dette mindsker den samlede risikoen omkring Lalandia.

Likviditetsgraden viser betalingsdygtigheden af Lalandia³⁵. Likviditetsgraden har været stigende gennem hele den analyserede periode.

Likviditetsgrad 1 viser den mest kortsigtede likviditetssituation. Denne skal være over 1, da omsætningsaktiverne minus varebeholdningen ellers ikke kan dække den kortfristede gæld her og nu. Likviditetsgrad 1 ligger i 2008 på 2,26, hvilket er yderst fornuftigt, da den kortfristede gæld er mere end dækket af omsætningsaktiverne.

Hvis man derimod kigger på likviditetsgrad 2, så skal denne gerne ligge på over 2, da omsætningsaktiverne på længere sigt også skal tage hensyn til den langfristede gæld. Den ligger i 2008 på 2,44, hvilket stiller Lalandia godt. Det kan konkluderes at Lalandia er godt rustet til fremtiden.

³⁵ <http://www.merc-it.com/default.aspx?pageID=19453&menuId=>

FitnessDK

Rentabilitet	2005	2006	2007	2008
Afkastningsgrad		2,22%	6,48%	2,63%
Overskudsgrad	11,61%	0,76%	3,16%	1,43%
Aktivernes omsætningshastighed		2,90	2,05	1,85
Afkastningsgrad på driften		3%	8%	4%
Driftaktivernes omsætningshastighed		3,74	2,55	2,67
Egenkapitalens forrentningsprocent		3,54%	19,06%	11,73%

Indtjeningevne	2005	2006	2007	2008
Bruttomargin	97%	97%	97%	97%
Indeks på omsætningen	100	191	210	260
Kapacitetsomkostninger	140.435	301.763	320.129	405.629
Kapacitetsgrad	1,14	1,01	1,03	1,01
Nulpunktsomsætning	144.140	309.725	331.653	419.303
Sikkerhedsmargin	12%	1%	3%	1%

Soliditet og likviditet	2005	2006	2007	2008
Soliditetsgrad	47%	21%	25%	16%
Likviditetsgrad 1	0,95	0,51	0,31	2,05
Likviditetsgrad 2	0,95	0,51	0,33	2,13

Tabel 11 - Nøgletal - FitnessDK

Rentabilitet

Afkastningsgraden (ROA) ligger i 2008 på 2,68 % hvilket er under den risikofrie rente som i skrivende stund ligger på 3,44 %. Virksomheders afkast skal som minimum dække den risikofrie rente. Dette betyder at PSE ville have kunne opnå et højere afkast ved f.eks. at have investeret pengene i en 10 årig statsobligation som stort set er risikofri. Dette gør FitnessDK til en rigtig dårlig investering. Ved investering i selskaber forventes der et risikotillæg i afkastet, som kompensation for at investoren påtager sig risikoen. Ved at kigge på afkastningsgraden ses rentabiliteten uden hensyntagen til, hvordan FitnessDK er finansieret.

Det ses at FitnessDK's overskudsgrad var betydelig højere da de ikke var ejet af PSE. Dette skyldes bl.a. afskrivninger på de investeringer der er fortaget i FitnessDK for at højne standarden på centrene, samt en markant stigning i personaleomkostningerne.

Ved at kigge på Egenkapitalens forrentningsprocent (ROE) tages der hensyn til finansieringen. Ved ROE vises rentabiliteten ud fra et aktionærsynspunkt.

ROE er drevet af 4 parametre; ROA, virksomhedens finansielle gearing, virksomhedens lånerente, den effektive skattesats. Disse 4 parametre har vidt forskellig risiko. En højere ROE, kan, som i

FitnessDK's tilfælde være drevet af en parameter med høj risiko. De parametre som FitnessDK's ROE er drevet af, er den finansielle gearing og lånerenten. En stigende finansiell gearing betyder at FitnessDK bliver mere følsomme overfor konjunkturændringer og de deraf afledte rentesvingninger.

Grundet den meget høje finansielle gearing er egenkapitalen, som skal forrentes relativt ikke stor i forhold til det samlede indskud som skal forrentes.

FitnessDK havde i 2008 en lånerente på 6,19 % og da de i samme år havde en afkastningsgrad på 2,63 % kan det ligeledes konkluderes at FitnessDK ikke er i stand til at tjene penge på deres fremmedkapital, hvilket er stort problem med den høje finansielle gearing.

Indtjening

Kigges der på indtjeningen for FitnessDK ses der en bruttomargin på 97 % over hele den analyserede periode. Sammenlignet med Lalandia er FitnessDK's variable omkostninger små i forhold til nettoomsætningen. Hvis der derimod kigges på kapacitetsgraden, ses det med tydelighed hvor tung FitnessDK' er som virksomhed i forhold til Lalandia. Bruttofortjenesten dækker kun lige kapacitetsomkostningerne. Det gør også at sikkerhedsmarginen ligger på 1 % i 2008. Dette scenarie gør FitnessDK yderst sårbar overfor et fald i omsætning, hvilket ses på nulpunktsoomsætningen, som ligger meget tæt på den faktiske omsætning.

Soliditet og likviditet

Som beskrevet i afsnittet om rentabiliteten, er den finansielle gearing i FitnessDK høj. Dette ses i soliditetsgraden, som over perioden har været stødt faldende til et niveau i 2008 på 16 %. Dette betyder at kun 16 % af de samlede aktiver er finansieret med egenkapitalen. Den lave soliditetsgrad er en konsekvens af de investeringer der er foretaget i FitnessDK for at få kvaliteten af centrene op på et højere niveau, samt at få antallet af centrene op på et højere niveau.

Den lave soliditetsgrad stiller FitnessDK sværere hvis fremtidige tab skal imødegås og dette øger risikoen omkring FitnessDK.

Likviditetsgraden viser hvor betalingsdygtig FitnessDK. Både likviditetsgrad 1 & 2 ligger i 2008 på et meget fornuftigt niveau. Det er første år i den analyserede periode at omsætningsaktiver dækker den kortfristede gæld. Stigningen i likviditetsgraden skyldes et fald på 41 mio. kr. på den kortfristede gæld, samt en markant stigning i omsætningsaktiverne.

I perioden fra 2007 til 2008 skal det dog siges at gælden til kreditinstitutter er steget fra 10 t.kr. til 158.865 t.kr.

Nu er rentabilitet, indtjening, likviditet og soliditet analyseret, nu mangler kun en analyse af risikoen. Risikoanalysen findes i afsnittet ”*Estimering af ejers afkastkrav*”. Der vil blive konkluderet på risikoanalysen i regnskabsanalyse konklusionen

Konklusion på regnskabsanalysen

Lalandia

Lalandia har i den analyserede periode stort set haft stabile nøgletal dog med nogle udsving. Udsvingene skyldes bl.a. at Lalandia i 2007 valgte at omlægge sit regnskabsår så det fulgte kalenderåret. Dette har betydet at regnskabet i 2007 dækkede over 18 måneder.

Lalandia har via høje overskuds- og afkastningsgraden været i stand til at tjene penge på fremmedkapitalen. Det kan derfor konkluderes at Lalandias kapitalstruktur ikke er helt forkert.

Alt i alt kan det konkluderes at Lalandia har en fin økonomi, hvor omsætningen ikke kun dækker omkostningerne, men også skaber et flot overskud.

Risikoen er analyseret i afsnittet ”*Estimering af ejers afkastkrav*” senere i opgaven. Grunden til at jeg har valgt at placere risikoanalysen i dette afsnit er, at jeg har vægtet betydningen af risikoanalysen højere i det afsnit end i det ovenstående afsnit. Alligevel vil jeg i dette afsnit konkludere på resultaterne.

Da investorer normalt antages at være risikoaverse, vil de derfor kræve kompensation for den risiko som er forbundet med deres investering. Denne kompensation/risikotillæg udspringer i et højere afkastkrav for ejerne. Risikoen er i denne opgave delt op i driftsmæssig og finansiell risiko.

Lalandia sælger kun deres varer på det danske marked og er derfor ikke følsomme overfor valutakursudsving. Den internationale finanskriser vil dog, efter Lalandia's egen opfattelse, påvirke omsætningen i et par år frem. De strategiske risici er høje da Lalandia opererer på et marked med høj konkurrenceintensitet og med mange aktører. Det kan alt i alt konkluderes at Lalandia's driftsmæssige risiko er på et middelniveau, hvor de eksterne risici trækker ned og de strategiske risici trækker op i risikoniveauet.

Også på den finansielle side af risikoen befinder Lalandia sig på et middelniveau, med en forholdsvis lav gearing og variabelt forrentede lån i danske kroner med lang løbetid. På grund af de variabelt forrentede lån er Lalandia følsom overfor renteniveauet i Danmark.

Det konkluderes hermed at den samlede risiko for Lalandia befinder sig på et middelniveau.

FitnessDK

Den økonomiske situation for FitnessDK er ikke lige så god som Lalandia's. FitnessDK har gennem hele den analyserede periode oplevet et fald i de finansielle nøgletal.

Samtlige de analyserede nøgletal er faldet. Værst ser det ud for overskudsgraden, som nu kun ligger på 1,43 %. Til sammenligningen lå overskudsgraden i det første analyserede år på 11,61 %. Dette fald betyder at næsten hele omsætningen bliver suget op af omkostninger.

FitnessDK er en tung virksomhed grundet de meget høje kapacitetsomkostninger. Dette gør FitnessDK meget afhængig af en høj omsætning, så disse kapacitetsomkostninger bliver dækket.

I den analyserede periode er FitnessDK gået fra, at næsten halvdelen af aktiverne var finansieret med egenkapitalen til at kun 16 % af aktiverne er finansieret via egne midler. Dette er dog ikke altid negativt, hvis virksomheden er i stand til at tjene penge på deres fremmedkapital. FitnessDK's lave overskudsgrad og afkastningsgrad kan ikke opveje prisen på fremmedkapitalen. Derfor kan det konkluderes, at kapitalstrukturen i FitnessDK ikke er optimal, så længe de ikke er i stand til at forrente fremmedkapitalen med mere end de betaler for at få den stillet til rådighed.

Hvis der ses på risikoen, så sælger FitnessDK ligesom Lalandia kun sine varer på det danske marked og er derfor ligeledes ikke følsomme for valutakursudsving. Den internationale finanskrise kan skabe en usikkerhed om den fremtidige omsætning, men indtil videre har kunderne ikke vist tegn på at de vil spare på fitnessstræningen. De strategiske risici er høje da FitnessDK opererer på et marked med høj konkurrenceintensitet og med mange aktører. Det kan alt i alt konkluderes, at FitnessDK driftsmæssige risiko er på et middelniveau, hvor de eksterne risici trækker ned og de strategiske og operationelle risici trækker op i risikoniveauet.

Det kan dog konkluderes, at FitnessDK på den finansielle side af risikoen udgør en stor risiko for aktionærene, da gearing i FitnessDK er utrolig høj set i forhold til Lalandia. FitnessDK's finansielle gearing på meget højere end Lalandias og udgør derfor en høj risiko. Lånekaraktistika for FitnessDK er de samme som for Lalandia.

Det konkluderes hermed at risikoen i FitnessDK befinder sig på et middel -> højt niveau.

Budgettering

Ved værdiansættelse af virksomheder ud fra det diskonterede cash flow skal den værdi som selskabet skaber i fremtiden også medregnes i virksomhedens samlede værdi. Derfor vil dette afsnit omhandle budgetteringen af Lalandia og FitnessDK's fremtidige indtjening.

Budgettering er sket ud fra metoden om procent af omsætningen. Denne metode giver et godt overblik over udviklingen i økonomien i virksomheden. Budgettet består af en 4 årig budgetperiode der dækker over 2009 - 2012. Denne eksplicite budgetperiode er her, hvor der kan forventes varierende afkast, dette ses bl.a. i budgettet for FitnessDK, hvor der er lagt en større investering ind i 2011.

Til grund for budgetforudsætningerne ligger både den strategiske analyse samt den historiske regnskabsanalyse.

Lalandia

Budgetforudsætninger – resultatopgørelsen

Budgetforudsætninger	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Omsætningsvækst		15,6%	60,5%	-27,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Vareforbrug af oms	-26,3%	-26,1%	-26,7%	-25,8%	-26,0%	-26,0%	-26,0%	-26,0%
Andre eksterne omkostninger af oms	-20,4%	-21,9%	-21,9%	-22,6%	-23,0%	-23,0%	-23,0%	-23,0%
Personaleomkostninger af oms	-40,3%	-37,9%	-36,6%	-37,9%	-38,0%	-38,0%	-38,0%	-38,0%
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver af oms	-3,2%	-3,2%	-3,1%	-3,1%	-3,2%	-3,2%	-3,2%	-3,2%
Finansielle indtægter af oms	1,3%	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Finansielle omkostninger af oms	-0,4%	-0,6%	-0,2%	-0,8%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Skattesats	24%	28%	24%	25%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Gældsrente indlån	2,9%	4,9%	6,6%	3,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Gældsrente udlån	0,9%	2,1%	1,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Tabel 12 - Budgetforudsætninger - resultatopgørelse - Lalandia

Lalandia har haft en svigende omsætningsvækst de seneste par år, dels pga. et svigende marked, men også pga. ændring af regnskabsperiode. Med det fremtidige marked, som analyseret i den strategiske analyse, i mente er der budgetteret meget konservativt med en stigning på 2 % i omsætningen.

Hvis man kigger på de historiske data i tabellen ovenfor har der ikke været store udsving i omkostningerne. På baggrund af dette er der budgetteret, så fremtiden stort set er lig med fortiden. Gældsrenterne kan dog variere fra det budgetteret, men det er forhold som Lalandia og PSE ikke selv kan kontrollere.

Budgetforudsætninger – Balancen

Aktiver	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Materielle anlægsaktiver af oms	12,7%	9,7%	10,6%	15,4%	18,7%	18,5%	18,3%	18,2%
Finansielle anlægsaktiver af oms	1,4%	1,5%	0,7%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Varebeholdning af oms	4,0%	3,9%	2,4%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Tilgodehavender af oms	43,7%	13,3%	19,9%	46,3%	44,0%	44,0%	44,0%	44,0%
Likvide beholdninger af oms	1,0%	16,0%	1,8%	2,4%				
Aktiver i alt af oms	62,8%	44,4%	35,4%	68,9%	67,7%	67,5%	67,3%	67,2%

Passiver	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsforpligtelser af oms	22%	16%	11%	18%	17%	17%	17%	17%
Finansielle forpligtelser af oms	27%	13%	5%	16%	18%	18%	18%	18%
Kortfristet gæld af oms	33%	28%	14%	22%	25%	25%	25%	25%

Tabel 13 - Budgetforudsætninger - Balance - Lalandia

Stigningen i de materielle anlægsaktiver fra 2007 til 2009, skyldes opførelsen af udendørs poolområde samt biograf.³⁶

Der skal lige knyttes en kommentar til den likvide beholdning. Her er der budgetteret med totalindkomsten

Med de ovenstående budgetforudsætninger kan der nu udformes den budgetterede resultatopgørelse og balance.

Reformuleret resultatopgørelse i tusinde kr	2009E	2010E	2011E	2012E
Nettoomsætning	220.026	224.427	228.915	233.494
Vareforbrug	-57.207	-58.351	-59.518	-60.708
Bruttofortjeneste	162.819	166.076	169.397	172.785
Andre eksterne omkostninger	-50.606	-51.618	-52.651	-53.704
Personaleomkostninger	-83.610	-85.282	-86.988	-88.728
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	-6.931	-7.069	-7.211	-7.355
Driftsoverskud fra salg (før skat)	21.673	22.106	22.548	22.999
Skat herpå	-4.752	-4.686	-4.613	-4.532
Driftsoverskud fra salg	16.920	17.420	17.936	18.467
Resultat før skat i dattervirksomhed	0	0	0	0
Skat på andet driftsoverskud	0	0	0	0
Andet driftsoverskud	0	0	0	0
Totalindkomst fra driften	16.920	17.420	17.936	18.467
Finansielle indtægter	4.204	4.933	5.701	6.506
Finansielle omkostninger	-1.540	-1.571	-1.602	-1.634
Skattefordel på gæld	-666	-841	-1.025	-1.218
Netto finansielle omkostninger efter skat	1.998	2.522	3.074	3.654
Totalindkomst	18.918	19.942	21.009	22.121

Tabel 14 - Den budgetterede resultatopgørelse - Lalandia

³⁶www.parken.dk

Aktiver	2009E	2010E	2011E	2012E
Anlægsaktiver				
Materielle anlægsaktiver	40.630	41.038	41.477	41.948
Finansielle anlægsaktiver	2.200	2.244	2.289	2.335
Anlægsaktiver i alt	42.830	43.282	43.766	44.283
Omsætningsaktiver				
Varebeholdning	8.801	8.977	9.157	9.340
Tilgodehavender	96.812	98.748	100.723	102.737
Likvide beholdninger	23.290	42.208	62.150	83.159
Omsætningsaktiver i alt	128.903	149.933	172.029	195.236
Aktiver i alt	171.733	193.215	215.795	239.519

Tabel 15 - De budgetterede aktiver - Lalandia

Passiver	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsforpligtelser	37.404	38.153	38.916	39.694
Finansielle forpligtelser	39.605	40.397	41.205	42.029
Egenkapital	94.724	114.666	135.675	157.796
Passiver i alt	171.733	193.215	215.795	239.519

Tabel 16 - De budgetterede passiver - Lalandia

Den ovenstående resultatopgørelse og balance giver følgende nøgletal analyse i budgetperioden.

Rentabilitet	2009E	2010E	2011E	2012E
Afkastningsgrad	13,52%	12,07%	10,96%	10,03%
Overskudsgrad	9,85%	9,85%	9,85%	9,85%
Aktivernes omsætningshastighed	1,37	1,23	1,11	1,02
Afkastningsgrad på driften				
Driftaktivernes omsætningshastighed				
Egenkapitalens forrentningsprocent	22,64%	19,37%	17,02%	15,26%

Indtjeningsgevn	2009E	2010E	2011E	2012E
Bruttomargin	74%	74%	74%	74%
Indeks på omsætningen	138	141	143	146
Kapacitetsomkostninger	141.147	143.970	146.849	149.786
Kapacitetsgrad	1,15	1,15	1,15	1,15
Nulpunktsomsætning	190.739	194.554	198.445	202.414
Sikkerhedsmargin	13%	13%	13%	13%

Soliditet og likviditet	2009E	2010E	2011E	2012E
Soliditetsgrad	55%	60%	63%	66%
Likviditetsgrad 1	2,18	2,52	2,86	3,21
Likviditetsgrad 2	2,34	2,68	3,02	3,37

Tabel 17 – Nøgletal for budgetperioden - Lalandia

Her ses det at afkastningsgraden er faldende som konsekvens af en lavere omsætningshastighed på aktivernes. Den lavere omsætningshastighed skyldes stigningen i den likvide beholdning, som konsekvens af at totalindkomsten overføres til næste år. Denne stigning i de likvide midler på aktivsiden påvirker egenkapitalen på passivside.

Det ovenstående budget vil ligge til grund for værdiansættelsen af Lalandia.

FitnessDK

Budgetforudsætninger	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Omsætningsvækst		90,8%	9,8%	24,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Vareforbrug af oms	-2,6%	-2,6%	-3,5%	-3,3%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	-4,0%
Andre eksterne omkostninger af oms	-64,0%	-64,0%	-56,8%	-55,7%	-56,0%	-56,0%	-56,0%	-56,0%
Personaleomkostninger af oms	-17,1%	-27,1%	-29,7%	-31,2%	-29,0%	-29,0%	-29,0%	-29,0%
Afskrivninger på immaterielle anlægsaktiver af oms	-4,7%	-0,2%	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver af oms	0,0%	-5,4%	-6,7%	-8,1%	-8,0%	-8,0%	-8,5%	-8,5%
Finansielle indtægter af oms	0,1%	0,6%	0,1%	1,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Finansielle omkostninger af oms	-1%	-1%	-1%	-2%	-3,0%	-3,0%	-3,0%	-3,0%
Skattesats	27,7%	16,0%	17,5%	-30,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Gældsrente indlån	1,5%	3,2%	1,4%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Gældsrente udlån	3,14%	4,08%	3,36%	12,02%	12%	12%	12%	12%

Tabel 18 - Budgetforudsætninger resultatopgørelse - FitnessDK

Grundet den stigende interesse for FitnessDK men presset på prisen på fitness, som forklaret i den strategiske analyse er der kun budgetteret med 3 % i omsætningsvækst.

FitnessDK har i 2009 arbejdet med organisatoriske ændringer, som forklaret i den strategiske analyse. Dette kan ses i budgettet ved et fald i personaleomkostningerne.

Aktiver	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Immaterielle anlægsaktiver af oms	0,6%	1,2%	1,4%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Materielle anlægsaktiver af oms	21,1%	28,1%	32,8%	30,3%	31,1%	31,9%	36,3%	36,1%
Finansielle anlægsaktiver af oms	0,1%	5,5%	5,0%	4,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Varebeholdning af oms	0,1%	0,2%	0,7%	1,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Periodeafgrænsningsposter af oms	0,0%	0,6%	1,3%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Tilgodehavender af oms	8,7%	13,6%	4,1%	30,6%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Likvide beholdninger af oms	0,6%	4,1%	5,6%	1,0%				
Aktiver i alt af oms	31,1%	52,7%	49,6%	68,4%	69,1%	68,9%	73,3%	73,1%

Passiver	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Driftsforpligtelser af oms	7,5%	39,0%	36,9%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Finansielle forpligtelser af oms	9,1%	2,8%	0,3%	38,1%	40,0%	40,0%	45,0%	45,0%
Kortfristet gæld af oms	9,8%	34,7%	31,3%	15,4%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%

Tabel 19 - Budgetforudsætninger balance - FitnessDK

Med det stigende antal medlemmer bliver FitnessDK på et tidspunkt nødt til at udvide antallet af centre for at få plads til de nytilkomne. Dette betyder at FitnessDK skal investere. Denne investering er lagt ind i år 2011, som det kan ses i de materielle anlægsaktiver og ligeledes i passiverne.

Med de ovenstående budgetforudsætninger fås følgende resultatopgørelse og balance.

Reformuleret resultatopgørelse i tusinde kr	2009E	2010E	2011E	2012E
Nettoomsætning	438.346	451.497	465.042	478.993
Vareforbrug	-17.534	-18.060	-18.602	-19.160
Bruttofortjeneste	420.813	433.437	446.440	459.833
Andre eksterne omkostninger	-245.474	-252.838	-260.423	-268.236
Personaleomkostninger	-127.120	-130.934	-134.862	-138.908
Afskrivninger på immaterielle anlægsaktiver	-1.096	-1.129	-1.163	-1.197
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	-35.068	-36.120	-39.529	-40.714
Driftsoverskud fra salg (før skat)	12.055	12.416	10.463	10.777
Skat herpå	-3.839	-3.900	-3.379	-3.439
Driftsoverskud fra salg	8.215	8.516	7.084	7.338
Resultat før skat i dattervirksomhed	0	0	0	0
Skat på andet driftsoverskud	0	0	0	0
Andet driftsoverskud	0	0	0	0
Totalindkomst fra driften	8.215	8.516	7.084	7.338
Finansielle indtægter	5.639	6.026	6.434	6.793
Finansielle omkostninger	-8.942	-9.211	-9.487	-9.771
Skattefordel på gæld	826	796	763	745
Netto finansielle omkostninger efter skat	-2.478	-2.388	-2.290	-2.234
Totalindkomst	5.738	6.128	4.795	5.105

Tabel 20 - den budgetterede resultatopgørelse – FitnessDK

Her ses det også at afskrivningerne på de materielle anlægsaktiver stiger som følge af den investering i udvidelse af fitnesscentre som foretages i år 2011.

Aktiver	2009E	2010E	2011E	2012E
Anlægsaktiver				
Immaterielle anlægsaktiver	4.383	4.515	4.650	4.790
Materielle anlægsaktiver	136.294	143.962	168.860	172.937
Finansielle anlægsaktiver	21.917	22.575	23.252	23.950
Anlægsaktiver i alt	162.595	166.536	192.112	196.886
Omsætningsaktiver				
Varebeholdning	4.383	4.515	4.650	4.790
Tilgodehavender	131.504	135.449	139.512	143.698
Periodeafgrænsningsposter	4.383	4.515	4.650	4.790
Likvide beholdninger	9.469	15.207	21.334	26.129
Omsætningsaktiver i alt	149.740	159.686	170.148	179.407
Aktiver i alt	312.335	326.222	362.260	376.293
Passiver				
Driftsforpligtelser	83.286	85.784	88.358	91.009
Finansielle forpligtelser	175.339	180.599	209.269	215.547
Egenkapital	53.711	59.838	64.633	69.738
Passiver i alt	312.335	326.222	362.260	376.293

Tabel 21 - Den budgetterede balance – FitnessDK

I balancen ses investeringen som en stigning på ca. 25 mio. kr. i de materielle anlægsaktiver, samt en stigning i de finansielle forpligtelser.

Rentabilitet	2009E	2010E	2011E	2012E
Afkastningsgrad	4,00%	3,89%	3,04%	2,92%
Overskudsgrad	2,75%	2,75%	2,25%	2,25%
Aktivernes omsætningshastighed	1,45	1,41	1,35	1,30
Egenkapitalens forrentningsprocent	11,29%	10,79%	7,70%	7,60%

Indtjeningevne	2009E	2010E	2011E	2012E
Bruttomargin	96%	96%	96%	96%
Indeks på omsætningen	268	276	284	293
Kapacitetsomkostninger	408.758	421.021	435.977	449.056
Kapacitetsgrad	1,03	1,03	1,02	1,02
Nulpunktsomsætning	425.790	438.563	454.142	467.767
Sikkerhedsmargin	3%	3%	2%	2%

Soliditet og likviditet	2009E	2010E	2011E	2012E
Soliditetsgrad	17%	18%	18%	19%
Likviditetsgrad 1	1,95	2,02	2,09	2,14
Likviditetsgrad 2	2,01	2,08	2,15	2,20

Tabel 22 - Nøgletal for budgetperioden - FitnessDK

Rentabiliteten er faldende gennem hele budgetperioden, som følge af stigende balance og en højere afskrivning. De stigende afskrivninger på de materielle anlægsaktiver er den direkte årsag til faldet på et halvt procentpoint i overskudsgraden i år 2011 samt faldet i kapacitetsgraden.

Dette budget vil ligge til grund for værdiansættelsen af FitnessDK.

Værdiansættelse

Lalandia

Kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller

Krav til de kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller er en estimering af den fremtidige rentabilitet, vækst og risiko. Det er derfor nødvendigt at skønne over den fremtidige økonomiske udvikling i både Lalandia og FitnessDK for at kunne benytte disse modeller. Det er hermed gjort via budgetteringen.

Estimering af ejers afkastkrav

Ejerafkastkravet estimeres ud fra enten Capital Asset Pricing modellen (CAPM) eller på basis af virksomhedens fundamentale risikoforhold. Stort set alle investorer og rådgivere anvender CAPM til værdiansættelse af unoterede selskaber. En undersøgelse har vist at netop CAPM er den foretrukne model som udgangspunkt til estimation af egenkapitalomkostningerne.³⁷

Ejerafkastkravet defineres med udgangspunkt i CAPM som:

$$k_e = r_f + \beta_{ek} \times (r_m - r_f)$$

Som det fremgår af formlen er ejerafkastkravet den risikofrie rente plus et risikotillæg. Dette risikotillæg er forskellen mellem markedsrenten og den risikofrie rente, altså markedsporteføljens risikopræmie. Denne risikopræmie bliver ganget på selskabets risiko i forhold til markedsrisikoen (Beta). Risikotillægget afhænger altså af selskabets specifikke risiko.

Ejerafkastkravet stiger dermed i takt med at den systematiske risiko stiger.

Som regel estimeres beta ud fra historiske aktiekurser. Grundideen med dette er at al information afspejler sig i aktiekursen. Udsving i aktiekursen vil derfor udtrykke den usikkerhed som investor har i forbindelse med selskabet.

Men da både Lalandia og FitnessDK er unoterede selskaber, kan den overstående estimering af beta ikke lade sig gøre, da aktiekurser ikke findes. Derfor skal der her i opgaven benyttes alternative metoder til estimering af beta.

Der findes to metoder til at imødegå disse målingsproblemer og manglende kursobservationer.

- Anvendelse af β_{ek} fra sammenlignelige selskaber
- Estimering af β_{ek} ud fra fundamentale faktorer, der beskriver virksomhedens risikoforhold

³⁷ Værdiansættelse af unoterede virksomheder ved DCF-modellen – Morten Holm, Christian Petersen og Thomas Plenborg.

$$\beta_{ek} = \beta_u + (\beta_u - \beta_d) \times \frac{D}{EK}$$

Det første led, β_u , måler den driftsmæssige risiko mens det andet led, $(\beta_u - \beta_d) \times \frac{D}{EK}$, måler den finansielle risiko. Det er derfor relevant at vurdere hvilke faktorer der påvirker henholdsvis den driftsmæssige og den finansielle risiko.

Driftsmæssig risiko.

Man kan dele den driftsmæssige risiko op i tre kategorier som samlet set udgør den driftsmæssige risiko

1. Eksterne risici
2. Strategiske risici
3. Operationelle risici

Eksterne risici³⁸

De eksterne risici er som regel omverdensforhold, der kan påvirke virksomhedens driftsmæssige indtjening som f.eks. konjunkturudvikling og lovgivning. Jo bedre Lalandia er til at minimere de eksterne risici jo lavere er den driftsmæssige risiko.

Den nuværende finanskriser kan påvirke Lalandia's driftsmæssige indtjening, da usikkerheden blandt befolkningen kan medføre, at færre penge bliver brugt på underholdning og forlystelser. Lalandia er afhængige af kundernes købekraft og finanskrisen vil kunne svække netop kundernes købekraft. Lalandia er desuden ikke eksponeret for pris-, valuta- eller renterisici ud over, hvad der følger af normal forretningsdrift.³⁹

Strategiske risici⁴⁰

De strategiske risici involverer typisk branchemæssige forhold som f.eks. konkurrenceintensitet og branchens afhængighed af leverandører og kunder. Jo bedre Lalandia er til at minimere de strategiske risici, jo lavere er den driftsmæssige risiko.

³⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 227

³⁹ Lalandia's årsrapport 2008, side 6.

⁴⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 229

Disse strategiske risici er allerede blevet analyseret i den strategiske analyse. Her kunne det bl.a. konkluderes, at Lalandia opererer i en branche med høj konkurrenceintensitet, at Lalandia står svagt overfor deres kunder pga. kundernes villighed til at skifte leverandør af underholdning, samt at skifteomkostningerne forbundet med dette er lave.

Lalandia står svagt overfor substituerende produkter, da prisen på de substituerende produkter i nogle tilfælde er lavere.

Ydermere forventer Lalandia selv et fald i antallet af besøgende i det indeværende år.⁴¹

Operationelle risici⁴²

Her er der fokus på de virksomhedsspecifikke forhold, der kan påvirke stabiliteten af den driftsmæssige indtjening som f.eks. graden af kundetilfredshed, evnen til at forny sig og kvaliteten af ledelsen. Jo bedre Lalandia er til at minimere de operationelle risici jo lavere er den driftsmæssige risiko.

Ifølge PSE selv, er kundetilfredsheden meget høj i Lalandia og der investeres hele tiden stadig kræfter og kapital for at højne kundetilfredsheden endnu mere.⁴³

Lalandia har i en årrække været i stand til hele tiden at forny sig, for på den måde at stå stærkere i fremtiden. Det seneste eksempel på dette er åbningen af Lalandia Billund, indeholdende det strategiske samarbejde med LegoLand og Givskud Zoo.

Ydermere har Lalandia gennem en lang årrække skabt sig et stærkt brand som er blevet indprentet tydeligt i danskernes bevidsthed.

Virksomhedernes mulighed for at påvirke de ovenfor analyserede risici er dog ikke ens. Det er selvfølgelig lettere at påvirke de virksomhedsspecifikke risici end de risici der er forbundet med omverdenen. Den nedenstående illustration viser i hvilken grad virksomheden selv er i stand til at påvirke og kontrollere de enkelte risikofaktorer.

Lav	Moderat	Betydelig
Eksterne risici	Strategiske risici	Operationelle risici

Figur 5 - Figur over selskabers mulighed for at påvirke risikofaktorerne

⁴¹ Lalandia's årsrapport 2008, side 6.

⁴² Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 230

⁴³ <http://parken.dk/script/site/page.asp?artid=238>

Samlet vurdering af de driftsmæssige risici.

Typen af driftsmæssig risiko	Vurdering af risikoniveau
Eksterne risici	
Indeværende finanskriser	Middel
Renteforhold	Lav
Prisforhold	Middel
Valutaforhold	Lav
Samlet vurdering ER	Middel
Strategiske risici	
Konkurrenceintensitet	Høj
Kundernes styrkeforhold	Høj
Substituerende produkter	Høj
Samlet vurdering SR	Høj
Operationelle risici	
Kundetilfredshed	Høj
Evne til at forny sig	Middel
Brand	Middel
Samlet vurdering OR	Middel
Samlet vurdering	Middel

Tabel 23 Vurdering af risikoniveau – Lalandia

Finansiell risiko

I analysen af den finansielle risiko vurderes effekten af, at en del af investeringerne finansieres ved fremmedkapital. Ejerne må derfor først tilgode fremmedkapitalen, før de kan få adgang til udbyttet og eventuelle kursgevinster. Derfor vil ejernes afkastningsgrad stige i takt med den finansielle gearing pga. den kompensation de kræver for at fremmedkapitalen bliver tilgodeset.

Man deler den finansielle risiko op i to kategorier

- Finansiell gearing
- Lånekaraktistika

Sammenlagt afspejler disse den finansielle risiko.

Finansiell gearing⁴⁴

Hvis den finansielle gearing er udregnet med markedsværdier giver det mest reelle billede af virkeligheden, er markedsværdierne at foretrække. At få adgang til markedsværdierne er ikke noget problem med børsnoterede virksomheder, men situationen er en hel anden med unoterede

⁴⁴ Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 233

virksomheder. Derfor er gælden opgjort til den bogførte værdi i denne opgave. Hermed fås der i år 2008 en finansiell gearing på 0,95

En finansiell gearing på under 1 betyder, at hovedparten af virksomhedens investeringer er finansieret af egenkapitalen.

Lånekarakteristika⁴⁵

Lalandia's lånetyper fremgår ikke af årsregnskabet og kan derfor ikke bestemmes præcist. Hvis man derimod kigger i PSE's årsregnskab fremgår koncernens lånetyper i en udspecificeret opgørelse over koncernens fremmedkapital.

Her er udspecificeret 8 lån, både kort- og langsigtede. Jeg har valgt at klarlægge Lalandia's lånekarakteristika ud fra disse oplysninger og derigennem estimere lånetype, løbetid, afdragsprofil og valuta. Jeg er dog klar over, at dette muligvis ikke stemmer overens med virkeligheden, men det er den eneste mulighed jeg ser for at kunne sige noget om fremmedkapitalen i Lalandia.

Hvis man kigger på listen over fremmedkapital i regnskabet kan man se at 75 % af lånene er med variabel rente, derfor antager jeg, at Lalandia også er finansieret med en variabel rente. 87,5 % af PSE's lån er optaget i danske kroner, derfor antages det at Lalandia's lån er ligeså. 83 % af lånene har lang løbetid, derfor antages det at Lalandia's lån også har lang løbetid. Tidligere i opgaven udregnede vi lånerenten til 7,09 %. Med disse antagelser kommer vi frem til et gæt på, hvordan Lalandia's fremmedkapital er finansieret: Et variabelt lån i danske kroner med en effektiv rente på 7,09 % med lang løbetid.

Denne type lån er præget af en ydelsesrisiko i forbindelse med den variable rente. Til gengæld er der ingen kapitalværdirisiko.

⁴⁵ Regnskabsanalyse for beslutningstagere side 234

Samlet vurdering af den finansielle risiko.

Typen af finansielle risiko	Vurdering af risikoniveau
Finansielle gearing	
Finansielle gearing	Middel
Samlet vurdering FG	Middel
Lånekaraktistika	
Variabelforrentet lån	Høj
Lang løbetid	Middel
I danske kroner	Lav
Samlet vurdering LK	Middel
Samlet vurdering	Middel

Tabel 24 - Tabel over den finansielle risiko - Lalandia

Samlet risikovurdering

Nu da både den driftsmæssige og den finansielle risiko er estimeret kan man via figur 7.15 i Christian V. Petersen og Thomas Plenborg's bog "Regnskabsanalyse for beslutningstagere" konvertere den subjektive vurdering til et estimat af β_{ek} . I figuren ses det at β_{ek} for Lalandia vil ligge på ca. 1,15. Denne betaværdi vil blive benyttet i resten af opgaven vedrørende Lalandia.

Nu da β_{ek} er estimeret kan vi udregne k_e , som vil blive brugt som diskonteringsfaktor i værdiansættelsen. Kun hvis Lalandia er i stand til at skabe et overskud der er større end kapitalomkostningen (forrentningen af egenkapitalen) er der tale om at investeringen skaber værdi for aktionærerne. Kravet til forrentning af egenkapitalen er større end kravet til fremmedkapitalen da risikoen er større. Hvis en virksomhed kun forrenter sine nuværende aktiver og investeringer med ejernes afkastkrav skabes der ingen værdi for aktionærerne.

$$k_e = r_f + \beta_{ek} \times (r_m - r_f)$$
$$k_e = 0,0344 + 1,15 \times (0,0702 - 0,0344) = \underline{\underline{0,0756}}$$

Markedsrenten er fundet ud fra OMXC for en periode på 13 år, på i alt 161 måneder⁴⁶.

Den risikofrie rente er renten på en 10 årig statsobligation for januar 2009. Grunden til at jeg har valgt dette tidspunkt er, at rentetidspunktet så er det samme som skæringsdatoen for regnskabsåret i PSE.

⁴⁶ Se bilag 1: Markedsafkast

DCF som værdiansættelsesmodel

Grunden til jeg har valgt at benytte denne værdiansættelsesmodel er at den er teoretisk korrekt og er den mest benyttede metode i praksis. DCF tager udgangspunkt i forventet fremtidig indtjening.

Metoden fastlægger værdien af virksomheden på vurderingstidspunktet ved at tilbagediskontere den fremtidige indtjening. Som diskonteringsfaktor benyttes en rente som er en sammenvejning af omkostningen for den rentebærende gæld og omkostningen for egenkapitalen for henholdsvis Lalandia og FitnessDK.

Det er med andre ord den fremtidige indtjening og dermed evnen til at generere likviditet, som kan tilfredsstille afkastkravet til såvel fremmedkapitalen og egenkapitalen, der er bestemmende for værdien af virksomhederne.

DCF er en absolut værdiansættelsesmodel kontra de relative værdiansættelsesmodeller hvor der benyttes multipler.

Fremgangsmåden for DCF kan stilles op således⁴⁷

$$\begin{aligned} & \text{Nutidsværdi af betalingsstrømme i budgetperioden} \\ & + \text{Nutidsværdi af betalingsstrømme i terminalperioden} \\ & + \text{Værdipapirer og likvid beholdning på vurderingstidspunkt} \\ & - \text{Markedsværdi af rentebærende gæld på vurderingstidspunkt} \\ & = \text{Markedsværdi af egenkapitalen} \end{aligned}$$

Der skal lige knyttes en note til markedsværdien af den rentebærende gæld. Det er ikke muligt gennem regnskaberne for hverken Lalandia eller FitnessDK at sige noget om markedsværdien af gælden. Jeg har derfor set mig nødsaget til at antage mig ud af hvad markedsværdien er af den bogførte gæld.

Min antagelse er gjort på baggrund af PSE's årsregnskab for 2008. Her fremgår både den bogførte værdi af gælden samt dagsværdien(markedsværdien) af gælden for hele koncernen.

⁴⁷ Artikel MS27 – Materialesamling (1) i faget Køb og Salg af virksomheder

Koncernen har følgende lån og kreditter:

Lån	Udløb	Fast/ variabel	Effektiv rente		Regnskabsmæssig værdi		Dagsværdi	
			2008 %	2007 %	2008	2007	2008	2007
DKK	2016	Variabel	6,71	-	650.000	0	650.000	0
DKK	2009	Variabel	5,95	4,75	901.719	774.257	901.719	774.257
EUR	2009	Variabel	3,43	4,49	15.337	124.311	15.337	124.311
DKK	2012	Fast	7,45	7,45	5.082	8.319	5.082	8.319
DKK	2016	Variabel	5,58	4,55	132.000	144.930	130.020	145.419
DKK	2018	Fast	4,16	4,16	69.527	25.142	67.442	31.682
DKK	2028	Variabel	5,97	-	245.797	0	249.327	0
DKK	2024	Variabel	4,99	4,38	59.760	59.773	60.000	59.135
					2.079.222	1.136.732	2.078.927	1.143.123

Figur 6 Oversigt over fremmedkapitalen i PSE⁴⁸

På ovenstående figur, som er hentet fra PSE's årsregnskab for 2008, ses både den bogførte værdi og dagsværdien af gælden. Det er ikke muligt at se, hvad de forskellige lån er bundet op af og hvilke investeringer hvert enkelt lån finansierer. Derfor ser jeg på den samlede gæld for koncernen. Det ses at forskellen på disse to værdier er 295.000 kr. På grund af denne lille forskel på den bogførte og dagsværdien har jeg her i værdiansættelsen valgt at benytte den bogførte værdi af gælden som markedsværdien af gælden.

For at finde nutidsværdien(PV) af betalingsstrømmene skal vi have udregnet diskonteringsfaktoren. Her benytter jeg de vægtet gennemsnitlige kapitalomkostninger(WACC).

Formlen for WACC ser således ud:

$$WACC = \frac{D}{D + EK} \times (1 - T) \times r_D + \frac{EK}{D + EK} \times k_e$$

WACC tager hensyn til kapitalstrukturen i selskaberne så der skabes en forholdsmæssig vejning af fremmedkapitalen og egenkapitalen.

⁴⁸ Kilde: Årsregnskabet for PSE 2008

For at udregne WACC'en har vi brug for følgende informationer:

$$D = 72.713$$

$$EK = 75.806$$

$$r_D = 7,09 \%$$

$$T = 24,89 \%$$

$$k_e = 7,56 \%$$

$$WACC = \frac{72.713}{72.713 + 75.806} \times (1 - 0,2489) \times 0,0709 + \frac{75.806}{72.713 + 75.806} \times 0,0756 = \underline{\underline{0,0647}}$$

Nu er diskonteringsfaktoren fundet og vi kan udregne nutidsværdien af det frie cash flow.

Det frie cash flow fås ved følgende formel

$$FCF = NOPLAT + afskrivninger + CWC - investeringer$$

Ændring i arbejdskapitalen i budgetperioden

Arbejdskapital	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Varelager	8.322	8.801	8.977	9.157	9.340
Tilgodehavdender	99.926	96.812	98.748	100.723	102.737
Driftslikviditet	5.093	23.290	42.648	63.054	84.553
Kortfristet gæld	46.426	55.007	56.107	57.229	58.373
Arbejdskapital	66.915	73.896	94.266	115.705	138.256
Ændring i arbejdskapital	36.036	6.981	20.370	21.439	22.552

Tabel 25 - Ændring i arbejdskapitalen - Lalandia

Investeringer i budgetperioden

Investeringer	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Anlægsaktiver	35.178	43.270	43.746	44.256	44.799
Varebeholdning	8.322	8.801	8.977	9.157	9.340
Afskrivninger		6.931	7.069	7.211	7.355
Investeringer		15.502	7.721	7.900	8.082

Tabel 26 - Investeringer - Lalandia

Det frie cash flow i budgetperioden

	2009E	2010E	2011E	2012E	Terminal
EBIT	21.673	22.106	22.548	22.999	22.999
Skat af nettoresultat før renter (25%)	5.418	5.527	5.637	5.750	5.750
NOPLAT	16.254	16.580	16.911	17.249	17.249
Afskrivninger	6.931	7.069	7.211	7.355	7.355
Resultat før afskrivninger efter skat	23.185	23.649	24.122	24.604	24.604
Ændring i arbejdskapital	6.981	20.370	21.439	22.552	22.552
Investeringer	15.502	7.721	7.900	8.082	8.082
FCF	14.664	36.298	37.661	39.074	39.074

Tabel 27 - Tabel over det frie cash flow - Lalandia

Det er det frie cash flow som skal diskonteres tilbage med WACC'en for at finde nutidsværdien af disse.

$$PV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Nutidsværdien af betalingsstrømmene findes ved at hvert af årene i budgetperioden tilbagediskonteres med WACC'en.

Summen af alle de tilbagediskonterede betalingsstrømme giver 107.415 t.kr

Jeg har i terminalåret budgetteret med en konstant vækst på 1 %. Ved værdiansættelse af aktiver med konstant vækst kan man benytte sig af Gordon's growth model til at bestemme værdien af aktivet.

$$P = \frac{FCF}{WACC - g}$$

Her skal det frie cash flow for terminalåret benyttes:

$$P = \frac{39.074}{(0,0647 - 0,01)} = 714.840$$

For at finde nutidsværdien af P skal P tilbagediskonteres 5 år.

$$PV = \frac{714.840}{1,0647^5} = \underline{\underline{522.578}}$$

Nu mangler kun de nettofinansielle forpligtelser at blive udregnet

Nettofinansielle forpligtelser	2008
Kreditinstitutter	25.526
Modtagne forudbetalinger fra kunder	8.351
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	88.860
Likvide beholdninger	-5.093
Nettofinansielle forpligtelser i alt NFF	-60.076

Tabel 28 - Nettofinansielle forpligtelser - Lalandia

Nu kan vi udregne værdien af egenkapitalen for Lalandia

$$V_0^E = 107.415 + 522.578 - (-60.076) = \underline{\underline{690.069}}$$

Nutidsværdi budgetår (2009 - 2012)	13.773	32.022	31.207	30.412	
Nutidsværdi terminal					522.578
Samlet værdi af selskabet	629.993				
NFF	-60.076				
Værdi af egenkapitalen	690.069				

Tabel 29 - Værdiansættelse ved DCF - Lalandia

Hermed er Lalandia værdiansat til 690 mio. kr.

PSE har ikke offentliggjort købsprisen på Lalandia, og det er derfor ikke muligt at finde denne. Derfor er jeg nød til at estimere mig frem til en realistisk købspris. Det har ikke været muligt at finde frem til en branchemultipl for den branche som Lalandia befinder sig i.

Mit estimat af købsprisen for Lalandia er derfor lavet på baggrund af en enkelt virksomhed i samme branche. Den eneste virksomhed som er børsnoteret i denne branche er TIVOLI. Derfor er denne benyttet. Normalt vil det ikke være tilstrækkeligt med kun en multipl fra et selskab, men det har ikke været muligt at udregne EV/EBITDA for andre virksomheder i samme branche.

Jeg har fundet ud af at TIVOLI i den periode hvor PSE købte Lalandia havde en EV/EBITDA på 11,57

Aktiekurs for TIVOLI pr 26/1 2004	1.689
Antal aktier i TIVOLI pr 26/1 2004	571.666
EBITDA i 2004	83,4 mio. kr.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{1.689 \times 571.666}{83,4} = 11,57$$

Dette giver for Lalandia en EV på 157 mio. kr.

$$EV = EBITDA \times \frac{EV}{EBITDA}$$

$$EV = 13,6 \times 11,57 = \underline{\underline{157,4}}$$

Analytikere meldte i forbindelse med opkøbet i 2004 ud at de mente at PSE havde betalt i omegnen af 130 mio. kr. for selskabet.⁴⁹

$$NPV = -157,4 + 690 = \underline{\underline{532,6}}$$

⁴⁹ Se bilag 2

Opkøbet af Lalandia har skabt merværdi for aktionærerne.

Den aktuelle markedspris på Lalandia kan dog være en hel anden end den udregnet i opgaven. Dette kom frem i Økonomisk Ugebrev i uge 8 2010, da de havde sat sig for at undersøge markedsprisen på Lalandia. Vurderingen af den aktuelle markedspris på Lalandia tager udgangspunkt i 2 sammenlignelige udenlandske børsnoteret selskaber. Ved sammenligning af økonomiske nøgletal, har Økonomisk Ugebrev regnet sig frem til en markedsværdi på 500 mio. kr. for hele Lalandia, altså både Rødby og Billund⁵⁰

FitnessDK

Estimering af ejers afkastkrav

Driftsmæssig risiko.

Eksterne risici

Den indeværende finanskriser kan påvirke FitnessDK's driftsmæssige indtjening, da usikkerheden blandt befolkningen kan medføre, at færre penge bliver brugt på at pleje sin krop. Dog viser undersøgelser, som forklaret i den strategiske analyse, at danskerne stadig vil bruge penge på fitness. FitnessDK er som følge af sin finansiering eksponeret over for ændringer i renteniveaet.⁵¹

Strategiske risici

De strategiske risici involverer typisk branchemæssige forhold. Jo bedre FitnessDK er til at minimere de strategiske risici, jo lavere er den driftsmæssige risiko.

Som konkluderet i den strategiske analyse, står FitnessDK stærkt på det danske fitnessmarked, hvor de er den største aktør: Fitnessmarkedet er dog et markedet med standardiserede produkter og med høj konkurrence. Derudover viste den strategiske analyse, at kundernes forhandlingskraft er høj og at de ikke er bange for at skifte leverandør.

FitnessDK's strategi med ikke at åbne nye centre i 2009⁵² og i stedet koncentrere sig om det organisatoriske, betyder at medlemstilvæksten i 2009 vil være lavere end tidligere år. Jeg er dog overbevist om, at de stadig vil øge medlemstallet, blot ikke i samme tempo.

⁵⁰ Økonomisk Ugebrev Nr. 7 – 22 februar.

⁵¹ FitnessDK's årsrapport 2008, side 8.

⁵² FitnessDK's årsrapport 2008, side 7.

FitnessDK er ikke priceleaders og har derfor været nødsaget til at sænke prisen de seneste år for at følge med udviklingen i markedet.

Denne udvikling med lavere priser og kortere bindingsperioder ser ikke ud til at være ovre endnu med idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness introduktion på markedet.

Operationelle risici

Her er der fokus på de virksomhedsspecifikke forhold, der kan påvirke stabiliteten af den driftsmæssige indtjening. Jo bedre FitnessDK er til at minimere de operationelle risici jo lavere er den driftmæssige risiko.

Ifølge hjemmesiden www.trustpilot.dk, som tjekker virksomheder, har FitnessDK et lidt blandet ry blandt kunderne og samlet set giver det en anmeldelse på kundernes syn på FitnessDK på 6,9 ud af 10. Det skal dog pointeres, at der indtil videre kun har været 4 anmeldelser af FitnessDK, så man skal nok ikke kun basere sin konklusion på denne undersøgelse.

FitnessDK forventer, at de gennem den organisatoriske udvikling vil være i stand til at forbedre indtjeningsniveauet under normale markedsvilkår.

Ydermere har FitnessDK gennem en lang årrække skabt sig et stærkt brand som er blevet indprentet tydeligt i danskernes bevidsthed.

Samlet vurdering af de driftmæssige risici.

Typen af driftsmæssig risiko	Vurdering af risikoniveau
Eksterne risici	
Indeværende finanskrise	Lav
Renteforhold	Lav
Prisforhold	Høj
Samlet vurdering ER	Middel
Strategiske risici	
Konkurrenceintensitet	Høj
Kundernes styrkeforhold	Høj
Substituerende produkter	Middel
Samlet vurdering SR	Middel
Operationelle risici	
Kundetilfredshed	Høj
Brand	Middel
Samlet vurdering OR	Middel
Samlet vurdering	Middel

Tabel 30 - tabel over den driftmæssige risiko - FitnessDK

Finansiel risiko

I analysen af den finansielle risiko vurderes effekten af, at en del af investeringerne finansieres ved fremmedkapital. Ejerne må derfor først tilgodese fremmedkapitalen før de kan få adgang til udbyttet og eventuelle kursgevinster. Derfor vil ejernes afkastningsgrad stige i takt med den finansielle gearing pga. den kompensation de kræver for at fremmedkapitalen bliver tilgodeset.

Man deler den finansielle risiko op i to kategorier

- Finansiell gearing
- Lånekaraktetika

Sammenlagt afspejler disse den finansielle risiko.

Finansiell gearing

Den finansielle gearing viser omfanget af den rentebærende gæld i forhold til egenkapitalen. Dette betyder derfor at den finansielle risiko ikke er til stede i virksomheder der kun er finansieret af egenkapital.

Hvis den finansielle gearing, udregnet med markedsværdier, giver det mest reelle billede af virkeligheden, er markedsværdierne at foretrække. At få adgang til markedsværdierne er ikke noget problem med børsnoterede virksomheder, men situationen er en hel anden med unoterede virksomheder. Derfor er gælden opgjort til den bogførte værdi i denne opgave. Hermed fås der i år 2008 en finansiell gearing på 5,07.

En finansiell gearing på over 1, betyder at hovedparten af virksomhedens investeringer er finansieret af fremmedkapital. Det kan derfor konkluderes at en meget stor del af FitnessDK's investeringer er finansieret med fremmedkapital. Denne høje finansielle gearing medfører en større finansiell risiko end Lalandia

Lånekaraktetika

Lige som ved Lalandia fremgår lånetyper ikke af FitnessDK's årsregnskaber og kan derfor ikke bestemmes præcist. Derfor er lånekaraktetika estimeret på samme måde som ved Lalandia. Af den grund er lånekaraktetika for FitnessDK de samme som hos Lalandia. Tidligere i opgaven blev lånerenten udregnet til 6,15 %. Med disse antagelser kommer vi frem til gæt på, hvordan Lalandia's fremmedkapital er finansieret: Et variabelt lån i danske kroner med en effektiv rente på 6,15 % med lang løbetid.

Denne type lån er præget af en ydelsesrisiko i forbindelse med den variable rente. Til gengæld er der ingen kapitalværdirisiko.

Samlet vurdering af den finansielle risiko.

Typer af finansielle risiko	Vurdering af risikoniveau
Finansielle gearing	
Finansielle gearing	Høj
Samlet vurdering FG	Høj
Låne karakteristika	
Variabelforrentet lån	Høj
Lang løbetid	Middel
I danske kroner	Lav
Samlet vurdering LK	Middel
Samlet vurdering	Høj

Tabel 31 - Tabel over den finansielle risiko - FitnessDK

Samlet risikovurdering

Nu da både den driftsmæssige og den finansielle risiko er estimeret kan man via figur 7.15 i Christian V. Petersen og Thomas Plenborg's bog "Regnskabsanalyse for beslutningstagere" konvertere den subjektive vurdering til et estimat af β_{ek} . I figuren ses det, at β_{ek} for FitnessDK skal ligge på mellem 1,15 og 1,4. Set i forhold til, at Lalandia havde en Beta på 1,15 vil jeg estimere FitnessDK til at have en højere beta, da jeg gennem analysen har bevist at FitnessDK har en højere finansielle risiko end Lalandia.. Derfor vil jeg benytte 1,4 som estimat for FitnessDK's systematiske risiko. Denne betaværdi vil blive benyttet i resten af opgaven vedrørende FitnessDK.

$$k_e = r_f + \beta_{ek} \times (r_m - r_f)$$

$$k_e = 0,0344 + 1,4 \times (0,0702 - 0,0344) = \underline{\underline{0,0845}}$$

Den risikofrie rente, på 3,4 %, er renten på en 10 årig statsobligation for januar 2009.

DCF som værdiansættelsesmodel

Ligesom ved Lalandia jeg ændringen i arbejdskapitalen og investeringerne udregnes før vi kan udregne det frie cash flow.

Ændring i arbejdskapitalen i budgetperioden

Arbejdskapital	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Varelager	131	532	2.335	5.600	4.383	4.515	4.650	4.790
Tilgodehavender	14.146	40.543	9.632	127.873	131.504	135.449	139.512	143.698
Periodeafgrænsingsposter	28	1.902	4.380	2.245	4.383	4.515	4.650	4.790
Driftslikviditet	948	12.730	19.304	4.154	9.469	15.207	21.334	26.129
Kortfristet gæld	15.977	108.345	107.461	65.640	74.519	76.754	79.057	81.429
Arbejdskapital	-724	-52.638	-71.810	74.232	75.221	82.931	91.091	97.978
Ændring i arbejdskapital		-51.914	-19.172	146.042	989	7.710	8.160	6.887

Tabel 32 - Udregning af arbejdskapitalen i budgetperioden - FitnessDK

Investeringer i budgetperioden

Investeringer	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Anlægsaktiver	151.245	162.595	166.536	192.112	196.886
Varebeholdning	5.600	4.383	4.515	4.650	4.790
Afskrivninger		36.164	37.248	40.691	41.912
Investeringer		46.297	41.321	66.402	46.825

Tabel 33 - Udregning af investeringer i budgetperioden - FitnessDK

Det frie cash flow i budgetperioden

	2009E	2010E	2011E	2012E	Terminal
EBIT	12.055	12.416	10.463	10.777	10.777
Skat af nettoresultat før renter (25%)	3.014	3.104	2.616	2.694	2.694
NOPLAT	9.041	9.312	7.848	8.083	8.083
Afskrivninger	33.972	34.991	38.366	39.517	39.517
Resultat før afskrivninger efter skat	43.013	44.303	46.214	47.600	47.600
Ændring i arbejdskapital	989	7.710	8.160	6.887	6.887
Investeringer	46.297	41.321	66.402	46.825	46.825
FCF	-2.296	10.692	-12.029	7.662	7.662

Tabel 34 - Udregning af det frie cash flow - FitnessDK

Ved denne metode findes værdien først af selve virksomheden, og herefter fratrækkes de nettofinansielle forpligtelser i år 0. Derefter har man egenkapitalværdien.

$$V_0^E = -V_0^{NFF} + \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

$$WACC = \frac{D}{D+EK} \times (1-T) \times r_D + \frac{EK}{D+EK} \times k_e$$

For at udregne WACC'en har vi brug for følgende informationer:

$$D = 243.144$$

$$EK = 47.973$$

$$r_D = 6,15 \%$$

$$T = 25 \%$$

$$k_e = 8,45 \%$$

$$WACC = \frac{243.144}{47.973 + 243.144} \times (1 - 0,25) \times 0,0615 + \frac{47.973}{47.973 + 243.144} \times 0,0845 = \underline{\underline{0,0524}}$$

Det er det frie cash flow som skal diskonteres tilbage med WACC'en for at finde nutidsværdien af disse.

$$PV_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Nutidsværdien af betalingsstrømmene findes ved at hvert af årene i budgetperioden tilbagediskonteres med WACC'en.

Summen af alle de tilbagediskonterede betalingsstrømme giver 3.398 t.kr

Til at finde værdien af terminalperioden bruges samme metode som ved Lalandia. Jeg har dog ikke budgetteret nogen vækst i FitnessDK's terminalperiode.

$$P = \frac{FCF}{WACC}$$

Her skal det frie cash flow for terminalåret benyttes:

$$P = \frac{7.662}{(0,0524)} = 146.082$$

For at finde nutidsværdien af P skal P tilbagediskonteres 5 år.

$$PV = \frac{714.840}{1,0524^5} = \underline{\underline{113.134}}$$

Hermed er nutidsværdien af terminalværdien opgjort til 113.134 t.kr.

Ligesom for Lalandia skal de nettofinansielle forpligtelser udregnes og trækkes fra.

Nettofinansielle forpligtelser	2008
Kreditinstitutter	158.865
Modtagne forudbetalinger fra kunder	3.250
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	118.238
Likvide beholdninger	-4.154
Nettofinansielle forpligtelser i alt NFF	39.723

Tabel 35 - Udregning af de nettofinansielle forpligtelser - FitnessDK

$$V_0^E = 3.398 + 113.134 - 39.723 = \underline{\underline{76.808}}$$

Nutidsværdi budgetår (2009 - 2012)	-2.181	9.653	-10.319	6.245	
Nutidsværdi terminal					113.134
Samlet værdi af selskabet	116.531				
NFF	39.723				
Værdi af egenkapitalen	76.808				

Tabel 36 - Udregning af DCF - FitnessDK

Værdien af egenkapitalen i FitnessDK er hermed værdiansat til 76.808 t.kr.

Hvis denne værdi på 77 mio. kr. skal sammenlignes med det beløb som PSE betalte for FitnessDK i 2006, skal dette beløb tilbagediskonteres yderligere, samt at de realiserede resultater for de år som FitnessDK allerede har været ejet af PSE, også skal tages med i udregningen. Nu kommer regnestykket til at se således ud.

$$NPV = -299,3 + 76,8 = \underline{\underline{-222,5}}$$

Dette viser med klar tydelighed at opkøbet af FitnessDK har været en rigtig dårlig forretning og det skulle ikke have været gennemført, hvis man havde haft indsigt i, hvordan fitnessmarkedet ville have udviklet sig fra år 2006.

Denne værdi af FitnessDK skal ses i sammenhæng med den pris som PSE betalte for fitnesskæden i 2006 og hvilke forventninger PSE havde for den fremtidige drift og udvikling. Så i det følgende beskrives PSE's forventninger til købet af FitnessDK. PSE udsendte følgende pressemeddelelse efter købet. ”Selskabet, der beskæftiger omkring 1.800 personer, forventer en omsætning på over 300 mio. kroner i 2006 og en indtjening før finansielle omkostninger, afskrivninger og skat på cirka 50 mio. kroner. Resultatet før finansielle omkostninger og skat forventes at blive cirka 35 mio.

kroner. En større ekspansionsplan er iværksat, hvilket forventes at bringe antallet af centre over 40, og antallet af medlemmer over 100.000, i løbet af 2006”⁵³.

Hvis man kigger på hver af disse forventninger isoleret set, ser man hvor mange af PSE's forudseelser der var korrekte.

En omsætning på over 300 mio. i 2006

FitnessDK havde i 2006 en omsætning på 312 mio. kr. Så forventningen om en omsætning på over 300 mio. kr. er indfriet.

Indtjening før finansielle omkostninger, afskrivninger og skat på cirka 50 mio. kr.

Af resultatopgørelsen fremgår det, at FitnessDK for 2006 havde en indtjening før finansielle omkostninger, afskrivninger og skat på 19 mio. kr.

Virkeligheden var dermed 62 % lavere end de forventninger som PSE havde til FitnessDK på købstidspunktet.

Resultatet før finansielle omkostninger og skat forventes at blive cirka 35 mio. kr.

Ud fra resultatopgørelsen ses det, at resultatet før finansielle omkostninger og skat blev 2,3 mio. kr. Dette er hele 93 % lavere end forventningerne og må derfor ses som en kæmpe fejlestimering fra PSE's side.

Bringe antallet af centre over 40 i 2006

Ifølge PSE's regnskab for 2007 bestod FitnessDK af 35 fitnesscentre. Derfor kan det konkluderes, at forventningen om over 40 centre ikke blev indfriet

Antallet af medlemmer over 100.000, i løbet af 2006

Antallet af medlemmer rundede i 2006 den magiske grænse på 100.000, så denne forventning stemte derfor overens med virkeligheden.

Ud fra ovenstående analyse er kun 2 ud af 5 forventninger før købet blevet indfriet. Analysen peger hen imod, at PSE ikke har været klar over, hvor dyrt det er at drive en fitnesskæde og ikke har haft tro på at markedet ville ændre sig som det har.

⁵³ <http://parken.dk/script/site/page.asp?artid=321>

Efter min mening er det de 2 vigtigste forventninger som PSE har fejlestimeret. Det er disse to forventninger der har været med til at budgettere den fremtidige indtjening for FitnessDK og har derfor haft en enorm indflydelse for den værdiansættelse, som man må forvente PSE har lavet af FitnessDK.

I min værdiansættelse af FitnessDK ses det, hvor stor betydning nettooverskuddet har, hvis man f.eks. benytter sig af DCF som værdiansættelses model.

PSE betalte i 2006, 299,3 mio. kr.⁵⁴ for FitnessDK. Hvilket ikke er en tosset pris, hvis forventningerne havde stemt overens med virkeligheden.

Det må derfor konkluderes, at prisen som PSE betalte for FitnessDK, ikke stemmer overens med værdien af fitnesskæden.

Derfor konkluderes det også, at PSE's porteføljediversifikation med opkøbet af FitnessDK, ikke har skabt værdi set fra aktionærernes synspunkt.

For at underbygge min konklusion på FitnessDK, er der i netavisen "www.aktie-nyt.dk" lavet en analyse af PSE og dens datterselskaber, hvor opkøbet af FitnessDK direkte bliver kaldt en *miserie*.

"Blev Fitness.dk sat til salg i dag, ville kæden sandsynligvis ikke kunne indbringe mere end halvdelen af købsprisen.

*En forklaring på miseren kunne være fremkomsten af en ny discount-kæde, FitnessWorld, der kun kræver 229 kroner månedligt, ingen binding og begrænset indskud. Til sammenligning beregner Fitness.dk sig et månedsgebyr på 399 kroner."*⁵⁵

Grunden til at Aktie-nyt's salgspris er sat til omkring 150 mio. kr. kunne være den meget medieomtalte goodwill i PSE's regnskab. PSE har bogført en merværdi på FitnessDK på over 350 mio. kr. i goodwill. Analytikere i branchen undrer sig dog over, at FitnessDK kan opretholde denne høje merværdi, når man tænker på situationen i fitnessmarkedet og på de resultater som FitnessDK har leveret siden opkøbet.

Jeg tror, at PSE har valgt ikke at nedskrive goodwillværdien af FitnessDK af den ene grund, at det vil gøre for ondt. Nedskrivningen af goodwill vil gå direkte udover resultatet og vil derfor gøre ondt i egenkapitalen.

⁵⁴ <http://borsen.dk/nyhed/91967/>

⁵⁵ <http://www.aktie-nyt.dk/?p=160>

Værdiansættelse af kontortårnene

Med virkning fra den 1. april 2002 erhverver PSE de 3 kontortårne, som er placeret i hjørnerne af PARKEN af ejendomsselskabet Jeudan. Tårnene udgør til sammen 22.347 kvm, der primært er udlejet til kontorformål. PSE har selv til huse i 4.500 kvm af det samlede areal. PSE fravalgte kontortårnene i 1998 da selve PARKEN blev købt. Grunden til fravalget dengang var hensyntagen til selskabets kapitalstruktur og likvide midler.

Værdiansættelse ved den afkastbaserede model.

Kontortårnene blev i forbindelse med erhvervelsen værdiansat ud fra den afkastbaserede metode til værdiansættelse af ejendomme.

Den afkastbaserede model opgør værdien af ejendommen på baggrund af det forventede driftsafkast med udgangspunkt i krav til forrentning i den investerede kapital⁵⁶

$$\text{Værdi}_{\text{ejendom}} = \frac{\text{Driftsafkast}}{\text{Afkastprocent}}$$

Driftsafkastet består af lejeindtægter minus driftsudgifter.

Værdien opgøres ud fra ejendommens forventede driftsafkast i et normalt driftsår. Dette har også givet modellen navnet normalindtjeningsmodellen.

Modellen er meget simpel at bruge, men meget statisk, da den forudsætter konstante pengestrømme. Der tages heller ikke højde for ændringer i lejeindtægter/udgifter eller diskonteringsrenten. I og med det er konstante pengestrømme, tages der heller ikke højde for inflation.

PSE regnede med lejeindtægter på 22 mio. kr. samt driftsudgifter på 0,5 mio. kr. Dette giver et samlet driftsafkast på 21.5 mio. kr.

PSE regnede med en afkastprocent på 7 % i forbindelse med købet.

$$\text{Værdi}_{\text{kontortårne}} = \frac{21.500.000}{0,07} = \underline{\underline{307.142.857}}$$

Denne udregnede pris på 307 mio. kr. skal ses i sammenhæng med den faktiske pris som PSE betalte for kontortårnene. De betalte 326 mio.kr⁵⁷.

Siden erhvervelsen i 2002 har PSE solgt det sydøstlige tårn fra. Dette skete i regnskabsåret 2006/07. Det sydøstlige tårn blev solgt for 135 mio. kr.⁵⁸

⁵⁶ <http://www.dn-erhverv.dk/analyser/regnskabsmaessig-behandling-af-investeringsejendomme/5-modeller-til-opgoerelse-af-dagsvaerdi/>

⁵⁷ <http://www.erhvervsbladet.dk/virksomheder/parken-fik-et-aarsresultat-foer-skat-paa-704-mio.-kr>

⁵⁸ <http://parken.dk/images/pdf/aarsregnskabsmeddelelse-2006-07.pdf>

Parken forsøger at sælge de resterende tårne, som er sat til salg hos nybolig erhverv. På nybolig Erhvervs hjemmeside findes der derfor en salgsoptilling på kontortårnet. Nedenfor er en tabel fra salgsoptillingen

Ejendomskategori		Kontor	
Etageareal m ²	9.098	Årl. lejeindt. kr.	12.941.866
Pris kr.	210.000.000	Årl. driftsudg. kr.	2.307.053
Grundareal m ²	-	Afkast i %	6,14

Her ses en salgspris på 210 mio. kr.⁵⁹ Denne salgspris stemmer ikke overens med den reelle værdi af ejendommen, hvis den værdiansættes med den afkastbaserede værdiansættelsesmodel. I den ovenstående tabel findes alle de informationer man har brug for i forbindelse med værdiansættelse med denne model

$$Værdi_kontortårn = \frac{12.941.866 - 2.307.053}{0,0614} = \underline{\underline{173.205.423}}$$

Nu kan vi regne NPV ud for de kontortårne som parken købte i år 2002.

$$NPV = -326.050.000 + 135.000.000 + 173.205.423 = \underline{\underline{-17.844.577}}$$

Dette giver en negativ NPV på ca. 18 mio. kr. Der er dermed ikke skabt værdi for aktionærerne.

Værdiansættelsen svarer til en kvadratmeterpris på 19.037 kr.

Denne værdiansættelse skal sammenlignes med de handler som har fundet sted i den seneste tid. Jeudan havde to store ejendomshandel i oktober 2009. De overtog bl.a. ejendomme for 1,2 mia. kr. fra blandt andet Amager Banken. Denne handel blev gennemført med en kvadratmeterpris på ca. 22.500 kr. og et afkast på 5 %.⁶⁰ Ydermere købte Jeudan, Landic Property Denmark for 2 mia. kr. I denne handel var kvadratmeterprisen 13.300 kr. og man havde et årligt afkast på henholdsvis 5-6 % på de københavnske ejendomme og 6-8 % på de ejendomme der er placeret uden for København. Finanstilsynet krav til afkastprocenter ses i tabellen nedenfor, samt 2 ejendomsmæglerfirmaers.

»» Krav til afkastprocenter			
Forretningsprocent			
Kontor- og forretnings ejendomme			
	Finanstilsynet	Ejendoms- mæglerfirma	Ejendoms- mæglerfirma
	Juli 2009	Juni 2009	Juli 2009
København city	5,25 - 6,00	5,00 - 6,50	5,50
Århus	5,50 - 6,25	5,25 - 6,50	5,75
Større provinsbyer	6,00 - 7,25	-	7,00

⁵⁹ <http://www.nyboligerhverv.dk/sag.aspx?AutoID=59019&type=brug>

⁶⁰ <http://www.business.dk/boersnyt/jeudan-koerber-atlas-ejendomme-2-milliarder-kr>

Tabel 37 - Krav til afkastprocenter⁶¹

Ud fra de handler som har fundet sted, samt finanstillsynets krav til afkastprocenter, synes værdiansættelsen med den afkastbaserede model at stemme overens med markedet.

Værdiansættelse ved DCF⁶²

Ligesom at man kan værdiansætte selskaber ud fra DCF, kan man ligeledes værdiansætte kontor ejendomme.

I tabellen nedenfor er det frie cash flow fundet samt at kontortårnet er værdiansat.

Inflation	1,4%				
Diskonteringsrente real	6,1%				
Diskonteringsrente, nom	7,5%				
Driftsindtægter	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Lejeindtægter	12.798.317	12.977.493	13.159.178	13.343.407	13.530.215
Andre indtægter	0	0	0	0	0
Tomgang 5 %	0	0	0	0	0
Bruttoleje	12.798.317	12.977.493	13.159.178	13.343.407	13.530.215
Driftsudgifter	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Skatter og afgifter	794.495	805.618	816.897	828.333	839.930
Forsikringer	82.415	83.569	84.739	85.925	87.128
Renholdelse	593.110	601.414	609.833	618.371	627.028
Øvrig drift, anslået	719.187	729.256	739.465	749.818	760.315
Vedligeholdelse	458.800	465.223	471.736	478.341	485.037
Ej fordelt drift	41.560	42.142	42.732	43.330	43.937
Administration, anslået	65.704	66.624	67.557	68.502	69.461
Udgifter i alt	2.755.271	2.793.845	2.832.959	2.872.620	2.912.837
	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Cash Flow	10.043.046	10.183.649	10.326.220	10.470.787	10.617.378
Terminaltværdi					172.921.463
Nutidsværdi af Cash Flow	10.043.046	9.469.638	8.928.969	8.419.169	129.291.142
Værdi af ejendom	166.151.964				
Salgspris på det sydøstlige tårn	135.000.000				
Samlet værdi af kontortårnene	301.151.964				

Tabel 38 - Værdiansættelse af kontortårne

$$NPV = -326.050.000 + 301.151.964 = \underline{\underline{-24.898.036}}$$

Nu ses det at forskellen på den afkastbaserede model og DCF er 7 mio. kr. Fordelen ved at benytte DCF er at man kan indarbejde fremtidige forhold som har betydning for værdiansættelsen. Overordnet kan det siges at den afkastbaserede model er mest velegnet når ejendommen har meget små udsving i de forhold som påvirker pengestrømmene. Dermed siges det også at DCF er mere korrekt til værdiansættelse af ejendomme med større udsving i pengestrømmene.

⁶¹ Økonomisk Ugebrev Nr. 5-8. februar 2010 17. årgang.

⁶² http://www.kpmg.dk/getMedia.asp?mb_GUID=DC45C0DE-D48F-4C58-9B11-F23D329D3148.pdf

NPV på PSE's investering i kontortårnene ligger altså på et niveau mellem -24,9 mio. kr. og -17,8 mio. kr. Der er ikke skabt merværdi for aktionærene.

Salget af det sydøstlige tårn for 135 mio. kr. er blevet debatteret ivrigt i medierne pga. at Henrik Palm, som købte tårn videresolgte tårnet med det samme med en fortjeneste på 35 mio. kr.⁶³. Havde det været PSE som havde solgt 35 mio. kr. dyrere, havde investeringen haft en positiv NPV på mellem 10,1 mio. kr. og 17,2 mio. kr. og der var dermed skabt merværdi for aktionærene.

Brancheekspert har ydermere overfor økonomisk ugebrev udtalt sig at den aktuelle markedsværdi af kontortårnet er betydelig lavere end den pris som er oplyst i salgsoptillingen.⁶⁴

PSE ejer yderligere 10.078 kvm kontorlejemål som blev færdigbygget i 2009. Via udlejningsannoncer er dette lejemål også blevet værdiansat⁶⁵.

Inflation		1,4%			
Diskonteringsrente real		6,1%			
Diskonteringsrente, nom		7,5%			
Driftsindtægter	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Lejeindtægter	14.109.200	14.306.729	14.507.023	14.710.121	14.916.063
Andre indtægter	0	0	0	0	0
Tomgang 5 %	0	0	0	0	0
Bruttoleje	14.109.200	14.306.729	14.507.023	14.710.121	14.916.063
Driftsudgifter	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Drift	2.233.577	2.264.847	2.296.555	2.328.707	2.361.309
Varme	876.508	888.779	901.222	913.839	926.633
Udgifter i alt	3.110.085	3.153.626	3.197.777	3.242.546	3.287.941
	2010E	2011E	2012E	2013E	Terminal
Cash Flow	10.999.115	11.153.103	11.309.246	11.467.575	11.628.122
Terminaltærdi					189.383.087
Nutidsværdi af Cash Flow	10.999.115	10.371.120	9.778.981	9.220.649	141.599.286
Værdi af ejendom		181.969.151			

Tabel 39 - Værdiansættelse af nyopført kontortårn

De 181 mio. kr. skal sammenholdes med en skønsmæssig byggepris på 200 mio. kr.⁶⁶

Dette giver en samlede værdi på alle PSE's kontorlejemål på

$$166.151.964 + 181.969.151 = \underline{\underline{348.121.115}}$$

PSE har bogført de 3 kontortårne som de stadig ejer til en værdi på 500 mio. Dette betyder at PSE skal nedskrive de 500 mio. til 348 mio. kr. En nedskrivelse på 152 mio. kr. vil gøre et kæmpe

⁶³ <http://epn.dk/brancher/underholdning/sport/article1744089.ece>

⁶⁴ Økonomisk Ugebrev Nr. 5-8. februar 2010 17. årgang.

⁶⁵ Se bilag 4.

⁶⁶ Økonomisk Ugebrev Nr. 5-8. februar 2010 17. årgang.

indhug på den bogførte egenkapital på 313 mio. kr. efter den nedskrivning der allerede er sket i forbindelse med FitnessDK

Hvordan ser markedet for ejendomsinvesteringer ud?

Mens de erfarne ejendomsinvestorer har lurert passet de seneste par år, har diverse lykkeriddere har handlet ejendomme til overpris. Nu er de store ejendomsinvestorer, som ATP og Jeudan dog igen på vej ind i markedet⁶⁷. Deres indtrængen er positiv for PSE, da dette kan betyde et hurtigere salg af kontortårnet. Per Hallgren, direktør i Jeudan, udtaler, *"I 2006 og 2007 var det helt umuligt at købe gode ejendomme med et positivt cash flow til fornuftige penge. Nu kommer de imidlertid til salg"*⁶⁸. Ydermere understreger Per Hallgren at overvægten af ejendomme på markedet stadig er sat til en helt forkert pris. Dette ses også på salgsopstilling på PSE's kontortårn, hvor prisen er 210 mio. mens de to værdiansættelser af tårnet viser en værdi på mellem 166 og 173 mio. kr.

Ifølge Stig Plon Kjeldsen fra Nybolig Erhverv, vil der i 2010 være en udbredt grad af fokus at ejendommens cash flow skal kunne dække driftsudgifter og renter knyttet ejendomme. Tidligere års fokus på kapitalgevinster vil være helt forsvundet sammen med de hurtige spekulationer⁶⁹.

Hvordan ser markedet for erhvervsudlejning ud?

Nøgleordet i 2010 bliver ifølge Nybolig erhverv, tomgang. Tomgangen er steget kraftigt over hele landet. I 4. kvartal af 2008 var hver 20. kvadratmeter ledig, nu er det hver tiende. Tomgangen og den medfølgende effekt på de priser som kontorlokaler kan udlejes til, er de to største usikkerhedsfaktorer på markedet for erhvervsudlejning. Den overvejende problemstilling er at der er for få købere i markedet. Pga. det lave antal købere er der stort pres på lejen. Dette pres forringer afkastet og dermed priserne på ejendommene⁷⁰.

⁶⁷ <http://borsen.dk/investor/nyhed/171892/>

⁶⁸ <http://borsen.dk/investor/nyhed/171892/>

⁶⁹ <http://www.erhvervsjendom.dk/readnews.asp?id=12601&rgid=4>

⁷⁰ <http://www.erhvervsbladet.dk/virksomheder/ledige-lokaler-er-den-store-joker-i-2010>

Konklusion

Formålet med denne afhandling var at finde ud af om strategien med en at gøre selskabet uafhængig af de sportslige resultater via en bredere produktportefølje er lykkedes.

Dette er gjort ved at værdiansætte to af selskaberne i PSE's portefølje samt en af PSE's aktiviteter. Resultaterne af værdiansættelserne er blevet sammenholdt med købspriserne på de 2 selskaber og den 1 aktivitet. Værdiansættelsen er sket med input fra den strategiske analyse, regnskabsanalysen og budgetteringen.

Med udgangspunkt i den strategiske analyse kan det konkluderes, at markedet for de to selskaber har udviklet sig vidt forskelligt siden opkøbene. Ligeledes konkluderes det også, at fremtiden for de to analyserede selskaber ser vidt forskellige ud.

Lalandia har gennem fornyelse og ekspansion sørget for, at de står stærkt rustet til en fremtid, som kan bringe hvad som helst. Lalandia har en stærk markedspostion på markedet for underholdning og ferier. Denne position er skabt via et godt produkt og en stræk markedsføring. Tilsammen har dette skabt et stærkt brand og en plads i danskernes bevidsthed.

Lalandia har været i stand til at styre uden om den nuværende finanskriser, hvilket må siges at være godkendt, da analyser af underholdningsmarkedet har vist, at danskerne ikke vil bruge lige så mange penge på underholdning som tidligere. Analyser viser, at teater og koncerter er hårdest ramt i branchen. Det konkluderes derfor at den internationale finanskriser kun har haft en lille påvirkning på Lalandia og dennes tro på fremtiden.

Markedet for fitness har siden opkøbet udviklet sig i en uheldig retning for FitnessDK. Da FitnessDK blev opkøbt var det Danmarks største og mest kendte fitnesskæde. Det er FitnessDK ikke længere. Med FitnessWorld's indtrængen i markedet, er kampen mod den manglende trang til konkurrence mellem fitnesskæderne blevet taget op. FitnessWorld fjernede ikke bare bindingsperioderne, de sænkede også priserne betydeligt. Dengang FitnessDK blev opkøbt havde de sikkerhed i deres fremtidige indtjening pga. de meget medieomtalte bindingsperioder, hvor kunderne var nødsaget til at binde sig i helt op til et år. Dette på trods af, at folk ofte mistede lysten til fitnessstræning efter bare få måneder. Suspenderingen af bindingsperioderne ses nu klart og tydeligt i kundernes indmeldingsvarighed i fitnesscentre. Hvor folk tidligere i gennemsnit var medlem i 18 måneder er de nu kun medlem i 4 måneder. Denne udvikling samt de meget faldne priser på fitness er med til at skabe en frygt for fremtiden for FitnessDK.

Nye og langt billigere aktører står også på spring til at trænge ind på fitnessmarkedet. Her tænkes der specielt på idrætsforeningernes nonprofitsatsning på fitness.

Det kan dog konkluderes, at den finansielle uro ikke har haft betydning for FitnessDK, som det seneste år har oplevet en stor stigning i medlemstallet og denne stigning ser ud til at fortsætte.

Regnskabsanalysen blev foretaget for at få indblik i selskabernes historiske økonomiske udvikling i værdidriverne. Den analyserede periode er fra 2005 til 2008.

Det kan ligeledes konkluderes, at den økonomiske situation for de to selskaber, ser vidt forskellig ud.

Nøgletalsanalysen af Lalandia viser at økonomien i selskabet er yderst stabil. Lalandia havde i 2008 en afkastningsgrad på 18,08 %, hvilket konkluderes til at være et yderst acceptabelt niveau. Den høje afkastningsgrad viser også at Lalandia er i stand til at tjene på fremmedkapitalen i selskabet.

Det kan derfor konkluderes at kapitalstrukturen i Lalandia er OK.

Nøgletallene på indtjeningen i Lalandia viser at bruttomarginen uden problemer dækker kapacitetsomkostninger. Lalandia har en kapacitetsgrad på 1,17, hvilket er acceptabelt.

Lalandia har i den analyserede periode øget sin soliditetsgrad fra 23 % til 51 %, hvilket er gjort via en forøgelse af egenkapitalen ved totalindkomsten.

Det konkluderes, at risikoniveauet for Lalandia befinder sig på et mellemniveau. Risikoen for en virksomhed, som Lalandia findes specielt i, at de opererer på et marked med meget høj konkurrenceintensitet og med mange aktører, som alle kæmper hårdt om kundernes penge.

FitnessDK har ikke haft en ligeså flot udvikling som Lalandia. FitnessDK har i hele den analyserede periode oplevet fald i nøgletallene. Værst ser det ud for overskudsgraden som er faldet fra 11,61 % i 2005 til 1,43 % i 2008. Det kan derfor konkluderes at 98,57 % af omsætningen i 2008 blev brugt på omkostninger, hvilket for FitnessDK ikke kan være tilfredsstillende. Dette ses også med alt sin tydelighed i nøgletalsanalysen for indtjeningen, hvor kapacitetsgraden er 1,01. Bruttooverskuddet dækker kun med nød og næppe kapacitetsomkostningerne. De høje kapacitetsomkostninger gør FitnessDK til en utrolig tung virksomhed som er utrolig afhængig af en høj omsætning, hvilket også ses i at nulpunktsomsætningen er stort set lig med den aktuelle omsætning.

Afkastningsgraden for FitnessDK ligger i 2008 på 2,63 %, hvilket ikke er tilstrækkeligt til at dække prisen på fremmedkapitalen. Derfor kan det konkluderes at kapitalstrukturen ikke er optimal i FitnessDK.

Ligeledes kan det konkluderes, at FitnessDK sidder hårdere i det nu, end de gjorde i 2005. Det ses tydeligt på soliditetsgraden, som er faldet fra 46,70 % til 16,48 %. Dette betyder at 83,52 % af FitnessDK's samlede aktiver er finansieret af fremmedkapital og da FitnessDK ikke er i stand til at tjene penge på denne fremmedkapital anses dette for at være yderst utilfredsstillende.

Det konkluderes, at FitnessDK's driftsmæssige risiko er på samme niveau som Lalandia, mens at FitnessDK pga. sine højere gearing, har en højere finansiell risiko end Lalandia.

Da hverken Lalandia eller FitnessDK er børsnoteret, har jeg været nødsaget til at estimere betaværdierne for selskaberne. Det konkluderes, at betaværdien for FitnessDK er højere end betaværdien for Lalandia. Dette skyldes primært den højere finansielle risiko i FitnessDK.

På baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalysen er der udarbejdet budget for de to virksomheder, som benyttes i forbindelse med værdiansættelsen via DCF.

Det konkluderes, at der på baggrund af værdiansættelsen er fundet 2 vidt forskellige værdier for de to selskaber.

Det kan konkluderes at den samlede værdi af Lalandia er 690 mio. kr. Denne værdi fortæller i sig selv ikke om at opkøbet har været en god forretning for PSE. Dette beløb skal sammenholdes med det beløb, som PSE betalte for Lalandia i 2004. Denne købspris er dog ikke blevet offentliggjort. Analytikere mener, at Lalandia blev købt for omkring 130 mio. kr. mens min udregning via EV/EBITDA viser en mulig købspris på 157 mio. kr. Med mit estimat af købsprisen giver den samlede investering af Lalandia en net present value på 532,6 mio. kr. og det kan hermed konkluderes at strategien ved at gøre PSE uafhængig af de sportslige resultater, ved at købe Lalandia er lykkedes. Udover, at investeringen giver en positiv NPV har det også givet PSE den mulighed at føre Lalandia konceptet videre gennem ekspansionen i Jylland med det nye store badeland Lalandia Billund. Denne ekspansion har blandt andet allerede genereret store summer gennem salget af de tilhørende feriehus. Derfor konkluderes det at købet af Lalandia også har været en strategisk rigtig god beslutning.

Helt modsat kan det konkluderes at strategien med at gøre PSE uafhængig af de sportslige resultater via opkøbet af FitnessDK ikke har skabt merværdi for aktionærene.

FitnessDK er på værdiansat til 76,8 mio. kr. Dette holdes op mod prisen på 299,3 mio. kr., hvilket giver en net present value på investeringen på -222,5 mio. kr.

Der er i opgaven ligeledes lavet en værdiansættelse af de 3 kontortårne som er placeret i 3 af hjørnerne af PARKEN.

PSE solgte i regnskabsåret 2006/07 det ene tårn til den daværende storaktionær i PSE Hans Henrik Palm til 135 mio.

Det andet tårn er på nuværende tidspunkt til salg hos Nybolig Erhverv. Det er i opgaven værdiansat til 166 mio. kr.

Det tredje tårn, som netop er blevet opført, er værdiansat til 181 mio. kr.

PSE har betalt samlet set i ca. 526 mio. kr. for de 3 tårne. Usikkerheden i de 526 mio. kr. består i opførelsesprisen på det tredje tårn, som er estimeret til 200 mio. kr.

Samlet set giver dette en NPV på -44 mio. kr. og det kan hermed konkluderes at strategien med at gøre PSE uafhængig af de sportslige resultater ikke er lykkedes ved opkøbet af de 3 kontortårne. Fremtiden ser dog lysere ud for kontortårnene end for FitnessDK. Ekspertener mener, at markedet for ejendomsinvestering igen er blevet attraktivt for investorer, da det nu igen er muligt at finde ejendomsprojekter med positive cash flow og investorerne derfor igen er kommet frem fra deres skjul. Netop disse cash flows vil være i fokus i 2010, da de skal kunne dække driftsudgifter ved ejendommen for derigennem at bringe investeringen ”in the money”. Dette betyder desværre for PSE at tidligere års fokus på kapitalgevinster, vil være helt væk i 2010, hvilket kan presse prisen på det kontortårn som PSE har til salg.

Herved kan det konkluderes at hvis man ser på strategien samlet set, er den lykkedes idet de 3 opkøb tilsammen har en net present value på +266,1 mio. kr.

Isoleret set, er det kun det ene opkøb der har et positivt NPV, mens de 2 andre begge har negativ NPV.

Perspektivering

PSE har grundet finanskrisen måtte udskyde opførelsen af et Lalandia lignende projekt i Italien, som skal være en direkte konkurrent til La Santa Sport⁷¹. PSE har dog stadig planer om at opføre projektet, og har selv den opfattelse, at dette kan blive en af de bedste investeringer PSE nogensinde har lavet. Så hvis de kan få ligeså stor succes med dette Lalandiaprojekt som de har fået med resten af Lalandia vil porteføljediversifikation gennem opkøbet have været en endnu større succes end det allerede har været. Så det bliver spændende at følge denne udvikling i fremtiden.

Hvis den negative udvikling som beskrevet i opgaven fortsætter for FitnessDK og idrætsforeningerne får succes med deres satsning på fitness, vil det blive spændende at se hvor lang tid FitnessDK er en del af PSE's portefølje. Da PSE i øjeblikket lever på bankens nåde, vil frasalg kunne være en måde at få penge i kassen på.⁷² Her vil det være en mulighed med et frasalg af FitnessDK.

PSE kan være nødsaget til at nedskive værdien af kontortårnene. De står på nuværende tidspunkt bogført til 500 mio. kr., mens de her i opgaven er værdiansat til 348 mio. kr. Dette vil være et stort indhug i egenkapitalen.

PSE står overfor en kæmpe udfordring i fremtiden. De har lavet uheldige investeringer, som ikke har levet op til de forventninger som PSE havde til opkøbene. Den bogførte værdi i regnskabet af nogle af disse opkøb er for høj. Dette betyder at PSE sandsynligvis står overfor nedskrivninger i regnskabet. PSE nedskrev i 2009 FitnessDK med 164 mio. kr. Ligeledes står PSE overfor en, her i opgaven udregnet nedskrivning af kontortårnene på 152 mio. kr.

Økonomisk Ugebrevs analyse af den aktuelle markedspris på Lalandia, viser også at den bogførte værdi af Lalandia er langt højere end den aktuelle markedspris. Konklusionen på Økonomisk Ugebrevs analyse er at den reelle egenkapital i PSE kan være på mellem -300 mio. kr. & 500 mio. kr. Dette betyder at den kapitalforhøjelse, som sker i 2010, alene vil lukke hullet, så egenkapital kommer i 0.

Med salget af FCK herrer håndbold⁷³, en truende lukning af FCK dame håndbold⁷⁴, og et muligt salg af kontortårne og FitnessDK, bliver det spændende at se om PSE igen vender tilbage til det udgangspunkt, det hele startede med, nemlig en fodbold klub.

⁷¹ <http://www.erhvervsbladet.dk/boersnyt/parken-taettere-paa-nyt-lalandia-i-italien>

⁷² <http://www.business.dk/article/20090828/borsnyt/708270119/>

⁷³ http://www.dr.dk/Sporten/Haandbold/Liga_maend/2010/01/07/071420.htm

⁷⁴ http://www.hbold.dk/index.php?id_parent=1&id=28&id_nyhed=7449

Kildefortegnelse

Bøger

Regnskabsanalyse for beslutningstagere

Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – 1. udgave – Forlaget Thomson

Exploring corporate strategy

Johnson, Scholes & Whittington – 8. edition – Pearson education limited

Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang

Jens O. Elling & Ole Sørensen – 2. udgave – Gjellerup

Valuation – Maximizing Corporate Value

George M. Norton III – 2003 – Forlag John Wiley & Sons, Inc.

Artikler

Værdiansættelse af unoterede virksomheder med DCF-modellen

Morten Holm, Christian Petersen og Thomas Plenborg – R&R nr. 1 2005

Parken foran stor nedskrivning på kontortårne

Morten Langer – Økonomisk Ugebrev – Nr. 5 8. februar 2010 17. årgang

Parken reelle egenkapital er negativ

Morten Langer – Økonomisk Ugebrev – Nr. 7 22. februar 2010 17. årgang

MS 27 – Værdiansættelsesmodeller

Materialesamling (1) i faget Køb og Salg af virksomheder 2009 – Institut for regnskab og revision

Regnskabsmæssig behandling af investeringsejendomme

Morten Gottliebsen, senior Auditor – Deloitte – INSPI nr. 7/8 – 2007

Værdiansættelse af fast ejendom – en introduktion til DCF-modellen

Udgivet oktober 2008 af ejendomsforening Danmark

Årsrapporter

Årsrapporter fra PSE 2004 - 2008

Årsrapporter fra Lalandia 2003 - 2008

Årsrapporter fra FitnessDK 2004 - 2008

Årsrapport Tivoli 2004

Hjemmesider

www.berlingske.dk

www.borsen.dk

www.business.dk

www.eb.dk

www.equinox.dk

www.erhvervsbladet.dk

www.euroinvestor.dk

www.fitnessdk.dk

www.fitnessworld.dk

www.hellofitness.dk

www.lalandia.dk

www.legoland.dk

www.nationalbanken.dk

www.npinvestor.dk

www.parken.dk

www.sondagsavisen.dk

www.tivoli.dk

www.trustpilot.dk

www.wikipedia.org

Bilag

Bilag 1: Markedsafkast

Måned	Kurs	Måned	Kurs	Måned	Kurs	Måned	Kurs
1996M01	106	1999M05	172	2002M09	159	2006M01	368
1996M02	106	1999M06	176	2002M10	165	2006M02	375
1996M03	106	1999M07	181	2002M11	168	2006M03	383
1996M04	109	1999M08	184	2002M12	167	2006M04	376
1996M05	110	1999M09	186	2003M01	158	2006M05	354
1996M06	112	1999M10	189	2003M02	152	2006M06	350
1996M07	111	1999M11	204	2003M03	160	2006M07	352
1996M08	116	1999M12	214	2003M04	176	2006M08	368
1996M09	119	2000M01	213	2003M05	181	2006M09	381
1996M10	122	2000M02	223	2003M06	187	2006M10	396
1996M11	126	2000M03	241	2003M07	188	2006M11	406
1996M12	130	2000M04	234	2003M08	211	2006M12	423
1997M01	141	2000M05	238	2003M09	208	2007M01	442
1997M02	146	2000M06	235	2003M10	224	2007M02	434
1997M03	147	2000M07	247	2003M11	213	2007M03	444
1997M04	148	2000M08	269	2003M12	217	2007M04	465
1997M05	156	2000M09	269	2004M01	233	2007M05	485
1997M06	161	2000M10	271	2004M02	245	2007M06	476
1997M07	176	2000M11	252	2004M03	232	2007M07	491
1997M08	166	2000M12	248	2004M04	230	2007M08	486
1997M09	179	2001M01	274	2004M05	229	2007M09	486
1997M10	170	2001M02	254	2004M06	241	2007M10	494
1997M11	173	2001M03	236	2004M07	240	2007M11	455
1997M12	184	2001M04	239	2004M08	241	2007M12	447
1998M01	189	2001M05	251	2004M09	252	2008M01	392
1998M02	190	2001M06	246	2004M10	246	2008M02	411
1998M03	210	2001M07	244	2004M11	259	2008M03	406
1998M04	200	2001M08	225	2004M12	263	2008M04	408
1998M05	202	2001M09	199	2005M01	270	2008M05	428
1998M06	200	2001M10	206	2005M02	286	2008M06	395
1998M07	200	2001M11	210	2005M03	290	2008M07	385
1998M08	178	2001M12	212	2005M04	283	2008M08	388
1998M09	163	2002M01	211	2005M05	301	2008M09	324
1998M10	169	2002M02	218	2005M06	319	2008M10	265
1998M11	166	2002M03	221	2005M07	329	2008M11	242
1998M12	175	2002M04	208	2005M08	338	2008M12	228
1999M01	176	2002M05	207	2005M09	345	2009M01	236
1999M02	168	2002M06	199	2005M10	331	2009M02	217
1999M03	166	2002M07	181	2005M11	343	2009M03	207
1999M04	176	2002M08	185	2005M12	368	2009M04	245
						2009M05	262



»Vi er gået ind i investeringen for at tjene flere penge.« Siger bestyrelsesformand for Parken Sport & Entertainment Flemming Østergaard (th), som i går foretog købet, for pressen sammen med FCX-direktør Jørgen Glstrup.

Feriecenter skal sparke gang i Parkens indtjening

Med købet til ca. 130 mio. kroner bevæger moder-selskabet bag FC. København sig ind på et presset marked – Lalandias ledelse, som fortsætter under det nye ejerskab, roses af branchekendere

Opkøb

AF MORTEN BUNDGAARD & KASPER KRONENBERG

Parken Sport & Entertainment, har foretaget et nyt stort skridt i bestræbelserne på at gøre selskabets økonomi uafhængig af spillernes præstationer på grønsværen. Gårsdagens offentliggørelse af et forventet køb af feriecenteret Lalandia på Lolland er ubetinget selskabets største økonomiske satsning siden købet af Parken tilbage i 1998.

Hverken køber eller sælger – projektudviklingselskabet Reka Gruppen fra Varde – ønsker at oplyse købssummen, men kilder vurderer, at

den ligger omkring de 130 mio. kr.

Parken køber i første omgang 75 pct. af aktierne med resterende aktier indenfor tre år. De sidste 25 pct. af aktierne sidder den nuværende ledelse i Lalandia på, en ledelse der fortsætter under det nye ejerskab. Netop ledelsen, med adm. dir. Christer Rosenkrands i spidsen, vurderes blandt kilder i markedet som særdeles kompetent. Den tidligere Tjæreborg-mand Christer Rosenkrands formåede i regnskabsåret 2002/2003 sammen med sine meddirektører Kaj Justesen og Poul Østergaard at hive et over-

skud hjem på næsten 25 mio. kr. – og det er netop sådan et funklende resultat, der har fået bestyrelsesformand i parken, Flemming Østergaard, til at bruge løs af sin egenkapital på 455 mio. kr.

Et kanonkøb

Den temperamentsfulde Østergaard er på vanlig selvsikker vis overbevist om, at Parken har gjort et »kanonkøb«.

»Vi har gjort en kanonforretning, ligesom vi gjorde med Parken,« siger Flemming Østergaard og fortsætter:

»Samtidig er det en pæn

stor investering, men den er ikke risikabel. Dette køb er gennemtænkt,« siger han.

Med købet af Lalandia øger Parken Sport & Entertainment omsætningen med 170 mio. kr. til 420 mio. kr. og regner med at kunne forrente investeringen med 15 procent om året. Købet forventes at kunne kaste et EBIT-over-skud af sig på 20-25 mio. kr. om året.

Stærk konkurrence

»Hvis de kan forrente deres investering med 15 pct., så ser det fornuftigt ud. De har dog bevæget sig ind på et stærkt konkurrencepræget marked, hvor der ikke har været vækst i efterspørgslen de sidste godt ti år,« lyder det fra adm. dir. Jørgen Bertelsen fra det børsnoterede ejendomsselskab Land & Leisure, der ud-lejer sommerhuse og feriebo-liger.

Andre kilder i markedet for feriecentre og feriehuse karakteriserer Lalandia som »et utrolig veldrevet center, som dog ikke særlig mange kan finde ud af at drive«.

Aktiemarkedet tog godt imod nyheden, hvor flere analytikere betegnede købet som en fornuftig handel og aktiekursen steg da også i går til kurs 266,50, hvilket er 2,11 procent op.

»Det er en businessmodel, der har vist sig at være rigtig god siden 1980'erne, så inden for den investeringshorisont, som Parken har, er det en fornuftig investering,« siger Steven Brooker, analytiker i Alfred Berg/ABN Amro.

Inden købet går endeligt igennem, skal Parken dog først kigge nærmere i Lalandias bøger – via en såkaldt »due diligence«.

morten.bundgaard@borsen.dk
kasper.kronenberg@borsen.dk

Biotek-selskab lukker

■ Biotek

AF SØREN LINDING JAKOBSEN

For anden gang må den svenske venturefond, HealthCap se en af sine danske biotekinvesteringer fejle. Sidste år overgik det Lica Pharmaceuticals at blive skåret ned til det rene ingenting, og nu er turen tilsyneladende kommet til teknologifirmaet Vir i Hoje Taastrup.

Selskabet er droppet helt ned, og størstedelen af de over 30 medarbejdere er sagt op. Samtidig er investeringsbanken Handelsbanken Capital Markets hyret til at sælge selskabets teknologi til højest bydende.

HealthCap, der også har investeret i det børsnoterede Pharmexa og TopoTarget, bedyrer, at der ikke er noget i vejen med en cocktail bestående af svenske venturekroner og dansk biotek.

»Biotek er ganske risikofyldt, så derfor vil der altid være teknologier, der ikke fungerer. Det gjorde den ikke i Lica, men det gør den i Vir, men der er bare ikke rigtig investorer til den slags investeringer i øjeblikket. Så der er intet problem med sammenblandingen af svenske venturekapital og dansk biotek, nærmere tværtimod. Vi er fortsat meget interesseret i at investere i Øresundsregionen,« siger partner i HealthCap, Eugen Steiner, der sidder i Virs bestyrelse.

Stig Højbjerg-Jensen, adm. direktør, medstifter og storaktionær i Vir, er fratrådt, og selskabets afvikling ledes reelt af bestyrelsesformanden Torben Jørgensen, der er topchef i det svenske børsnoterede biotek-selskab, Affibody. Der er investeret i omgængen af 80 mio. kr. i Vir siden etableringen i 1999. Næststørste aktionær er den nordtyske ventureinvestor Novl.

Det har ikke været muligt at træffe hverken Stig Højbjerg-Jensen eller Torben Jørgensen for en kommentar.

soren.linding@borsen.dk

Bilag 3: Nøgletalsformelsamling

Afkastningsgrad

$$\text{Afkastningsgrad} = \frac{\text{Driftsoverskud fra salg (før skat)}}{\text{Gns. aktiver}}$$

Overskudsgrad

$$\text{Overskudsgrad} = \frac{\text{Driftsoverskud fra salg (før skat)}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Aktivernes omsætningshastighed

$$\text{AOH} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.aktiver}}$$

Afkastningsgrad på driften

$$\text{Afkastningsgrad, drift} = \frac{\text{Driftsoverskud fra salg (før skat)}}{\text{Gns.driftaktiver}}$$

Driftsaktivernes omsætningshastighed

$$\text{Driftsaktivernes_omsætningshastighed} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns.driftaktiver}}$$

Egenkapitalens forrentningsprocent

$$\text{Egenkapitalens forrentningsprocent} = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns.egenkapiatal}}$$

Bruttomargin

$$\text{Bruttomargin} = \frac{\text{Bruttofortjeneste}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Kapacitetsgrad

$$\text{Kapacitetsgrad} = \frac{\text{Bruttofortjeneste}}{\text{Kapacitetsomkostninger}}$$

Nulpunktsomsætning

$$\text{Nulpunktsomsætning} = \frac{\text{Kapacitetsomkostninger}}{\text{Bruttomargin}}$$

Sikkerhedsmargin

$$\text{Sikkerhedsmargin} = \frac{\text{Nettoomsætning} - \text{nulpunktsomsætning}}{\text{Nettoomsætning}}$$

Soliditetsgrad

$$\text{Soliditetsgrad} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Aktiver}}$$

Likviditetsgrad 1

$$\text{Likviditetsgrad,1} = \frac{\text{Omsætningsaktiver} - \text{varerbeholdning}}{\text{Kortfristet gæld}}$$

Likviditetsgrad 2

$$\text{Likviditetsgrad,2} = \frac{\text{Omsætningsaktiver}}{\text{Kortfristet gæld}}$$

Bilag 4 Salgsopstilling Nybolig Erhverv



FAKTA

LEJE - NYE KONTORTÅRNE

Tårn F1 - fra 370 – 2.665 m²

1. - 4. sal 1.800 kr./m²

5. - 7. sal 2.100 kr./m²

Varme - Tårn F1 fra 88,00 kr./m²

Driftsudgifter – Tårn F1 fra 194,00 kr./m²

Tårn H - fra 170 – 4.789 m²

Stuen - 4. sal 1.800 kr./m²

5. – 7. sal 2.100 kr./m²

Varme - Tårn H fra 88,00 kr./m²

Driftsudgifter – Tårn H fra 173,00 kr./m²

LEJE - EKSISTERENDE KONTORTÅRNE

Tårn D - fra 160 – 2.116 m² 1.400 kr./m²

Varme - Tårn D fra 83,00 kr./m²

Driftsudgifter – Tårn D fra 360,19 kr./m²

Tårn E – fra 508 – 508 m² 1.400 kr./m²

Varme - Tårn E fra 88,44 kr./m²

Driftsudgifter – Tårn E fra 247,85 kr./m²

ÅRLIG LEJE Betales kvartalsvis forud

DEPOSITUM 6 måneders leje

MOMS

Da lejemålene er momsreguleret, er samtlige beløb angivet ekskl. moms.

Nybolig Erhverv København A/S

Kampmannsgade 1, 4.
1604 København V
Tlf. 3364 6500
1604@nybolig.dk

Frederiksoverlegade 35, 1.
3400 Hillerød
Tlf. 3364 6500
3401@nybolig.dk



BILAG

PARKEN - LEJEMÅL	M ²	KR. PR. M ²	ÅRLIG LEJE	ÅRLIG DRIFT (fra)	ÅRLIG VARME (fra)
BYGN. F1 (NYT TÅRN)					
Etage 00 (kælder)	-	-	-	-	-
Etage 01 (stuen)	-	-	-	-	-
Etage 02 (1. sal)	395	1.800	711.000	76.630	34.760
Etage 03 (2. sal)	395	1.800	711.000	76.630	34.760
Etage 04 (3. sal)	395	1.800	711.000	76.630	34.760
Etage 05 (4. sal)	370	1.800	666.000	71.780	32.560
Etage 06 (5. sal)	370	2.100	777.000	71.780	32.560
Etage 07 (6. sal)	370	2.100	777.000	71.780	32.560
Etage 08 (7. sal)	370	2.100	777.000	71.780	32.560
I alt	2.665		5.130.000		
BYGN. H (NYT TÅRN)					
Etage 00 (kælder)	-	-	-	-	-
Etage 01 (stuen)	170	1.800	306.000	29.410	14.960
Etage 02 (1. sal)	-	-	-	-	-
Etage 03 (2. sal)	1.035	1.800	1.863.000	179.055	91.080
Etage 04 (3. sal)	-	-	-	-	-
Etage 05 (4. sal)	896	1.800	1.612.800	155.008	78.848
Etage 06 (5. sal)	896	2.100	1.881.600	155.008	78.848
Etage 07 (6. sal)	896	2.100	1.881.600	155.008	78.848
Etage 08 (7. sal)	896	2.100	1.881.600	155.008	78.848
I alt	4.789		9.426.600		
BYGN. D (EKS. TÅRN)					
Etage 00 (kælder)	-	-	-	-	-
Etage 01 (stuen)	169	1.400	236.600	60.872	14.027
Etage 02 (1. sal)	160	1.400	224.000	57.630	13.280
Etage 03 (2. sal)	525	1.400	735.000	189.100	43.575
Etage 04 (3. sal)	-	-	-	-	-
Etage 05 (4. sal)	849	1.400	1.188.600	305.801	70.467
Etage 06 (5. sal)	413	1.400	578.200	148.758	34.279
Etage 07 (6. sal)	-	-	-	-	-
Etage 08 (7. sal)	-	-	-	-	-
I alt	2.116		2.962.400		
BYGN. E (EKS. TÅRN)					
Etage 00 (kælder)	-	-	-	-	-
Etage 01 (stuen)	-	-	-	-	-
Etage 02 (1. sal)	-	-	-	-	-
Etage 03 (2. sal)	508	1.400	711.200	125.908	44.928
Etage 04 (3. sal)	-	-	-	-	-
Etage 05 (4. sal)	-	-	-	-	-
Etage 06 (5. sal)	-	-	-	-	-
Etage 07 (6. sal)	-	-	-	-	-
Etage 08 (7. sal)	-	-	-	-	-
I alt	508		711.200		
I ALT	10.078		18.230.200		

Nybolig Erhverv København A/S

Kampmannsgade 1, 4.
1604 København V
Tlf. 3364 6500
1604@nybolig.dk

Frederikstøvsørgade 35, 1.
3400 Hillerød
Tlf. 3364 6500
3401@nybolig.dk

