

LEGO
LEGOLAND

FÅRUP

S·A·T·S

TIVOLI
.....

MCH
ESSECENTER HERNING KONGRESSENTE



DanCenter

and forum
FITNESS
WORLD

FORUM
COPENHAGEN

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Parken Sport & Entertainment A/S

Strategic financial analysis and valuation of Parken Sport & Entertainment A/S

Forfatter: Jannik Raun Christensen

Vejleder: Edward Vali, Institut for regnskab og revision

Afleveret: Oktober 2010

Antal sider: 130

Satsenheder: 178.282

Indholdsfortegnelse

EXECUTIVE SUMMARY	4
1. INDLEDNING	5
1.1 INDLEDNING OG MOTIVATION	5
1.2 PROBLEMFORMULERING	6
1.3 AFGRÆNSNING OG FOKUSOMRÅDE	6
1.4 MÅLGRUPPEVALG	7
1.5 TIDSHORISONT	7
1.6 TEORI- OG MODELVALG	8
1.6.1 STRATEGISK ANALYSE	8
1.6.2 REGNSKABSANALYSE	9
1.6.3 VÆRDIANSÆTTELSE	9
1.7 METODE	11
1.8 STRUKTUR	12
1.9 KILDEKRITIK	14
1.10 DEFINITIONER	14
2. VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE	15
2.1 HISTORIE	15
2.3 SEGMENTERING	16
2.4 PEER GROUP	18
3. STRATEGISK ANALYSE	20
3.1 OMVERDENSANALYSE – PEST	20
3.1.1 POLITISKE FAKTORER	21
3.1.2 ØKONOMISKE FAKTORER	23
3.1.3 SOCIOKULTURELLE FAKTORER	27
3.1.4 TEKNOLOGISKE FAKTORER	28
3.2 BRANCHEANALYSE – PORTERS 5 FORCES	28
3.2.1 ADGANGSBARRIERER OG TRUSLEN FRA NYE KONKURRENTER	29
3.2.2 LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSSTYRKE	31
3.2.3 KUNDERNES FORHANDLINGSSTYRKE	32
3.2.4 SUBSTITUERENDE PRODUKTER	33
3.2.5 KONKURRENCEINTENSITET	35
3.3 INTERN ANALYSE	38
3.3.1 MATERIELLE RESSOURCER	38
3.3.2 IMMATERIELLE RESSOURCER	40
3.3.3 HUMANE RESSOURCER	40
3.3.4 INTERNE KOMPETENCER	42
3.3.5 PRODUKTORTEFØLJEN I PSE	42
3.4 DELKONKLUSION - SWOT	45
4. REGNSKABSANALYSE	46
4.1 VURDERING AF REGNSKABSKVALITET	46
4.2 ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS	49
4.3 REFORMULERING AF REGNSKABET	49
4.4 RENTABILITETSANALYSE	51
4.4.1 AFKASTNINGSGRADEN (AG)	54
4.4.2 OVERSKUDSGRAD (OG) OG AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED (AOH)	56
4.4.3 RISIKO- OG LIKVIDITETSANALYSE	59
4.5 DELKONKLUSION	60
5. BUDGETTERING	61
5.1 RESULTATBUDGET	61
5.1.1 NETTOOMSÆTNING	62
5.1.2 OMKOSTNINGER	65
5.2 BALANCEN	68

5.3 PENGESTRØMSOPGØRELSE	70
5.4 BUDGETKONTROL	70
6. VÆRDIANSÆTTELSE	72
6.1 VALG AF VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER	72
6.1.1 KAPITALVÆRDIBASEREDE VÆRDIANSÆTTELSESMODELLER	72
6.2 ESTIMERING AF KAPITALOMKOSTNINGER	74
6.2.1 BEREGNING AF WACC	76
6.3 BEREGNING AF VÆRDIEN	77
6.3.1 BASISSCENARIET (BUSINESS AS USUAL)	77
6.3.2 ALTERNATIVSCENARIET	79
6.3.3 VÆGTNING	80
6.4 FØLSOMHEDSANALYSE	80
6.5 DELKONKLUSION - SAMMENFATNING AF VÆRDIEN	82
7. KONKLUSION	84
7.1 STRATEGISK ANALYSE	84
7.2 REGNSKABSANALYSE	85
7.3 VÆRDIANSÆTTELSE	86
8. PERSPEKTIVERING	87
LITTERATURLISTE	88
BILAGSOVERSIGT	FEJL! BOGMÆRKE ER IKKE DEFINERET.

Executive summary

This master's thesis concerns the valuation of Parken Sport & Entertainment (PSE), and whether the stock is traded at a realistic price. During the process mainly four business areas have been examined – Entertainment (Parken and FCK), Fitness (Fitness DK) and Amusement (Lalandia Rødby and Billund). All together they represent 99% of PSE's turnover.

The strategic analysis found that PSE is well positioned in each business area. The portfolio consists of well-known and unique brands. Although they hold a strong position the markets are characterized by being mature and extremely competitive. In the future this is a big challenge for PSE and the company's ability to make a profit. It is estimated that PSE still have organic growth potential if the company is determined to trim the business and adapt to the consumer needs.

The financial analysis primarily found that the growth was financed by foreign capital and that it had not resulted in any improvement in profits. The cost level was too high compared to the defined peer group. The peer group consists of twelve similar Danish companies operating in the same business areas as PSE. Therefore potential future profits must come from optimizing the business through better use of assets and cutting the costs.

The DCF and EVA models were chosen for valuation. Since it was impossible to find an exact comparison to PSE, multiples were dropped as a valid valuation method. It was estimated that PSE would reach a steady-state condition in five years time. Due to the terminal periods share of the total value of the company, it was very sensitive to changes in EBITDA-margin, interest rates, WACC and growth rates. A sensitivity analysis and two weighted scenarios resulted in a possible range in which the value of the share with high certainty would be found.

The thesis concludes that the share is understated compared the market value. The current price of the stock does not reflect the true value according to the thesis' analysis.

1. Indledning

1.1 Indledning og motivation

”Parken i gæld til halsen

Flemming Østergaard understreger overfor P1 Business, at han fastholder løftet til børsmarkedet om, at der er plus på regnskabet når året er omme.

”Vi har et ekstremt dygtigt management. Døm os hvis ikke vi kan løse opgaverne. Vi kører ikke Tour De France på trehjulede cykler”, forsikrer Flemming Østergaard.”

(Citat: P1 Business, 01/09-2009¹)

For bare 2 ½ år siden, i maj 2007, havde Parken Sport & Entertainment (efterfølgende kaldet PSE) en markedsværdi på næsten 5 mia. kr. mens koncernen, den 27. januar 2010, nåede en foreløbig bund svarende til en markedsværdi på omkring 600 mio. kr. Kunne dette retfærdiggøres? Parkens bestyrelsesformand havde jo blot få måneder forinden forsikret alle om, at de ikke kørte på trehjulede cykler inde hos dem. To måneder efter udtalelsen syntes PSE dog, at deres juvel på fitnessmarkedet var knap så skinnende, og nedskrev værdien markant. Det lovede overskud var erstattet af et rekordstort underskud på en kvart mia. kr. Noget havde ændret sig. Kløften mellem de kritiske analytikeres rapporter og selskabets egen kommunikation med omverdenen, var blevet mere synlig. Hvem havde ret, og skyldtes underskuddet blot en ekstraordinær nedskrivning? Var PSE og det ekstremt dygtige management udsat for uretmæssig kritik, eller var forretningen mindre velsmurt end den fremstod?

Afhandlingens indhold er dermed defineret, og vil foretage en strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af netop PSE. Emnet er centralt for mange studerende der har læst cand.merc.fir. En stor del af studiet har været koncentreret omkring de forskellige aspekter af værdiansættelse, og det analysearbejde der ligger forud for dette. Ligeledes sker der hele tiden noget nyt som ændrer forudsætningerne, hvilket retfærdiggør at de samme virksomheder behandles igen og igen. Det er ligeledes en spændende tid, hvor der over hele linjen vil være grundlag for at lave nye analyser, der måske viser markant ændrede strategier og værdier i forhold til tidligere afhandlingers resultater.

¹ <http://www.dr.dk/P1/P1Business/Udsendelser/2009/10/30144204.htm>

1.2 Problemformulering

Hovedspørgsmål:

- *Hvilken kurs bør Parken Sport & Entertainments aktier handles til pr. 01/09-2010, og kan der på den baggrund anbefales køb af aktien set i forhold til den officielle kurs?*

Dette vil blive besvaret med udgangspunkt i først en strategisk analyse som skal kortlægge følgende:

- Hvordan kan PSE's aktuelle strategiske position i markedet og branchen beskrives?
- Hvordan ser fremtidens strategiske position ud for PSE?

Dernæst en regnskabsanalyse som skal undersøge og klarlægge følgende:

- Hvordan har udviklingen i rentabiliteten og indtjeningen været i analyseperioden?
- Hvordan ser PSE's fremtidige indtjeningspotentiale (value drivers) og risikoprofil ud?

Til sidst vil jeg med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen sammenfatte informationerne og foretage en værdiansættelse som skal forklare:

- Hvilke værdiansættelsesmodeller kan benyttes til værdiansættelse af PSE?
- Hvor følsom er værdien overfor ændringer i forudsætningerne?

1.3 Afgrænsning og fokusområde

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i de sidste 5 regnskabsår begyndende med 2004/2005 og sluttende med 2009. Dette har været en helt særlig periode i PSE's relativt korte historie, hvor der er søsat mange skibe og ligeså været enorme forventninger til resultaterne af investeringerne. Dette har kursudviklingen også afspejlet, hvorfor analyseperioden vil indeholde nogle anormale forhold. set i forhold til PSE's samlede levetid.

PSE vil som udgangspunkt blive analyseret som samlet koncern, hvorfor det vil være nødvendigt at vurdere hvor værdiskabelsen stammer fra. Dette vil medføre udelukkelse af enkelte forretningsområder, hvorfor den strategiske analyse udelukkende vil have fokus på de i kapitel 2 nævnte segmenter. De øvrige antages ikke at have særlig relevans for det samlede billede.

Modeller og beregningsmetoder vil kort blive introduceret, men forudsættes som værende allerede kendt af læseren.

I forbindelse med værdiansættelsen er der sat en skæringsdato der hedder 01/09-2010. Afhandlingen har altså ikke medtaget offentliggjorte informationer eller taget højde for begivenheder indtruffet efter denne dato.

Der anvendes udelukkende danske virksomheder eller datterselskaber som peer group.

Der er ikke foretaget en analyse af Midcap indeksets performance for samme periode, men i stedet er der valgt en bred peer group, som PSE holdes op i mod sammen med den risikofri rente.

Jeg afgrænser mig fra en større diskussion af værdiansættelsesmodeller, dels da modellerne teoretisk skal give samme værdi, men også fordi afhandlingen ønsker at anlægge en praktisk vinkel. DCF samt multipler er blandt de hyppigst anvendte modeller. De kapitalværdibaserede modeller er desuden uafhængige af anvendt regnskabspraksis, hvorfor valget er faldet herpå.

1.4 Målgruppevalg

Den primære målgruppe for denne afhandling vil være aktionærer i PSE, samt fremtidige investorer, der ønsker at investere i PSE. Analysen foretages derfor ud fra et investorsynspunkt, og bygger på offentlig tilgængelig information. Sekundært henvender afhandlingen sig til studerende med interesse i regnskabsanalyse og værdiansættelse.

1.5 Tidshorisont

Informationsindsamlingen til afhandlingen er påbegyndt i februar 2010, hvor data for de sidste 5 år er indsamlet. For at få et samlet billede af virksomheden har det været nødvendigt at gå længere tilbage, ligesom regnskabstal for år 2003/2004 er inddraget med henblik på at genere gennemsnitlige tal fra balancen for egenkapital og investeret kapital.

1.6 Teori- og modelvalg

1.6.1 Strategisk analyse

PEST analyse

Modellen beskriver eksterne faktorer som virksomheden ikke selv har indvirkning på. Dog har virksomhederne mulighed for at ændre deres beslutninger, i forhold til udviklingen i omverdenen.

Formål: At få et indblik i de faktorer som har og kan påvirke PSE, og bruge modellen til at fremhæve hvilke eksterne forhold der har indvirkning på PSE.

Kritik: Modellen kan være overfladisk, da den kan tilpasses alle brancher. Ligeså kan den være subjektiv, hvilket skyldes at de faktorer og forhold, som vil indgå i analysen, udelukkende bestemmes af den, der foretager analysen.

Porters 5 forces

Blev i 1980'erne udviklet til at vurdere en branches profitpotentiale, men kan ligeså bruges til at vurdere de kræfter, der påvirker konkurrencen og den interne rivalisering i branchen.

Formål: At analysere branche og konkurrenceforholdene.

Kritik: Kan kritiseres for at være for statisk, og således ikke tage højde for, at markeder og konkurrencen i princippet kan ændre sig dagligt, ligesom de er stærkt påvirket af omverdenen. Ligeså inddrages de interne forhold ikke, hvilke i lige så høj grad som de fem kræfter er medvirkende til at skabe konkurrencefordele.

SWOT

Udviklet og brugt i 1960'erne og 70'erne af Alfred Humphrey, som et strategisk værktøj til planlægning og evaluering af hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler der kunne identificeres ved et projekt eller forretningsområde.

Formål: At skabe et samlet overblik over Parken Sport & Entertainments strategiske position, med udgangspunkt i den eksterne og interne analyse.

Kritik: Omverdenen er endnu mere kompleks end antaget af SWOT modellen og bør ikke blot ses som noget man tilpasser sig til passivt.

1.6.2 Regnskabsanalyse

Du-Pont pyramiden

Sammenhængen mellem afkastningsgraden, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed fremgår af Du-Pont pyramiden, der er opkaldt efter den amerikanske koncern, der introducerede metoden. I Du-Pont pyramiden kan man aflæse, hvilke regnskabsposter der påvirker overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed, og dermed afkastningsgraden.

Formål: At analysere den historiske performance og udvikling, med henblik på, sammenholdt med den strategiske analyse, at evaluere den fortidige strategi og resultaterne heraf, samt danne grundlag for den fremadrettede budgettering.

Kritik: Det kan være svært at udvælge hvilke nøgletal, der bedst beskriver virksomheden. Som oftest er der ikke et overordnet nøgletal, der kan opsamle en virksomheds økonomiske situation, hvorfor nøgletal siges at bygge på et løst økonomisk-teoretisk grundlag.

Ligeledes kan der sættes spørgsmålstejn ved tolkningen af de valgte nøgletal og resultater. Det er svært at sammenligne virksomheder fra forskellige brancher, analysen skal hellere benyttes til at sammenligne, indenfor samme branche eller til belysning på den tidsmæssige udvikling for virksomheden. Derudover kan man ved hjælp af regnskabsanalyse se på, hvad der kan være gået galt, men sjældent finde den endelige årsag, da der ikke er krav til virksomhederne om komplet specifikation af eksempelvis omkostninger

1.6.3 Værdiansættelse

“I’d rather be vaguely right than precisely wrong.” (Keynes)

DCF

“Discounted cash flow analysis is the most accurate and flexible method for valuing projects, divisions, and companies. Any analysis, however, is only as accurate as the forecasts it relies on. Errors in estimating the key ingredients of corporate value . . . can lead to mistakes in valuation.”²

Den tilbagediskonterede cash flow model er den teoretisk korrekte og blandt de hyppigst anvendte modeller til værdiansættelse. Den anses for at være uafhængig af anvendt regnskabspraksis, og måler værdien på selskabsniveau, det vil sige fra både långivers og ejers synsvinkel. Forudsætningerne bag modellen er, at al overskydende likviditet investeres i

² Koller, Goedhart, and Wessels: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies

projekter, som giver en nettonutidsværdi lig nul, det vil sige at investeringen er lig afkastkravet. Såfremt dette opfyldes kan det forudsættes, at den overskydende likviditet bliver udbetalt i den periode den opstår

Formål: At estimere værdien af egenkapitalen på baggrund af det frie cash flow.

Kritik: Modellen har af praktikere været kritiseret for at give det resultat man ønsker afhængig af hvilke parametre den fodres med³. Som ovenstående citat pointerer, kræver modellens anvendelse bevidsthed om, at en del forudgående arbejde forudsættes, samt at der ligger et konsistent budget som grundlag. DCF modellen vil være følsom overfor eventuelle simplificerede antagelser og forudsætninger, og dermed ikke egne sig til ”quick and dirty” brug. Modellens konstruktion gør at både normalindtjeningen samt den overnormale indtjening skal estimeres, i modsætning til eksempelvis EVA modellen, som blot fastlægger den overnormale indtjening. DCF modellen vil derfor have et større udfaldsrum. Dette giver terminalværdien en relativ stor vægt, hvilket kan medføre enten over- eller undervurdering. Brugervenligheden kan altså diskuteres, idet den data som modellen bygger på kan være meget svær og tidskrævende at estimere. Da kapitalmarkederne er effektive, burde markedskursen basalt set afspejle al information. Lidt firkantet kan man derfor sige at DCF modellen giver et forkert resultat, såfremt dette afviger fra markedskursen.

EVA

Modellen fastlægger merprisen i forhold til den bogførte værdi. Jo større forskellen mellem afkastet på den investerede kapital og afkastkravet, tillagt den investerede kapital primo perioden er, jo mere vil den estimerede værdi afvige fra den bogførte. Investor betaler også kun en merpris i forhold til den bogførte værdi, hvis der kan genereres et over normalt afkast.

Formål: At estimere værdien af egenkapitalen på baggrund af den overnormale indtjening⁴.

Kritik: Brug af modellen kræver at alle indtægter og omkostninger passerer resultatopgørelsen (clean surplus), og at der således ikke manipuleres med regnskaberne. Den vil ligeså være følsom overfor fejlagtige dataestimer, herunder WACC og forventede økonomiske overskud, mens terminalværdien, i forhold til ved brug af DCF modellen, vil udgøre en væsentlig mindre del af værdien.

³ <http://www.business.dk/boersnyt/boersnoteret-solselskab-med-ti-ansatte-over-en-milliard-vaerd>

⁴ $EVA = NOPAT - (Inv. \text{ kap} * WACC)$

I PSE regi er udfordringen særligt at værdiansættelsen baserer sig på et koncernbudget. Dette favner over fem forskellige forretningssegmenter, hvor særligt risikoelementet, men også vækstpotentialer, er forskelligt. Dette er forsøgt imødekommet ved at basere den strategiske analyse, samt regnskabsanalysen på de enkelte datterselskaber og deres individuelle regnskaber. Dette har gjort, at der har været et stærkere grundlag for at kunne estimere data til brug i modellerne, idet de individuelle risici og vækstpotentialer har været identificeret. Disse er efterfølgende indarbejdet i koncernbudgettet, men usikkerheden består fortsat i foreningen.

1.7 Metode

Afhandlingens datagrundlag er baseret på både kvalitative og kvantitative data, samt lige dele primær som sekundær data.

Primær data benyttet er bøger og artikler, som har til formål at understøtte og hjælpe med besvarelsen af problemstillingen. Det er indsamlet til formålet, mens sekundær data er information, der er udformet med andre formål for øje. Det vil i dette tilfælde være offentlig tilgængelig information, rapporter fra andre analytikere, samt artikler og internetsider. PSEs egen side er benyttet til indsamling af informationer, herunder årsrapporter. Derudover er portalen Euroinvestor.dk anvendt som værktøj til indsamling af andre analyser, da denne udover almindelige børsmeddelelser ligger inde med de fleste offentliggjorte data, som har relation til PSE.

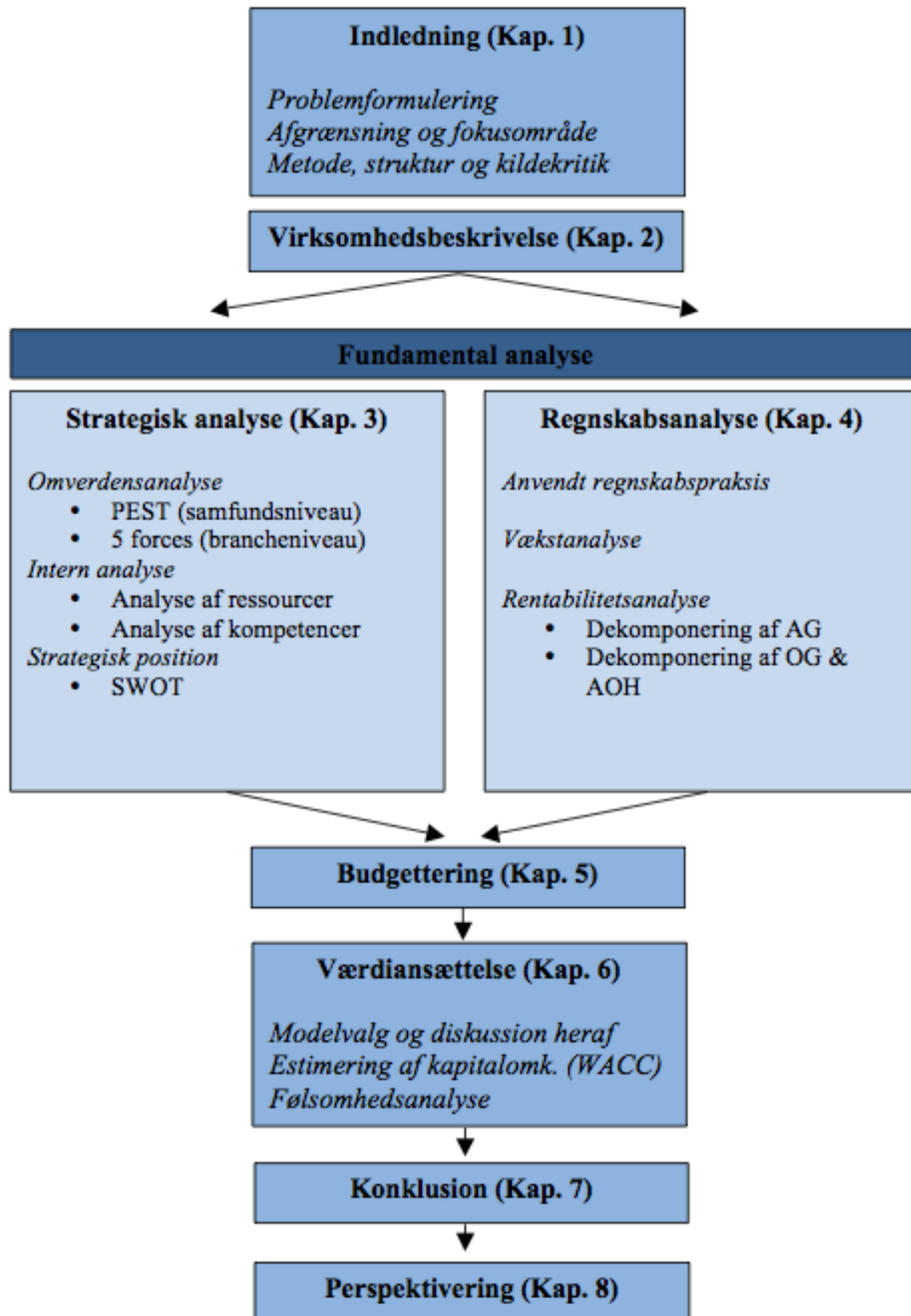
Den strategiske analyse er primært baseret på kvalitativ sekundær empiri, herunder fondsbørsmeddelelser, analytikerkommentarer, anbefalinger og almindelige mediebragte nyheder, samt PSE og datterselskabernes årsrapporter og årsregnskaber.

Regnskabsanalysen baserer sig på kvantitativ sekundær empiri i form af koncernårsregnskaber. Derudover indgår en kvalitativ del ligeså, idet vurdering af anvendt regnskabspraksis afhænger af subjektive fortolkninger af lovgivningen på området.

Værdiansættelsen integrerer kvalitative og kvantitative informationer, da de kvalitative analyser kvantificeres og dermed indgår som en vital del af selve grundlaget for ansættelsen.

1.8 Struktur

Det overordnede spørgsmål i problemformuleringen vil forsøges besvaret gennem følgende kapitler, som alle er delkomponenter der understøtter det egentlige formål med afhandlingen.



Kapitel 1 har til formål at præsentere og præcisere afhandlingens egentlige formål og problemstilling, og hvordan denne vil søges besvaret. Ligeledes tages der stilling til anvendt metode og den overordnede struktur.

Kapitel 2 vil præsentere virksomheden PSE, og give et historisk oprids fra etablering og frem til i dag. Formålet er at forstå virksomheden og forretningsmodellen. Derudover vil der blive foretaget en segmentering af de forskellige forretningsområder, samt en beskrivelse og fastlæggelse af peer group.

Kapitel 3 er en strategisk analyse af PSE og koncernens forretningsområder. Analysen har til formål at afdække virksomhedens strategiske position, for på den måde at forstå dels hvordan den reagerer og er stillet i forhold til omverdenen, men også hvilke interne styrker og svagheder den besidder. Analysen vil samlet set bidrage med vigtig viden til den senere budgettering, da det her afgøres dels om virksomhedens strategi er velvalgt, men også hvordan den ville kunne tænkes at imødekomme fremtiden.

Kapitel 4 er en regnskabsanalyse, som har til formål at analysere de historiske økonomiske resultater. Først vil der blive kigget på den anvendte regnskabspraksis og regnskabskvaliteten, hvorefter nøgletal vil blive analyseret, for at se på rentabiliteten og virksomhedens finansielle performance. Nøgletallene er genereret ud fra de reformulerede regnskaber. Analysen vil sammen med den strategiske, danne grundlag for budgetteringen.

Kapitel 5 har til formål at spå om fremtiden. Her dannes budgettet og de tal som skal stoppes ind i værdiansættelsesmodellerne. De forudsætninger der fastlægges her er af afgørende betydning for virksomhedens værdi.

Kapitel 6 har til formål at vælge de rigtige værdiansættelsesmodeller, samt estimere virksomhedens kapitalomkostninger. Herefter vil der blive foretaget værdiansættelsen og følsomhedsanalyse med henblik på at fastlægge kursintervallet for PSEs aktie

Kapitel 7 vil konkludere på afhandlingens analyseafsnit, og dermed samle og give svar på de i problemformuleringen stillede spørgsmål.

Kapitel 8 vil være en perspektivering, der reflekterer over PSE's udvikling hvis ikke finanskrisen var kommet.

1.9 Kildekritik

Virksomhedernes årsrapporter har været en væsentlig kilde til information. Årsrapporterne er underlagt årsregnskabslovens regulering om og neutralitet og relevans, men da rapporterne har mange formål er det nødvendigt at forholde sig kritisk til den information som stilles til rådighed. Således må det antages at selskabet vil være tilbøjeligt til at se sig selv i et mere farvet lys og dermed være mindre objektiv. Andre kilder samt kritikere er således opsøgt med henblik på netop at opnå netop neutralitet og relevans. Derudover er der anvendt anerkendt litteratur og teori, som anses for værende valid. Artikler, aviser, publikationer og internetsider kan være sværere at vurdere, men generelt er der stræbt efter at søge ekspertviden eller anden viden fra specialiserede kilder. Fælles er at alle kilder, deres validitet, agenda og relevans er vurderet før brug.

1.10 Definitioner

Der anvendes i afhandlingen forkortelser, og nedenfor er angivet forkortelsen, og det den dækker over:

PSE: Parken Sport & Entertainment A/S

Parken: Parken Venues

FCK: Football Club (F.C) København

AG: Afkastningsgraden

OG: Overskudsgraden

AOH: Aktivernes omsætningshastighed

2. Virksomhedsbeskrivelse

Dette kapitel har til formål at give en karakteristik af PSE, og give læseren dels et billede af den bagvedliggende historie, men også hvilken strategi der har ligget til grund for PSE's virke. Derudover foretages til sidst en segmentering af virksomhedens forretningsområder, samt en præsentation af den valgte peer group. Der henvises til bilag 2.2 som er en detaljeret gennemgang af væsentlige begivenheder indtruffet i analyseperioden, samt hvad der historisk set har påvirket og drevet aktiekursen. Kapitlet baserer sig på sekundær kvalitativ data, som årsrapporter, samt fondsbørsmeddelelser og analytikerudtalelser.

2.1 Historie

Football Club København (efterfølgende kaldet FCK) blev stiftet den 1. juli 1992 som en overbygning af Europas ældste ikke-engelske klub KB af 1876 og B1903 og har hjemmebane i Danmarks nationalarena Parken på Østerbro i København⁵. I 1997 var klubben på fallittens rand og søgte derfor investorer, hvorefter Flemming Østergaard tiltrådte som investor⁶ sammen med blandt andre ejendomsmægleren Peter Norvig og erhvervsmanden Aldo Petersen. Flemming Østergaard blev indsat som direktør med uindskrænket magt. En ny forretningsplan blev udarbejdet og strategien var at gøre forretningen uafhængig af sportslige resultater, ved at diversificere porteføljen og udvide med andre forretningsområder inden for sport og underholdning. Fællesnævneren skulle være stor kundevolumen. Umiddelbart efter blev FCK børsnoteret i et forsøg på at tiltrække kapital, der kunne finansiere uafhængigheden. Næste skridt var at erhverve Parken og de tilhørende faciliteter som restaurant og konference. Parken blev tilkøbt for 138 mio. kr., og gjorde nu at kun hen ved halvdelen af omsætningen kom fra fodbolddelen. Det var nu muligt at udnytte faciliteterne og tjene penge på koncerter og forskellige firmaarrangementer. I 1999 skiftede navnet til det mere bredt klingende Parken Sport & Entertainment, hvilket skulle signalere, at virksomheden var på vej til at være en underholdningskoncern og ikke blot en fodboldklub. Dette skulle blive starten på det konglomerat som vi kender i dag. I 2001 investerede Parken i et skydetag, som nu gjorde det muligt også at afholde indendørs arrangementer, og dermed udnytte kapaciteten året rundt. Parken er i dag Nordeuropas største indendørs arena. I 2002 købte PSE halvdelen af aktierne i E-billetter A/S, Parkens kontortårne, med henblik på at drive udlejningsvirksomhed, samt

⁵ http://da.wikipedia.org/wiki/F.C._K%C3%B8benhavn

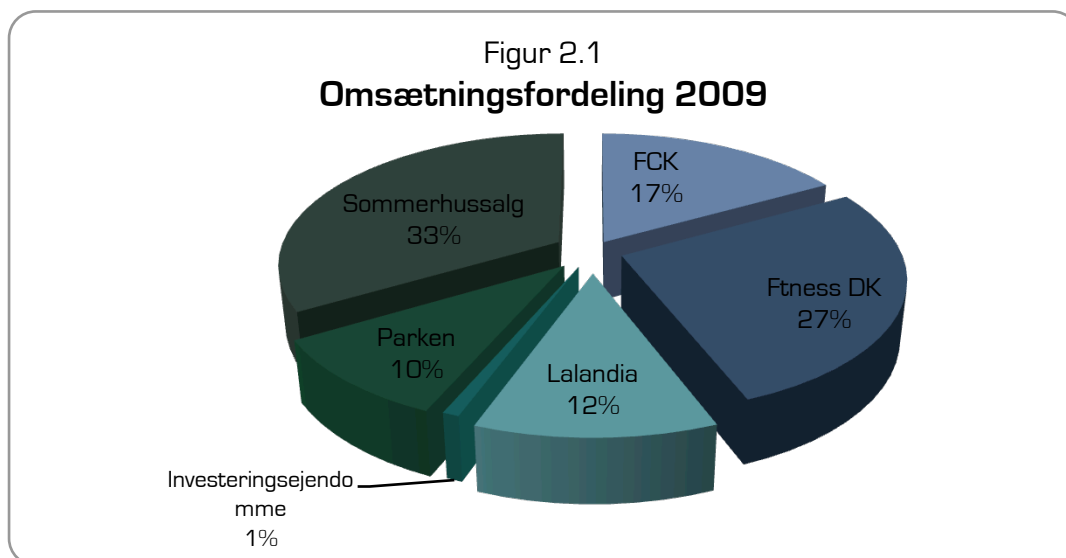
⁶ Prospekt til emission 2010 side 29

etablerede FCK Håndbold. Flemming Østergaard blev erstattet som direktør af Jørgen Glistrup, for i stedet at varetage posten som arbejdende bestyrelsesformand. I 2004 blev 75 % af aktierne i Lalandia købt. I 2006 erhvervede PSE Danmarks største fitnesskæde Fitness DK, af den tidligere mesterbokser Hans Henrik Palm for knap 300 mio. kr. Derudover erhvervede PSE 75 % af selskabet REKA Leisure, som ejede optionen på opførelse af det, der skulle blive til Lalandia Billund ved Legoland. I 2007 blev opførelsen af Lalandia Billund igangsat og de 761 feriehuse, der var planlagt opført i området blev solgt på få dage. Derefter fulgte et par turbulente år indirekte forårsaget af dels finanskrisens indtog, men også de massive investeringer, der var foretaget for lånte midler. I 2010 besluttede Flemming Østergaard at trække sig som bestyrelsesformand 3 år før tid efter massiv kritik af hans dispositioner. Bilag 2.1 er en gennemgang af PSE koncernens virksomheder, deres marked, primære indtægter/omkostninger samt risici.

2.3 Segmentering

PSE's forretningsområder er inddelt i tre segmenter, henholdsvis underholdning, fitness og Lalandia. Samlingen sker under hensyntagen til forhold, der gør sig gældende i de forskellige brancher, hvorfor det forudsættes at den strategiske analyse dækker bredest muligt efter nedenstående inddeling. Denne favner ligeså over 99 % af PSE's omsætning. I regnskabsanalysen har det dog været nødvendigt at skille FCK og Parken ad for at kunne analysere på de økonomiske resultater.

Parken Sport & Entertainment A/S		
Underholdning - FCK - Parken Venues	Fitness Fitness DK	Forlystelse - Lalandia Rødby - Lalandia Billund
Andel af oms: ca. 27% Andel af resultat: 25 %	Andel af oms: ca. 27% Andel af resultat: 4 %	Andel af oms: ca. 45% Andel af resultat: 70 %



Figur 2.1 viser omsætningen fordelt på de enkelte forretninger. Figuren tager udgangspunkt i regnskabstal fra seneste regnskabsår.

Underholdning

Herunder findes den oprindelige kerneforretning FCK, samt selve stadiondriften samlet under navnet Parken Venues. FCK's hjemmebane er Parken stadion, ligesom den væsentligste del af Parkens indtægter stammer fra FCK's fodboldarrangementer⁷. Jeg ser derfor en stor sammenhæng mellem resultaterne i disse to forretningsområder, hvorfor de er sammenlagt i analyseøjemed.

Fitness

Området tæller datterselskabet Fitness DK, som alene tegner sig for 1/4 af PSE's omsætning. Markedet er enestående og har ikke i sig selv nogen større sammenhæng med de øvrige forretningsområder.

Forlystelse

Lalandia der tegner sig for næsten halvdelen af omsætningen (sommerhussalg+Lalandia) og 2/3 af indtjeningen. Området er ligeså enestående og har ikke nogen større sammenhæng med de øvrige enheder. De samme forhold gør sig mere eller mindre gældende for Rødby og Billund, men fokus ligger primært på Rødby, eftersom Billund netop har slået dørene op, og først fra 2011 står fuldt færdigt med alle huse.

⁷ Prospekt til emission 2010 side 38

2.4 Peer group

Gruppen består af en større række virksomheder, som er valgt på baggrund af kriterierne:

- Bedst mulig sammenlignelighed og markedsposition.

PSE er et konglomerat, der agerer indenfor forskellige forretningsområder, hvorfor peer group består af tolv virksomheder, der hver især er repræsenteret på samme marked som PSE. Der er lagt vægt på, at peer group såvidt muligt skal bestå af danske virksomheder, eftersom PSE udelukkende har ageret på dansk jord. I bilag 2.3 er der en kort beskrivelse af dem alle.

Fitness

Fitnessmarkedet i Danmark består af tre store aktører. Foreningsfitness er dog på vej frem, men er så nyt at der endnu ikke findes tilfredsstillende data. Derudover består markedet af mange små og lokale aktører, hvorfor der til sammenligning er valgt følgende to virksomheder, der også af PSE fremhæves som primære konkurrenter.

- ✓ *Valgte virksomheder: Fitness World og SATS*

Fodbold

For fodbolddklubber er deres performance og placering næsten det eneste der tæller, og man kunne fristes til at tro, at økonomien kommer i anden række. Fodbolddklubber er valgt ud fra dels deres performance i Superligaen, men også ud fra deres øvrige sammenlignelighed med FCK og PSE, herunder faciliteter og forretningsmodeller. Det har været nødvendigt at tage andre danske klubber frem for engelske eller skotske, da markederne har vist sig at være meget forskellige, hvilket ville sløre sammenligneligheden.

- ✓ *Valgte virksomheder: Brøndby IF, OB, AGF og Aab*

Forlystelse

Lalandia kombinerer forlystelse med ferie, hvorfor der er valgt nogle af de ypperste danske aktører indenfor forlystelse og sommerhusudlejning og det der populært kaldes leisure. Det er forsøgt at dække Lalandia ind med konkurrenter hvis forretningsmodel på mange måder minder om deres.

- ✓ *Valgte virksomheder: Legoland, Dancenter, Fårup Sommerland og Tivoli*

Underholdning

Dette marked har været svært at afdække, og særligt finde data til, da langt de fleste stadions og spillesteder er offentligt støttede eller ejede. Data har derfor ikke været tilfredsstillende, hvorfor valget kun er faldet på to professionelle aktører, hvis karakteristika på hver sin måde er fundet sammenlignelige med Parken. Konferenceaktiviteterne udgør en så lille del af indtægterne, at der ikke er valgt at benchmarke herimod.

✓ *Valgte virksomheder: Forum og Messecenter Herning*

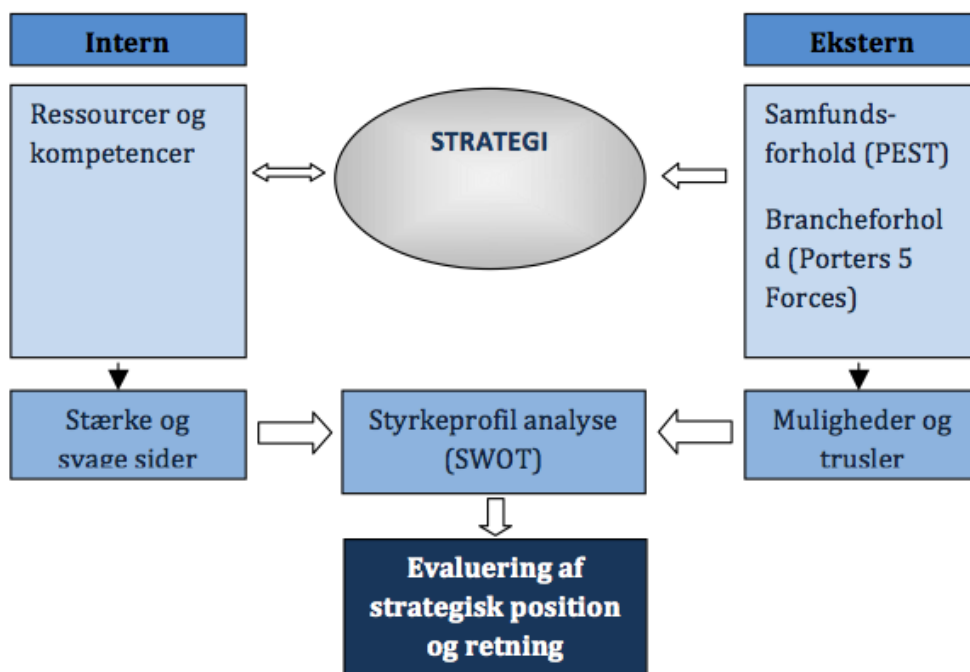
3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse dækker følgende områder:

- Samfunds-, branche- og markedsmæssige forhold som påvirker væsentlige value drivers
- Sammenligning af virksomhedens interne kompetencer i forhold til konkurrenternes.
- Benchmarking med konkurrenter for at identificere relative styrker og svagheder

Endelig er formålet med analysen at give basis for at forudsige det fremtidige vækst- og indtjeningspotential, samt de driftsmæssige og finansielle risici.

Kapitlet vil følge nedenstående struktur:



Kilde: Strategisk regnskabsanalyse (1998)

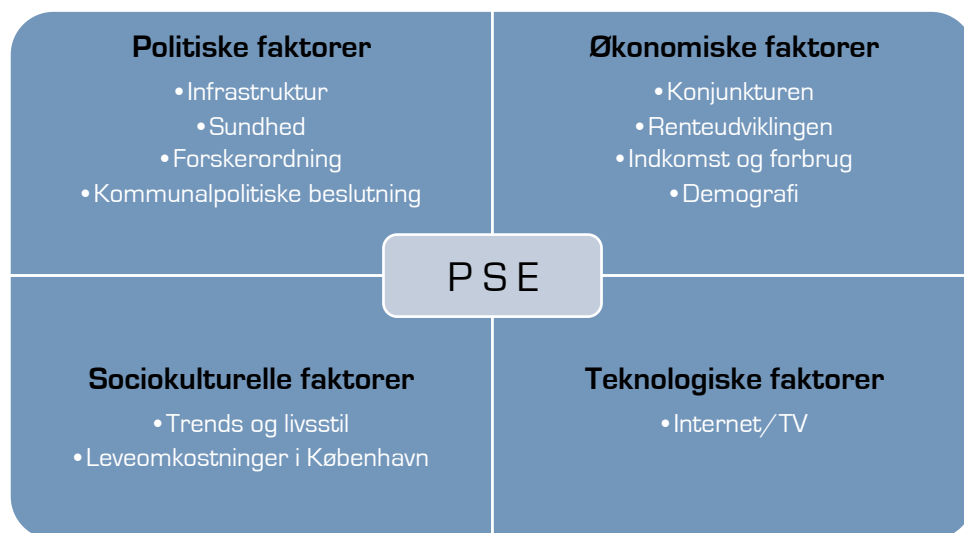
3.1 Omverdensanalyse – PEST

Analysen har til formål at vurdere hvilke faktorer i det omkringliggende samfund, der kan påvirke PSE, og som PSE ingen indflydelse har på.

Det er vurderet, at nedenstående samfundsmæssige faktorer særligt vil have betydning for indtjeningen i PSE's forretningssegmenter, og således dækker de makroøkonomiske forhold,

som der bør være fokus på. Der analyseres generelt for PSE, mens visse faktorer kan være særligt rettet mod enkelte segmenter.

Figur 3.1 – Omverdensfaktorer som berører PSE



Kilde: Egen tilvirkning

3.1.1 Politiske faktorer

3.1.1.1 Infrastruktur

PSE's hovedsæde ligger centralt placeret på Østerbro i København, hvor Parken stadion og FCK ligeledes har hjemme. Det igangværende arbejde med Metro cityringen betyder, at der omkring år 2016 anlægges en station ved Trianglen, som dermed bliver et endnu bedre trafikalt knudepunkt, blot få minutters gang fra PSE. For Parken og FCK's vedkommende, vil det betyde:

- En afgørende forbedring af fremkommeligheden fra hele byen til koncerter, konferencer og fodboldkampe.

En parameter der har særdeles stor betydning, og er en væsentlig konkurrencemæssig fordel, sammenlignet med landets øvrige større stadions og koncertfaciliteter.

Det fremtidige arbejde med den faste forbindelse mellem Rødby og Femern i Tyskland, vil for Lalandias vedkommende betyde:

- Lettere adgang og en formindskelse af transporttiden fra Danmark til Tyskland med cirka en time⁸.

⁸ http://www.trm.dk/graphics/Synkron-Library/trafikministeriet/Publikationer/2008/Femern_Baelt-aftaletekst.pdf

- Forøget trafik gennem Lolland særligt via jernbane.

Broen forventes færdig i 2018 og forventes også at stimulere regionen, og skabe op til 4000 nye arbejdspladser. I forvejen ligger Lalandia godt placeret i forhold til motorvejsnettet, ligesom der er offentlige forbindelser, om end der skal påregnes flere skift med bus og tog afhængig af, hvor i landet du kommer fra. Alt i alt er der for PSE gode udsigter, som forbedrer virksomhedens fremtidige position.

3.1.1.2 Sundhed

Politisk fokus på sundhed har de sidste år været en realitet, hvor forebyggelse er blevet et af midlerne til bekæmpelse af en sørgelig tendens i samfundet, hvor flere bliver syge af diabetes og andre livsstilssygdomme. En hollandsk sundhedsforsker har udtalt: *"Fitnessindustrien har behov for en bedre kvalificeret arbejdskraft i fremtiden, for i dag handler vi med raske, men den næste generation er ikke rask"*.⁹ Hele fundamentet i PSE er fokus på en aktiv livsstil, hvorfor de har en interesse i, at debatten i offentligheden går på sundheden. Som det ser ud nu er cirka 10% af den danske befolkning medlem af en kommerciel fitnessklub, men det ses andre steder i Europa, herunder blandt andet Holland og Spanien, at antallet er oppe på 15-16%¹⁰. For PSE betyder det at der er:

- Potentiale til at udvikle fitnesssegmentet yderligere, samt i en mere professionaliseret retning.

Det skal ikke bare handle om at stille træningsfaciliteter til rådighed, men fitness kan indgå som en aktiv del af "sundhedssektoren".

3.1.1.3 Forskerordning

Forskerordningen er vigtig for sportsklubber, selvom det kræver en stor økonomi at kunne bruge den. Der har således været tilvækst blandt sportsfolk på ordningen fra 2008 til 2009 på 50%, mens kun på 33% blandt det samlede antal på ordningen¹¹. Dette vidner om at det også for PSE, som har adskillige spillere på ordningen, er et vigtigt redskab i kampen om de gode spillere. Ordningen betyder at spillerne kan slippe med enten 25% i skat over 3 år, eller som ordningen i 2008 blev udvidet med, 33% over 5 år.

⁹ <http://www.idan.dk/Nyheder/736fitness.aspx>

¹⁰ <http://www.idan.dk/Nyheder/736fitness.aspx>

¹¹ <http://spn.dk/article1680243.ece>

- Ordningen er af afgørende betydning for muligheden for at tiltrække udenlandske topspillere, hvorfor PSE skal holde øje med udviklingen.

Der er både modstandere og fortalere, men som det ser ud i øjeblikket er ordningen kommet for at blive.

3.1.1.4 Kommunalpolitiske beslutninger

Jævnfør Københavns kommunes lokalplan for Parken, er der fastsat en begrænsning i antallet af større arrangementer som må finde sted. Således må der maksimalt afholdes 75 årlige arrangementer med mere end 10.000 tilskuere/deltagere, inklusiv fodboldarrangementer¹². Dette sætter en grænse for udnyttelsen af Parkens kapacitet, hvilket den nye strategi ellers har stor fokus på. Det er ligeså op til kommunens politikere i fremtiden at regulere på området. Derudover er Parken omfattet af hjemfaldspligt til Københavns kommune i år 2020, dog med mulighed for forlængelse i op til 40 år.

- Det vurderes at forlængelse er sandsynlig, såfremt PSE fortsat ønsker at drive virksomhed til den tid.

Udvidelser af Lalandia afhænger ligeledes af politisk bestemte lokalplaner for området. Lalandia har løbende udvidet deres aktiviteter, hvorfor det er vigtigt at have politisk støtte hertil. Lalandias placeringer i tyndbefolkede områder betyder dog, at der højst sandsynligt vil være:

- Begrænset modstand mod udvidelser.
- Lalandia har et beskæftigelsesmæssigt argument.

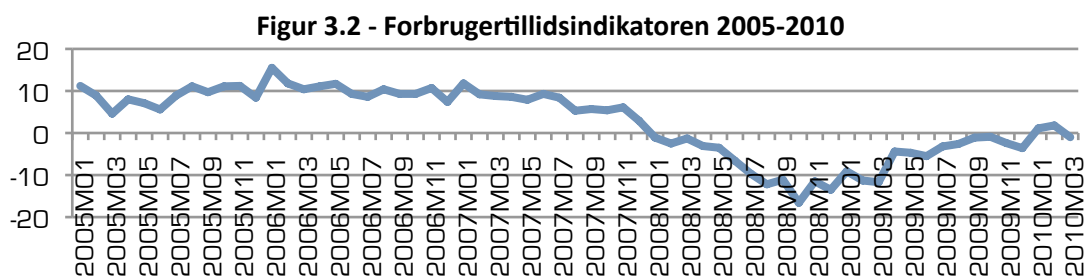
3.1.2 Økonomiske faktorer

3.1.2.1 Konjunkturer

Som det nok er bemærket, har der siden sommeren 2007 været økonomisk krise. Hvis man ikke selv har mærket det, har man i hvert fald hørt om det dagligt i form af fyringsrunder, svigtene ordrer og banker der holder på pengene. Figur 3.2¹³ viser da også at den almindelige borger igennem 2008 og 2009 har haft et sort syn på deres nuværende og fremtidige økonomiske situation, men der er dog en stigende tendens, hvilket i princippet gavner de fremtidige udsigter for alle PSE's forretningsområder.

¹² <http://www2.kk.dk/of/beslut.nsf/2157c8d4f87ddc77c125684800469ed1/7e01083dd6f041b3c1256fb8002ed276?OpenDocument>

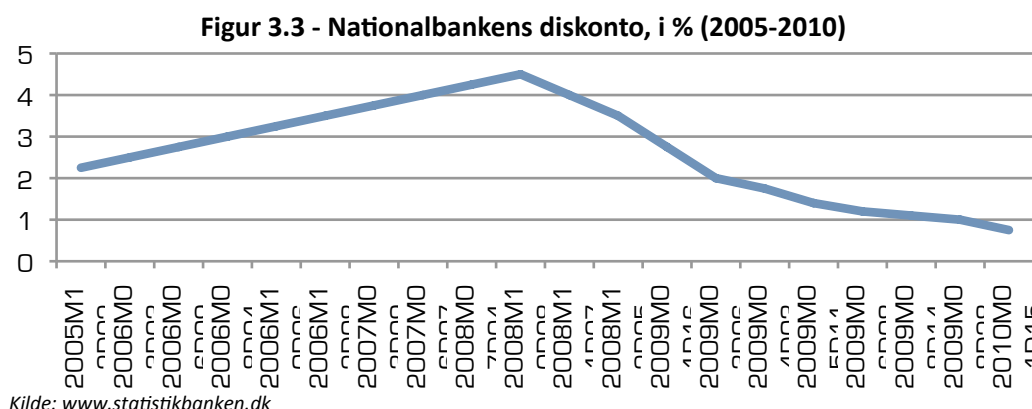
¹³ Forbrugertillidsindikatoren er en sammenvejning af følgende 5 elementer: 1) Danmarks aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år 2) Forventningen til Danmarks økonomi næste år sammenlignet med i år 3) Familiens aktuelle økonomi sammenlignet med sidste år 4) Forventningen til familiens økonomi næste år sammenlignet med i år 5) Fordelagtigheden af køb af varige forbrugsgoder nu.



Kilde: www.statistikbanken.dk/dnrentd

Særligt må det formodes at sponsorater, som i 2009 tegnede sig for knap 8% af omsætningen, er konjunkturfølsomme, og ikke vil tilflyde i samme grad under lavkonjunktur.

3.1.2.2 Renteudviklingen

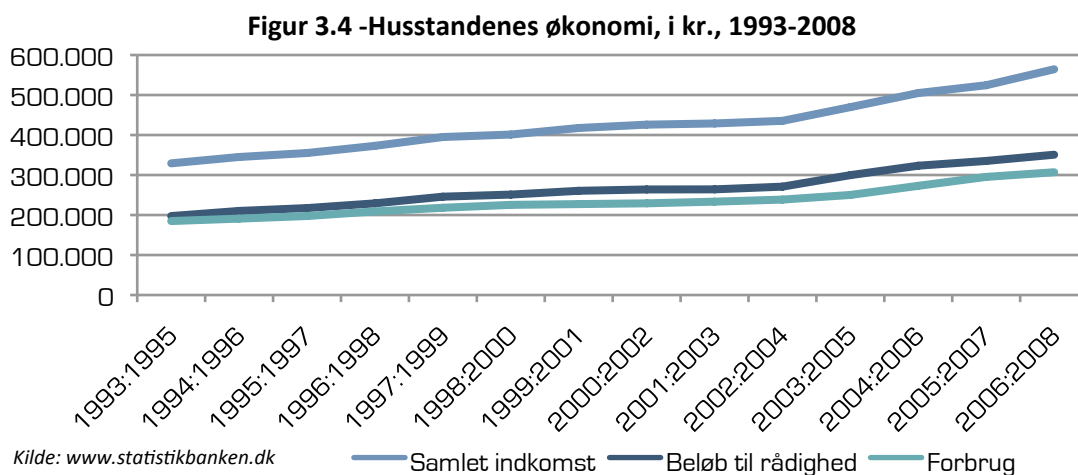


Kilde: www.statistikbanken.dk

Renteniveauet er i øjeblikket historisk lavt, og det er svært at forestille sig, at det skulle kunne komme længere ned, hvorfor det må forudsættes, at der i fremtiden må forventes stigende rente. En stigende rente vil i princippet ikke gavne PSE, da det almindeligvis vil øge omkostningerne, og dermed mindske forbrugsmulighederne. Men også afsætningsmulighederne påvirkes heraf. Forbrugerne får færre penge, og går dermed til færre fodboldkampe, eller tager på færre besøg i Lalandia. Lalandia kan defineres som et luksusgode, og disse kan ofte undværes, hvorfor de skæres fra når økonomien bliver strammere.

3.1.2.3 Indkomst og forbrug

Husstandenes økonomi¹⁴ i form af indkomst, beløb til rådighed og heraf forbrug har over de sidste 15 år vist en stigende tendens, dog udgør rådighedsbeløbet i 2008 en mindre andel af den samlede indkomst end tidligere, ligesom gabet mellem rådighedsbeløb og forbrug er steget de sidste 5 år. Dette kan tyde på stigende opsparing eller tilbageholdenhed.

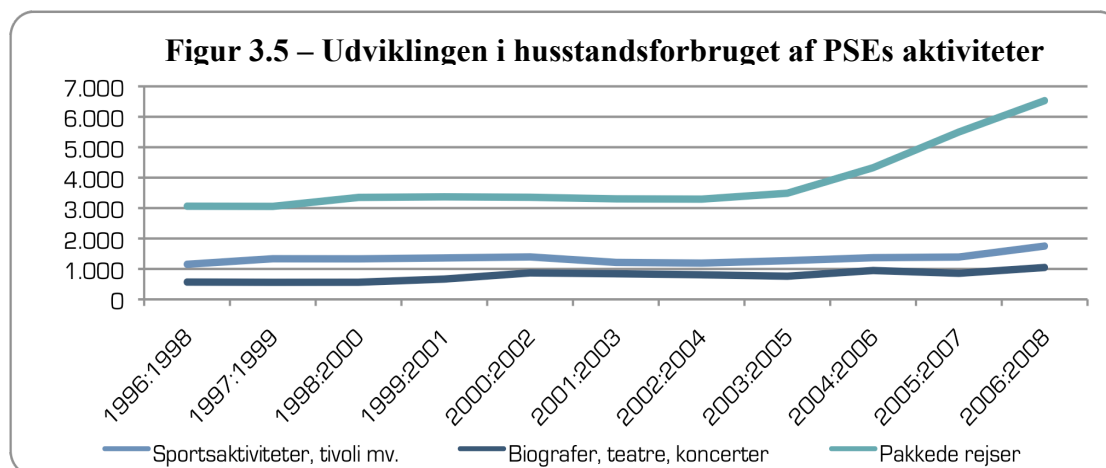


Ser man derudover på den del af forbruget som vedrører de fleste af PSEs forretningsområder, ses det at forbruget af henholdsvis sportsaktiviteter, koncerter med videre har været nogenlunde konstant over de sidste 10 år, på trods af væksten i både indkomst og forbrug. Dog kan der anes en svag stigning fra 2007 og frem. Dette har stor betydning for enhederne FCK, Fitness DK og Parken, hvor den svage udvikling blandt andet kan betyde, at der:

- Opereres i forholdsvis mættede og modne markeder, med begrænset vækstpotentialer.

Forbruget af 'Pakkede rejser' har derimod udviklet sig markant fra 2004 og frem, og er således fordoblet. Dette er særdeles positivt for Lalandia, som udover at være i konkurrence med forlystelsesparker, også er i konkurrence med den øvrige rejsebranche, i kraft af det store aktivitetsudbud og mulighederne for leje af feriehuse.

¹⁴ Samtlige husstande, gennemsnitstal. Hver klynge (eks. 1993:1995) bygger på data samlet over 3 år, med udskiftning årligt i 1/3 af husstandene.



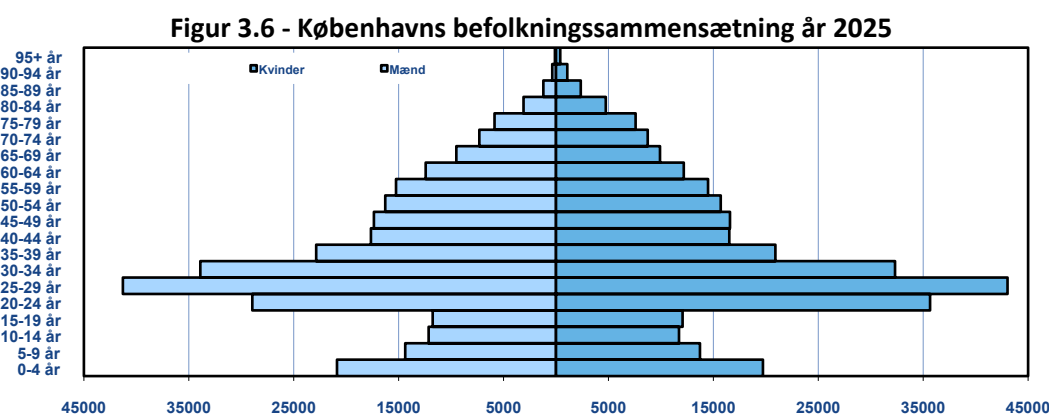
Kilde: www.statistikbanken.dk

3.1.2.4 Demografi

Sammenlignet med tallene for 2010 for København, forventes der frem til 2025 en stigning i antallet af indbyggere mellem 20 og 35 år, mens de øvrige aldersgrupper er på tilbagegang.

- København står overfor en foryngelse de kommende 15 år¹⁵.

Dette kan for en stor dels vedkommende tilskrives de mange uddannelsesinstitutioner, men også udbuddet af kultur, arbejdspladser og ”byens puls”. Denne befolkningsgruppe er også, efter min bedste overbevisning, den der er mest påvirkelig, og dermed åben for trends i markedet. For Parken og FCK vil den største kundegruppe sandsynligvis også befinde sig i dette yngre segment, hvor der særligt tænkes på koncerter, fodboldarrangementer, fitness og børneferie. Udviklingen er altså positiv for PSE.



Kilde: www.kk.dk

På landsplan er tendensen dog ikke den samme. En stor generation trækker sig tilbage, og den noget mindre 80’er generation gør klar til at ”overtage”. Over de næste 30 år vil vi se en stor

¹⁵ Se bilag 3.1 for de aktuelle tal for 2010

stigning i antallet af ældre og et fald i antallet af yngre. Særligt for Lalandias vedkommende betyder det at:

- Det nuværende kernekundesegment, børnefamilierne¹⁶, over de næste 15 år skrumper med cirka 13%¹⁷.

Udviklingen kan imødekommes ved over tid at tilpasse aktivitetsudbuddet, og vurderes ikke at influere negativt på den fremtidige indtjening i PSE.

3.1.3 Sociokulturelle faktorer

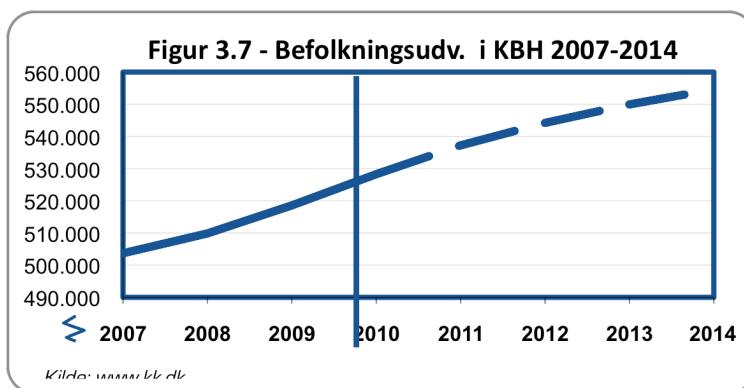
3.1.3.1 Trends og livsstil

Fodbold er for mange en væsentlig del af tilværelsen, og FCK har en stor fanskare og et højt gennemsnitligt antal tilskuere til deres hjemmekampe. Man kan dog skelne mellem dem, der ser fodbold, og dem der er hardcore fans. Sidstnævnte er for manges vedkommende ”fans for life” og svigter ikke deres hold, hvis det går dårligt. Salget af merchandise vidner også om, at det er med stolthed, man skilter med sin klub, og efter en dag i Københavns gader, vil man unægtelig have set en eller flere iført hue, halstørklæde eller en bilrude klistret til med stickers. Almindelige fodboldfans følger ikke holdet med samme intensitet, det vil sige, at de ikke er faste tilskuere på tribunen, men kan have andre prioriteter. Derudover er det, sammenlignet med andre lande, billigt at se en fodboldkamp i Parken – en billet koster omkring 100 kr.

En event gennem en del år er Zulu Rocks og det nyere Mini Zulu Rocks, som afholdes årligt af TV2 i Parken. Som regel gæstes arrangementerne af de største og mest aktuelle danske og udenlandske artister.

3.1.3.2 Leveomkostninger i København

København er et attraktivt sted at bo, og med de faldende boligpriser, er der atter begyndt at strømme folk til byen. Således skønner Københavns Kommune, at der de næste 5 år frem, vil ske en befolkningstilvækst på cirka



¹⁶ Er defineret som den danske befolkningsgruppe mellem 30 og 49 år.

¹⁷ www.statistikbanken.dk, befolkningsfremskrivning, PROG7A09

25.000 borgere. For PSE, som har mange af deres aktiviteter i Københavnsområdet, betyder det:

- En potentiel styrkelse af kundegrundlaget.
- Lettere rekruttering af medarbejdere til koncernen.

3.1.4 Teknologiske faktorer

3.1.4.1 Internet/TV

Internettets og teknologiens fortsatte udvikling, og mulighederne der medfølger, kan få betydning for FCK, hvor en væsentlig del af indtægterne stammer fra salg af rettigheder til at transmittere kampe på TV¹⁸. I takt med at web-TV er blevet mere almindeligt, er der opstået helt nye muligheder, som mange virksomheder udnytter til selv at sende TV Eksempelvis har Jyske Bank lanceret egen TV kanal, ligesom dagbladene i stigende grad satser på web-TV i takt med at avismarkedet svinder ind. Dette betyder naturligvis også en kamp om annoncekronerne, som i sidste ende skal finansiere de kommercielle TV kanalers køb af rettigheder. En anden mulighed er YouTube, som hele 44% af danskerne i 2009 benyttede sig af¹⁹. Dette giver dels en højere dækning end mange andre kan opnå, ligesom der er mulighed for en helt anden prisfastsættelse end hidtil, hvilket kan betyde meget for de traditionelle TV kanaler. Sony har således lanceret et TV, der med opkobling til internettet har en decideret YouTube kanal. Dette kan på længere sigt ses som:

- En mulighed for PSE, som i fremtiden forholdsvis let selv vil kunne sende deres kampe via nettet, og lade brugeren betale for adgangen.

På den korte bane kan det have betydning for:

- Handlen med TV-rettighederne, som for PSE betyder en årlig indtægt på et tocifret millionbeløb.

3.2 Brancheanalyse – Porters 5 forces

Analysens formål er at identificere hvilke faktorer, der har så stor indflydelse på PSE's finansielle udvikling, at de bør medtages som ikke-finansielle værdidrivere. Udgangspunktet for analysen er elementer i Porters 5 forces model.

¹⁸ Se bilag 2.1

¹⁹ <http://mediawatch.dk/artikel/dansk-version-af-youtube-paa-vej>

3.2.1 Adgangsbarrierer og truslen fra nye konkurrenter

Underholdning

Parken er Danmarks største og eneste stadion med plads til cirka 45.000 tilskuere, og det er derfor det naturlige valg når store internationale stjerner som U2, Stevie Wonder og Robbie Williams gæster Danmark. Det siger sig selv, at det kræver en tyk pengepung at opføre lignende faciliteter²⁰. For få år siden investerede Horsens Kommune, sammen med en række private investorer, 90 mio. kr. i CASA Arena. Denne kan rumme 30.000 tilskuere, og har i de sidste år været i skarp konkurrence med Parken om de store navne. Senest har Madonna, men også U2 gæstet Horsens – stjerner som tidligere har spillet i Parken. Koncerterne har været udsolgte, og folk er kommet til fra hele landet²¹. I umiddelbar nærhed opførtes i 2001 også Ballerup Super Arena, men her er kapaciteten kun 7.500 tilskuere. Som nationalstadion er det også oplagt at dette er lokaliseret i landets hovedstad.

- Det vurderes ikke som sandsynligt, at der i nærmeste fremtid opføres faciliteter af lignende kaliber, hvorfor det fortsat må forventes at Parken lægger hus til når både pop- og sportsstjerner lægger vejen forbi.

Hvad angår FCK kræver det ligeledes finansiell styrke at opnå dels de flotte sportslige resultater, men også for at holde en lignende klub kørende. Capacent har i 2009 for DBU og divisionsforeningen analyseret sig frem til, at minimumkravet til kapital er 40 mio. kr. årligt, mens det stiger til 150 mio. kr., hvis der skal leves op til UEFA's krav²². Det kan dog lade sig gøre med mindre, men i det lange løb er det de store fodboldklubber som FCK og Brøndby IF der løber af med de vigtige sejre. Derudover er de med tiden blevet kendte brands, hvilket også kan være svært at hamle op med som ny aktør på markedet. Det vurderes at der fortsat er mulighed for at:

- FCK bevarer sin stilling, og ambition om altid at være i top 3 i Superligaen.
- FCK bevarer sine indtjeningsmuligheder fremover, uden nævneværdig trussel fra nye konkurrenter.

²⁰ Parken har kostet flere hundrede millioner at opføre, det præcise beløb er ukendt.

²¹ www.livenation.dk

²² DBU og divisionsforeningen "Analyse af turneringsstrukturen", 2009

Fitness

Markedet for landsdækkende kommerciel fitness, som Fitness DK agerer på, har haft forholdsvis høje kapitalkrav. På balancen kan det aflæses, at der er anlægsaktiver for 130 mio., fordelt på 36 centre, hvilket alene dækker over indretning af lejede lokaler, driftsmateriel og inventar. Det giver en gennemsnitsværdi på 3,6 mio. kr. pr. center. Derudover kommer alt det øvrige der medfølger. Samlet set kostede Fitness DK kæden PSE omkring 300 mio. kr., som på daværende tidspunkt bestod af 35 centre. Dog har vi på få år set kæden Fitness World, og det helt nye skud Fresh Fitness, etablere sig med en helt anden og meget mere omkostningsbevidst profil, som har gjort op med dyre medlemskaber, og fokuseret på at etablere billige træningscentre uden for meget luksus. Kæden ekspanderer kun for egne penge, og har vendt markedet på hovedet. Produktet der tilbydes er grundlæggende det samme, mens det er rammerne og den enkelte kædes profil, der skaber forskellen. Derudover kræver konkurrencen på markedet større investeringer i markedsføring. Sidst men ikke mindst er etableringen af fitnesscentre på arbejdspladserne, samt offentlige non-profit fitness en faktor der er særdeles afgørende for den fremtidige vækst og indtjeningsforhold for Fitness DK. Det vurderes, at der nu er:

- Lave barrierer for etablering af fitness centre.
- Øget trusselsniveau og kamp om medlemmerne.

Lalandia

Der er meget høje kapitalkrav til etablering af forlystelses- og aktivitetsparker som Lalandia, som kræver store investeringer i arealer, bygninger og driftsmateriel. Derudover kræver det meget plads, og gode trafikale forhold. Det er således ikke muligt at bygge hvor som helst, hvorfor det ofte vil det være i yderkanterne eller i landområderne af Danmark. Skal der tilmed bygges feriehuse, kan det ses af PSE's regnskab, at regningen for Lalandia Billund lå på den anden side af en halv mia. kr. for 761 huse, som for hovedpartens vedkommende er finansieret med fremmedkapital. Markedet er, og har de sidste år, været svært og særligt sommerhusområdet har været ramt af store prisfald. Det kræver ligeledes en massiv og kontinuert markedsføringsindsats at brande sig, og skabe en plads i kundernes bevidsthed. Der er mange alternativer, hvorfor det også er vigtigt at skabe en unik profil, der differentierer sig.

- Høje barrierer ⇒ Lalandias position ikke er truet.
- Ingen forventning om nævneværdig tilgang af nye konkurrenter.

3.2.2 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Underholdning

Underholdningssegmentets leverandører spænder bredt og omfatter alt fra øl og bookingbureauer til andre fodboldklubber. Der er altså en stor forskel på hvordan styrkeforholdet er mellem parterne. Hvad angår de store stjerners ankomst til Danmark, er der næppe meget at forhandle om, og med stigende konkurrence fra blandt andet Horsens og Herning, er Parken ikke i position til at kræve det urimelige af koncertarrangørerne. Derimod er PSE på mange andre områder stærk i forholdet til leverandørerne, da koncernen i forhold til mange mindre leverandører er en stor virksomhed, med mange aktiviteter. Dette kan være særdeles attraktivt for en mindre leverandør. Berlingske bragte sidste år en artikel der belyste netop hvordan mindre håndværksvirksomheder indirekte følte sig tvunget til at indgå sponsoraftaler for at få lov byde på opgaverne og blive leverandør²³. I artiklen nævnes et VVS firma, en vinleverandør og en entreprenør, som alle havde samme opfattelse. Ser man sidst på fodboldspillerne, er det meget individuelt, og meget afhænger af den enkelte spiller på handelstidspunktet, og hvor hårdt tiltrængt Parken og leverandøren er. Dygtige spillere vil alt andet lige have en højere værdi for FCK, og hvis kontrakten er tæt på udløb, udgør det ligeledes et styrket forhandlingsgrundlag for spilleren, idet FCK dels kan risikere at miste denne til en anden klub, eller miste muligheden for senere at få den medfølgende transfersum ved salg af spilleren.

- Alt i alt har begge en stærk forhandlingsstyrke overfor leverandørerne.

Fitness

Leverandørerne vil primært være producenter af fitnessudstyr, udlejere af erhvervslejemål og øvrige leverandører af energidrikke, sportstasker og andre varer. Der findes mange producenter af udstyr til fitnessmarkedet, og mange er internationale spillere, men udstyret er ret standardiseret.

- Fitness DK har en størrelse der sætter dem i en pæn position overfor leverandørerne.

Det samme vurderes i øjeblikket som værende tilfældet på markedet for erhvervsudlejning, hvor mange lokaler står tomme, som følge af finanskrisen. Det angives dog i PSEs nye emissionsprospekt, at der for en stor del af centrenes vedkommende er indgået aftaler med lang uopsigelighed, samt ingen ret til at nedsætte eller genforhandle leje til eventuelt ny markedspris. Aftalerne har højst sandsynligt været indgået på et, for leverandørernes

²³ <http://www.business.dk/boersnyt/parken-presser-leverandorer>

vedkommende, gunstigt tidspunkt. Leverandørerne har altså haft mulighed for at sikre sig nogle gode vilkår, mens Fitness DK har måttet acceptere.

- Svag forhandlingsstyrke overfor udlejere

Lalandia

Der kan skelnes mellem flere typer af leverandører, dels er der tale om entreprenører som opfører bygninger og lignende, samt producenter af særligt materiel til badeland og de øvrige aktiviteter. Byggebranchen har haft det hårdt de sidste par år, efter en total opbremsning i byggeriet, og derfor bør Lalandia ikke have problemer med at få fornuftige aftaler i stand. Derimod vurderes det at der er begrænsede muligheder, hvad angår særligt materiel til forlystelser og badeland. Det har ikke været muligt at identificere specifikke leverandører, men der antages at det ofte vil være specialiserede virksomheder, og dermed ikke leverandører der er til at presse i samme omfang, som eksempelvis byggebranchen.

3.2.3 Kundernes forhandlingsstyrke

Underholdning

Kundegruppen består for hovedpartens vedkommende af koncertgæster, virksomheder der afholder konference samt fodboldfans. For først og sidstnævnte grupper vedkommende, har Parken og FCK en forholdsvis stor forhandlingsstyrke. Dette skyldes at:

- De udbyder et produkt, som ikke umiddelbart findes tilsvarende andre steder.

Når det kommer til koncerter og andre arrangementer, er det som regel den eneste mulighed publikum har for at se det pågældende navn optræde, og da det som oftest er de største stjerner, har det stor tiltrækning, også selvom priserne er høje. Eksempelvis optrådte Robbie Williams for et par år tilbage hele to dage, hvor begge var helt udsolgt – 90.000 billetter var revet væk²⁴. Når det kommer til fodboldfans, har FCK også en særlig position. Fodboldfans skifter ikke bare side, og for mange er det at følge sit favorithold en del af deres identitet. FCK har altså en fanskare, og det gennemsnitlige antal tilskuere til en kamp med FCK var ifølge netsuperligaen i 2007/2008 19.500²⁵. Konferencesegmentet er mere presset, da København har mange muligheder. Hoteller som Marriott og Radisson Blu er stærke på området, ligesom Tivoli hotel og konferencecenter netop har slået dørene op. Parken vurderes at stå i en svag position overfor denne kundegruppe.

²⁴ <http://ibyen.dk/musik/koncert-beat/article151125.ece>

²⁵ <http://www.netsuperligaen.dk/VisTilskuerStatistik.php>

Fitness

Fitnessmarkedet er de sidste år blomstret, og det anslås at cirka 10% af danskerne er medlem af et fitnesscenter. Af samme årsag er konkurrencen også blevet skærpet. Udbuddet er stort, og kunderne kan nu uden større omkostninger skifte mellem centrene. De gebyrer der måtte være ved oprettelse, kan i mange tilfælde modsvares af introduktionstilbud og lignende. Derudover kan mange kunder i princippet træne hjemme, da meget motionstræning kan klares med en kondicykel eller en almindelig løbetur. Fitness DK har en idé om at de vil møde deres kunder på vej til og fra arbejde, hvorfor de har forsøgt at placere sig strategisk korrekt, i nærheden af offentlige transportmidler, og knudepunkter med mange forbipasserende. Dette kan tolkes som en service, der er nødvendig for at tiltrække kunderne.

- Fitness DKs position overfor deres kunder er svag.
- Forholdsvis få parametre der kan drejes på.
- Høj konkurrence på markedet gør det svært at indgå længerevarende aftaleforhold.

Lalandia

Der er et stort og bredt udbud af familieforystelser over hele Danmark, så ser man på hele paletten, har kunderne stor magt. De kan frit vælge uden at påføre sig omkostninger. På den anden side er kundegrundlaget meget stort, og Lalandias forholdsvis unikke profil gør, at antallet af direkte konkurrenter indsnævres gevaldigt. I sommerhalvåret findes der alle sommerlandene, samt flere feriecentre ved havene med dertilhørende strand, samt legepladser og øvrige bedefaciliteter. I vinterhalvåret er der billige charterrejser. Lalandia er dog uafhængig af vejr og sæson, og giver mulighed for nemt at tage en weekend til et sted med en masse indendørs aktiviteter for alle i familien - både sommer og vinter. Derfor vurderes det at:

- Lalandia her har en ganske god forhandlingsstyrke overfor deres kunder.

3.2.4 Substituerende produkter

Underholdning

Parkens substitutter vil kunne findes blandt de mange øvrige underholdningstilbud. Målgruppen er bred, hvorfor også antallet af substitutter er mange. Men har man det yngre publikum for øje, vil især teatre, museer, biografer og selvfølgelig andre koncert- og spillesteder være at betragte som de primære. Som bekendt findes en næsten uendelig masse af ovenstående slags, hvorfor der for Parken er:

- Skarp konkurrence om at have de mest attraktive tilbud.

Hvad angår FCK er der i princippet mange andre fodboldklubber, både nationalt og internationalt, men er man erklæret FCK-fan, så bliver man ikke bare fra den ene dag til den anden OB-fan. Ofte ”tilhører” hele omgangskredse samme hold, ligesom det hyppigst er det lokale hold der favoriseres, hvilket også gør det sværere for individet at ”bryde ud”. Samlet set:

- Udbuddet af underholdning vurderes som værende så stort, at der stilles høje krav til aktørerne.

Fitness

Der har i gennem nogle år været sat fokus på sundhed fra politisk side, og mange fitnesskæder er kommet og gået. For få år tilbage var Fitness DK landets største kæde, men den store tilgang af konkurrerende centre har for alvor kommet grus i maskineriet. Grundlæggende er det et meget ens produkter der tilbydes, hvorfor de enkelte kæder nu konkurrerer indædt på andre parametre som priser, beliggenhed, velværetilbud, holdtræningsaktiviteter etc. Derudover er alle de traditionelle sportsgrene, som blandt andet fodbold, tennis og løb naturligvis også populære alternativer. For Fitness DK gælder derfor:

- Opererer på et marked med særligt mange substituerende produkter.
- Svækkede fremtidige muligheder for indtjening inden for denne del af branchen.

Lalandia

Som nævnt under punkt 3.2.3 er der et stort antal substituerende produkter, blandt mange kan nævnes Tivoli, Zoo, Knuthenborg Safaripark, Danparcs, Legoland og Folkeferie. En stor del af disse produkter er også en del billigere sammenlignet med Lalandia, hvorfor rejseselskaberne og det store udvalg af charterrejser til familier, også er at betragte som et substituerende produkt. Mange har dog ikke samme helhedstilbud som Lalandia kan tilbyde. Det store antal aktiviteter for hele familien tiltrækker, og hvor Lalandia kan holde en familie beskæftiget uden at de behøver at forlade området, fungerer andre feriecentre ofte som en base, hvorfra man tager ud, mens sommerlande og forlystelsesparker som regel besøges som en endagsudflugt. Charterrejser vil for det meste være af minimum en uges varighed. Lalandia er her et godt alternativ, der sammenlignet med en udlandsrejse, er tæt på og snildt kan besøges over en weekend. Dette giver Lalandia:

- En god position på markedet, hvor virksomhedens profil og brand adskiller sig klart fra mængden.

3.2.5 Konkurrenceintensitet

Underholdning

Selvom at udbuddet af kulturelle tilbud er stort, er den direkte konkurrence til Parken at anse for værende middel til høj. Få har, som tidligere nævnt, de faciliteter som Parken råder over, dels størrelsen, men også muligheden for at kunne anvende stadion til så forskellige formål, på alle tider af året. Dette kan dog også være for hæmsko Parken, i det det er væsentligt at bemærke, at det ikke er hverdag at store internationale stjerner gæster Danmark. Priserne på koncertbilletter og musikhonorarer er over de sidste år steget kraftigt. Dette skyldes dels at byer som Horsens og Herning støtter med både offentlige og private midler og lægger oveni koncerthonorarerne for at tiltrække kunstnerne²⁶, men også fordi koncertaktiviteter i højere grad er blevet musikernes primære indtægtskilde i takt med at musiksælget falder. Overordnet vurderes intensiteten altså som værende:

- Middel til høj, hvilket presser indtjeningspotentialt.

Hvad angår FCK er konkurrencen af en lidt anden karakter. Dels er der den sportslige konkurrence. Fodbold er som bekendt meget resultatorienteret, og den bedste klub er den, der vinder flest kampe. FCK har de sidste 10 år vundet Superligaen (danmarksmesterskabet) 7 gange, mens de har vundet sølv eller bronze de øvrige 3 år²⁷. Derudover er der også den mere kommercielle konkurrence, hvor klubberne kæmper om tilskuere og dermed entréindtægterne, men også med de øvrige klubber om sponsorkroner og TV eksponering. FCK har en af Skandinaviens største fanklubber med mere end 20.000 medlemmer²⁸, ligesom de ifølge Netsuperligaen.dks statistik forrige år havde flest kampe på TV²⁹. Ser man på regnskaberne for FCK og den nærmeste konkurrent, hentede FCK i 2008 118 mio. kr. i sponsorater, mens Brøndby IF måtte nøjes med at få 78 mio. kr. i kassen. Det vurderes altså at:

- FCK er godt positioneret
- Har gode vilkår til i fremtiden at tjene penge på fodbolden.

²⁶ <http://ibyen.dk/musik/article606438.ece>

²⁷ [http://da.wikipedia.org/wiki/Danmarksmesterskab_\(fodbold\)](http://da.wikipedia.org/wiki/Danmarksmesterskab_(fodbold))

²⁸ http://www.fckfc.dk/OM_FCKFC-2889.aspx

²⁹ <http://www.netsuperligaen.dk/VisTVStat.php>

Fitness

For året 2009 ser fitnessmarkedet i Danmark således ud:

Tabel 3.1						
Navn	Medlemmer	Centre	Nettooms.	Medarb.	Etablering	Andel
Fitness World	190.000	58	313 mio	263	2000	35,0%
Fitness DK	120.000	38	425 mio	288	1997	22,0%
SATS	25.000	13	103 mio	117	1995	4,5%
Dansk Fitness	20.000	19	-	-	2008	3,6%
Motion og Trivsel	14.000	15	-	-	2006	2,5%

Kilde: idan.dk og kædernes hjemmesider samt årsregnskaber

Det samlede antal medlemmer af kommercielle fitnesscentre er for året opgjort til cirka 550.000³⁰ (10% af befolkningen), og de enkelte kæders markedsandel er opgjort, som deres andel af medlemmer i forhold til dette. Målt på omsætning er Fitness DK markedsleder, men målt på antal medlemmer og centre, er Fitness DK kommet noget bag Fitness World, som mildt sagt har taget konkurrenterne på sengen. På to år er Fitness World gået fra at være halvt, til dobbelt så stor som Fitness DK, både på antallet af medlemmer og centre. Særligt gennem de sidste par år er der sket en kraftig udvikling på markedet. Mange mindre kæder og centre har måtte smide håndklædet i ringen, og er blevet opslugt af større kæder eller lukket. Markedet befinder sig i en konsolideringsfase efter flere år med høje vækstrater. Priserne er blevet hårdt presset, ligesom bindingsperioder og høje gebyrer er blevet afskaffet - til fordel for kunderne naturligvis. Fra før alene at konkurrere på service og kvalitet er lavpriskonceptet kommet til, og kæderne har måttet sænke priserne gevaldigt for ikke at tabe eller begrænse tabene. Prisen er altså i dag den primære parameter, der konkurreres på. En undtagelse er nystartede Palm Fitness, som planlægger åbning af en håndfuld centre i det nordsjællandske. Prisen er ukendt og første center er åbnet i stueetagen af den gamle Daells bygning, der også huser det fashionable og internationalt anerkendte femstjernede hotel Sct. Petri. Derudover er der konkurrencen fra foreningsfitness, hvor det vurderes, at der er op til 150 centre, som kan betragtes som direkte konkurrenter til de kommercielle³¹. Foreningscentrene har den fordel, at de kan optage rentefri lån, samt i mange kommuner søge tilskud, hvorfor de kan konkurrere på helt andre vilkår. Sidst men ikke mindst starter stifteren af Fitness DK en ny billig kæde,

³⁰ <http://www.idan.dk/Home/Kommentaren/056fitnessaaret.aspx>

³¹ <http://www.idan.dk/Kommentaren/044Fitness2008.aspx>

der underbyder Fitness World og tilbyder træning for 99 kr./mdr.³² Det vurderes altså, at Fitness DK står i en situation, hvor:

- Indtjeningspotentialet under de nuværende forhold er særdeles presset.
- De har svært ved at tilbyde noget, som ikke kan fås tilsvarende andetsteds.
- Markedet er let tilgængeligt og har været præget af høj vækst.

Med tiden forventes det dog, at markedet vil stabilisere sig, og at centrene vil være nødt til at finde deres egne identiteter i henholdsvis lavpris og luksusklassen, ligesom der vil komme mere fokus på og efterspørgsel efter en øget professionalisering, samt mere innovation og produktudvikling.³³

Lalandia

Overordnet er der et kæmpe udbud af aktiviteter, og dermed er markedet umiddelbart præget af høj konkurrence. Det kunne dog ses af PEST analysen, at danskerne bruger stadig flere penge på rejseaktivitet, hvilket Lalandia drager fordel af, i kraft af deres position som et eksotisk ferieland i Danmark. Lalandia Rødby ligger i et tyndtbefolket område i udkants Danmark, men også uden direkte konkurrence i miles omkreds. Alligevel har de over 100.000 årlige overnatninger i deres feriehuse³⁴, hvilket vidner om, at de har været dygtige til at tiltrække kunder, blandt andet ved god markedsføring men også ved konstant fornyelse og udvidelse. Derudover har det nyopførte Lalandia Billund trodset et ellers kriseramt sommerhusmarked og solgt samtlige ferieboliger, både de planlagte, men også de ekstraopførte, på uhørt kort tid, der har altså været stor efterspørgsel³⁵. Lalandia har indgået et attraktivt samarbejde med Legoland, som årligt har over 1 mio. besøgende, og Givskud Zoo³⁶. Parterne har slået sig sammen om et 'Resort Pass', som ved overnatning i enten Legoland Hotel eller Lalandias feriehuse, giver adgang til alle områdets faciliteter. Her har de udnyttet nogle oplagte synergieffekter frem for at bekrige hinanden. Det har gjort området i Billund til et af Nordeuropas største oplevelsescentre. Lalandia vurderes derfor samlet set at være:

³² http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/188784/fitnessdk-stifter_soesaetter_billig_konkurrent.html

³³ <http://www.idan.dk/Nyheder/736fitness.aspx>

³⁴ <http://www.dr.dk/Regioner/Sjaelland/Nyheder/Guldborgsund/2008/08/20/155324.htm?rss=true®ional>

³⁵ Det skal dog bemærkes at salget indledtes før finanskrisen indtruffen.

³⁶ <http://www.legolandbillundresort.dk>

- Konkurrencemæssigt godt stillet grundet deres unikke profil og mulighed for at tilbyde en kombination af ferie, overnatning og forlystelse.
- En potentiel vækstvirksomhed

3.3 Intern analyse

Den interne analyse har til formål at kortlægge PSE's stærke og svage sider. Afsnittet vil have fokus på koncernen som helhed, men vil ved behov herfor, dykke ned og se på de enkelte segmenter.

3.3.1 Materielle ressourcer

Finansielle ressourcer

PSE har netop gennemført en succesfuld aktieemission, som har tilført en halv mia. kr., primært til nedbringelse af gæld. Emissionen var livsnødvendig for PSE, men hovedaktionærer og medlemmer af ledelsen har købt for sammenlagt 200 mio. kr.³⁷, og dermed bidraget med lige knap halvdelen. Dette viser både, at de har tillid til selskabet, men også at de ikke ønsker, at banken skal overtage administrationen med PSE, som før emissionen døjede med en rentebærende gæld på 2,1 mia. PSE's økonomiske handlefrihed er meget snæver, og der er ikke råderum til investeringer og vækst foreløbigt, derimod er det er ikke utænkeligt, at der vil ske yderligere frasalg af segmenter, såsom håndboldholdet der blev afhændet for 0 kr. Derudover har mange af PSE's indtægter de seneste år, været engangsindtægter fra henholdsvis Lalandia sommerhussalg og Champions League.

Det sidste halve års forløb har vist, at PSE's finansielle ressourcer er begrænsede. Revisionspåtegningen for seneste årsregnskab, gjorde opmærksom på at den fortsatte drift var betinget af en succesfuld aktieemission, hvilket vil sige at mulighederne for fremmedfinansiering er udtømte, og at banken reelt sidder i en meget magtfuld position.

Fysiske ressourcer

70% af PSE's balancesum udgøres af de materielle aktiver som ejendomme, bygninger, grunde, driftsmidler og inventar. PSE råder altså over betydelige arealer og midler til en bogført værdi af cirka 2 mia. kr. De væsentligste aktiver er Parken stadion, de tilknyttede kontortårne samt Lalandia parkerne, eksklusiv feriehusene som er privatejede.

³⁷ <http://www.finansnyheder.dk/news/shownewsstory.aspx?storyid=10965869>

Parken

Parken stadion udgør hjørnestenen i PSE's fortagende, og fungerer både som koncernens hovedsæde, FCK's hjemmebane og det primære aktiv i forbindelse med afholdelse af koncerter, konferencer og arrangementer. Stadionet er topmoderne, og har gennemgået flere forbedrende ombygninger. Det fremstår, modsat et traditionelt udendørs stadion, med skydetag, hvilket gør det muligt at lave indendørsarrangementer. Derudover med en ny teleskoptribune med tilhørende presse- og omklædningsrum, VIP-lokaler og kontorer. Det er blandt de tre højst rangerende stadions i Norden, og optræder i en såkaldt 4-stjernet kategori³⁸.

- Det er altså et betydeligt aktiv, der giver PSE en særlig konkurrencefordel i kraft af dets placering, kapacitet og funktionalitet.

Ser vi på nogle af de øvrige danske koncertpladser og deres kapacitet ser det således ud:

Tabel 3.2 - koncertarenaer			
Stadion	By	Siddepladser	Kapacitet
Parken	København	38.000	43.000
Casa Arena	Horsens	7.500	30.000
MCH Arena	Herning	7.500	12.000 (50.000)
Nya Ullevi	Göteborg	43.000	60.000

Kilde: egen tilvirkning

Herning Messecenter har en udendørs koncertplads med en kapacitet på 50.000 tilskuere, som blandt andet har været benyttet af Genesis og Coldplay. Bagdelen er dog at det er udendørs, ligesom det kræver meget store navne for at kunne tiltrække folk fra hele landet til en mark i Herning. Nordens største stadion Nya Ullevi har en kapacitet på 60.000 og har huset mange af de samme stjerner som Parken - Michael Jackson, Robbie Williams etc. Beliggenheden er i passende kort afstand fra Danmark og gør den til en værdig konkurrent.

Lalandia

Består af to store parker i henholdsvis Rødby og Billund. Oprindeligt et indendørs og udendørs vandland med tilknyttede feriehuse, men i dag et stort ferieområde med et utal af øvrige aktivitetstilbud såsom golf, bowling, skøjtehal, fitness og restauranter. Udvidelserne sikrer, at mange gæster kommer igen og igen, da det ofte ikke er muligt at nå igennem det hele på eksempelvis en weekend. Særligt bygger Lalandia Billund på mange af de erfaringer der er gjort i Rødby, hvorfor parken i dag fremstår som et eksotisk ferieparadis, i det ellers

³⁸ <http://parken.dk/script/site/page.asp?artid=499>

ikke altid paradisagtige flade Danmark. Erfaringerne blev også forsøgt udnyttet i forbindelse med planerne om et kæmpe ferieområde i Italien, men dette projekt blev skrinlagt efter finanskrisen og PSE's ustabile økonomiske situation.

- Lalandia er altså et aktiv i koncernen, der giver en væsentlig konkurrencefordel i kraft af den unikke profil og kombination af både aktiv ferie og afslapning.

3.3.2 Immaterielle ressourcer

15% af balancesummen udgøres af de immaterielle aktiver som primært udgøres af goodwill og kontraktrettigheder. Goodwill kan spores tilbage til købene af Lalandia og Fitness DK, og er i det netop afsluttede regnskabsår nedskrevet markant. Dette skyldes en nedskrivning af Fitness DK på 160 mio. kr., hvilket betyder at den merværdi som PSE har betalt for selskabet i 2006 er halveret. Betydningen for PSE er at forventningen til forretningens potentiale og dermed den fremtidige indtjening er mindsket markant. Den aktuelle bogførte goodwill er 288 mio. kr. Den tilbageværende værdi kan henføres til brand og omdømme, samt værdien af kunderelationer, som Fitness DK stadig har i nogles bevidsthed.

Goodwill for Lalandia er derimod uændret, hvilket kan betyde at der fortsat er positive forventninger til fremtiden.

Derudover udgør kontraktrettigheder knap en tredjedel (115 mio. kr.), og dækker over FCK spillernes værdi, såfremt de sælges inden kontraktens udløb. Rettighederne amortiseres løbende i perioden for kontrakten og indregnes på resultatopgørelsen under transferaktiviteter. Denne post har i analyseperioden for alle årene været negativ, hvilket viser at der ikke har været store gevinster på spillersalg. Spillerne udgør dog en skjult værdi og er derfor et væsentligt aktiv, som for FCK er altafgørende for klubbens succes.

3.3.3 Humane ressourcer

PSE's medarbejderstab er trods de annoncerede nedskæringer på knap 12% næsten fordoblet i analyseperioden. Medarbejderne udgøres af det gennemsnitlige antal fastansatte i alle forretningssegmenterne, og dækker således over både spillere, administrative, personlige trænere, ledelse etc.

Tabel 3.3 - Udviklingen i antallet af medarbejdere						
År	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Antal	439	448	520	764	983	868
Vækst	n/a	2%	16%	47%	29%	-12%

Kilde: Årsrapporter og www.finansnyheder.dk/news/shownewsstory.aspx?storyid=10928632

FCK

Særligt udgør spillertruppen i FCK en værdifuld ressource, både hvad angår opnåelse af de sportslige resultater, men dygtige og karismatiske spillere virker også som magnet i offentligheden. FCK besidder dog ingen internationale profiler som eksempelvis David Beckham. Derudover er de sportslige resultater også fundamentet ved forhandling af sponsorater, salg af TV-rettigheeder og antallet af tilskuere til kampene, ligesom de igen påvirker mulighederne for i fremtiden at tiltrække andre dygtige spillere. Meget hviler altså hver enkelt spiller. Peer group udgøres af Brøndby, OB, AGF og Aab, da disse klubber alle har ligget i den danske Superligas top 3 gennem de sidste 10 år. Tallene for de skotske storklubber Celtic og Rangers FC har desværre ikke været tilgængelige. Det havde ellers været ønskværdigt at kigge på disses forbrug af spillere.

Tabel 3.4 - Tranferomkostninger (i 1.000 kr.)						
År	2005	2006	2007	2008	2009	Gns
FCK	16.030	11.557	18.600	21.042	13.991	16.224
Brøndby IF	2.387	9.838	8.172	8.621	n/a	7.255
Aab	n/a	n/a	n/a	10.619	4.918	n/a

Kilde: Årsrapporter

Ovenstående tabel viser hvor meget PSE i analyseperioden har brugt på at erhverve spillere, sammenlignet med Danmarks øvrige superligaklubber. Tallene indeholder dog også udgifter til håndboldspillere, hvilket ikke dækkes af analysen. Gennemsnitligt har FCK brugt 16 mio. kr. årligt, men sammenholdes dette med hvad der kommer ind i sponsorater, præmier med mere, vurderes afkastet som værende fornuftigt. Den sportslige succes har også været synlig, i det FCK som tidligere nævnt har vundet Superligaen 7 gange de sidste 10 år, mens Brøndby IF har vundet 2 gange. Derudover har FCK deltaget i internationale turneringer som Champions League, hvilket har medført en betydelig eksponering og interesse, som igen kaster større præmie, entré og TV-indtægter af sig. Dette er dog kun sket en enkelt gang, hvorfor det også, som den nu tidligere administrerende direktør udtaler, er en joker der ikke budgetteres med. Drager man en parallel til Skotland, som nogenlunde matcher Danmark på antallet af indbyggere, og ser på deres to store hold Celtics og Rangers, er deres budgetter til spillere af en helt anden størrelse. Fodboldkulturen er meget stærk, ligesom den religiøse rivalisering mellem katolikker og protestanter spidser den yderligere til. Tilskuerantallet til hjemmekampe er 3 gange så højt, som tilfældet er for FCK³⁹, og når således op på 60.000

³⁹ <http://www.celticfc.net/home/corporate/StadiumRegulations.aspx>

mod FCKs 20.000. De skotske hold kører sig altså i stilling til de internationale kampe i meget højere grad end FCK, hvilket naturligvis besværliggør FCKs rekruttering og igen mindsker sandsynligheden for deltagelse i de internationale og Europæiske ligaer. Det vurderes sandsynligt at FCK, som dominerer den danske liga, om nogen klub i Danmark har:

- Formatet til at kvalificere sig til flere af de internationale ligaer.

Dog hæmmer det, set med internationale øjne, chancerne at der er en:

- ”Lille økonomi” i dansk fodbold.

3.3.4 Interne kompetencer

Sponsorer

PSE's evne til at til at skrabte sponsorkroner sammen er, sammenlignet med de andre danske børsnoterede superligaklubber, i en liga for sig selv. Som vi så i PEST analysen, har PSE en stærk position i forholdet til deres leverandører, som de var ”gode” til også at gøre til sponsorer. PSE gør dog også meget ud af, at sponsorerne får nogle privilegier, såsom en VIP lounge og diverse sponsorarrangementer. For sponsorer er det vigtigt at få noget for sine penge, hvor det vigtigste naturligvis er eksponering, men dernæst kan billetter til kampe og lignende også være enten godt som personalegode eller i forbindelse med repræsentation og kundearrangementer.

Tabel 3.5 - Sponsorindtægter (i 1.000 kr.)					
År	2005	2006	2007	2008	2009
FCK	82.975	99.033	102.175	118.687	125.435
Brøndby IF	55.227	55.161	55.891	76.513	n/a
FCM	6.356	26.032	30.128	20.018	39.997
Aab	34.860	41.555	46.106	54.316	50.273

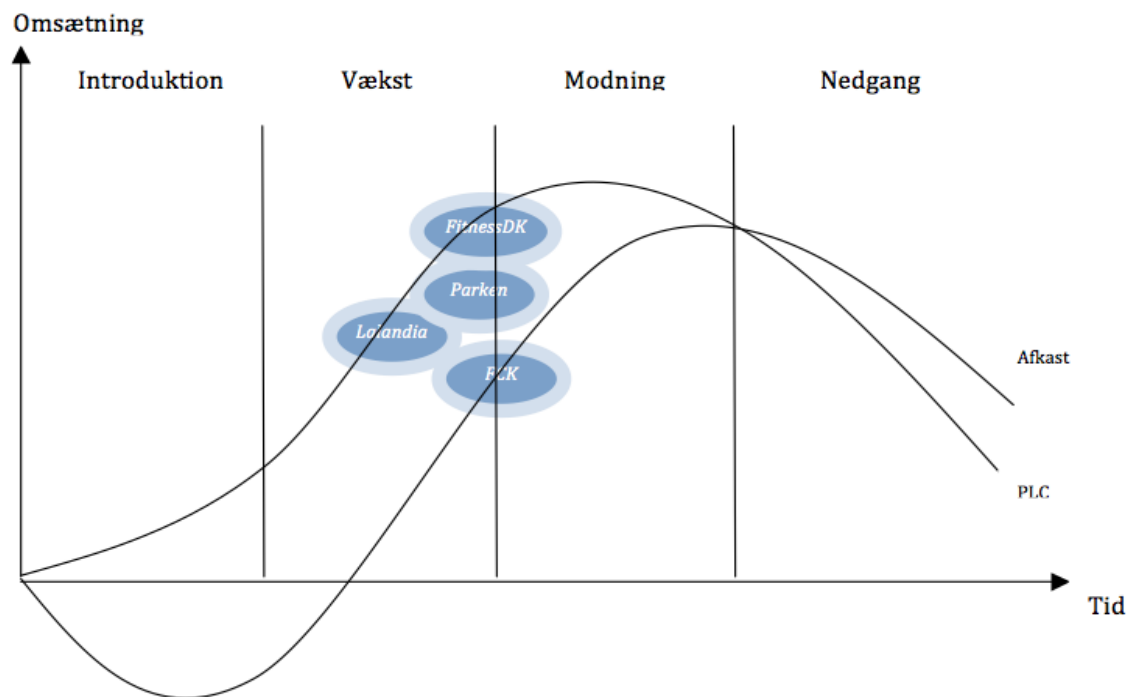
Kilde: Årsrapporter

Tabel 3.5 sammenligner de fire klubber som de sidste 10 år har ligget i Superligaens top 3, og det ses tydeligt, at FCK er den danske klub, der er bedst til at hive penge ind fra sponsorerne.

3.3.5 Produktporteføljen i PSE

I nedenstående figur 3.8 er forsøgt illustreret hvor PSE's forretningsområder befinder sig i den teoretiske livscyklus (introduktion, modning, mætning og nedgang). Dette er nyttig viden, da det viser hvor de enkelte segmenter er på vej hen, og hvad der i fremtiden kan forventes til indtjeningspotentialer i koncernen.

Figur 3.8 – PSEs produktportefølje i et PLC diagram



Kilde: Strategisk regnskabsanalyse (1998), side 49

Lalandia

Lalandia vurderes at ligge midt i vækstfasen på vej mod modning. Dette skyldes primært opførslen af Lalandia Billund, idet Lalandia Rødby isoleret set har eksisteret og opereret så længe, at det ville befinde sig i modningsfasen. De har dog været gode til at udvikle og drive forretningen, og dermed forblevet i vækstfasen. Der er samlet set stadig potentiale for vækst og indtjening i dette segment, i takt med den fortsatte udvikling af området i Billund, som Nordeuropas nye forlystelsesmekka. Den gode placering ved både Billund lufthavn, samt Legoland og Givskud Zoo, samt det øgede forbrug af rejser vurderes at være gavnlige faktorer for indtjeningspotentialet. Derudover har Lalandia været gode til at forny sig løbende og udvikle området, hvilket forlænger forløbet og hindrer nedgang.

Parken/FCK

Denne del af forretningen har over analyseperioden oplevet en pæn fremgang. Parkens omsætning er fra 2005 til 2008 steget med 18%, mens FCK ligeledes har oplevet stigende indtægter fra sponserater, salg af TV-rettighejder, samt merchandise og entré. I 2009 afholdt Parken det hidtil største antal arrangementer, 41, mens det er muligt at afholde knap det dobbelte jævnfør lokalplanen. Det vurderes, at der fortsat er et moderat vækstpotentiale, om end den store konkurrence indenfor underholdningsområdet, og den beskedne forbrugsvekst

sætter sine begrænsninger. Hvad angår FCK, ligger klubben i toppen af ligaen, med endnu en guldmedalje i Superligaen. Ligeledes er der her et moderat vækstpotentiale, men det vurderes, at den fortsatte vækst vil være mere betinget af de sportslige resultater, ikke blot indenlands, men også på Europæisk plan.

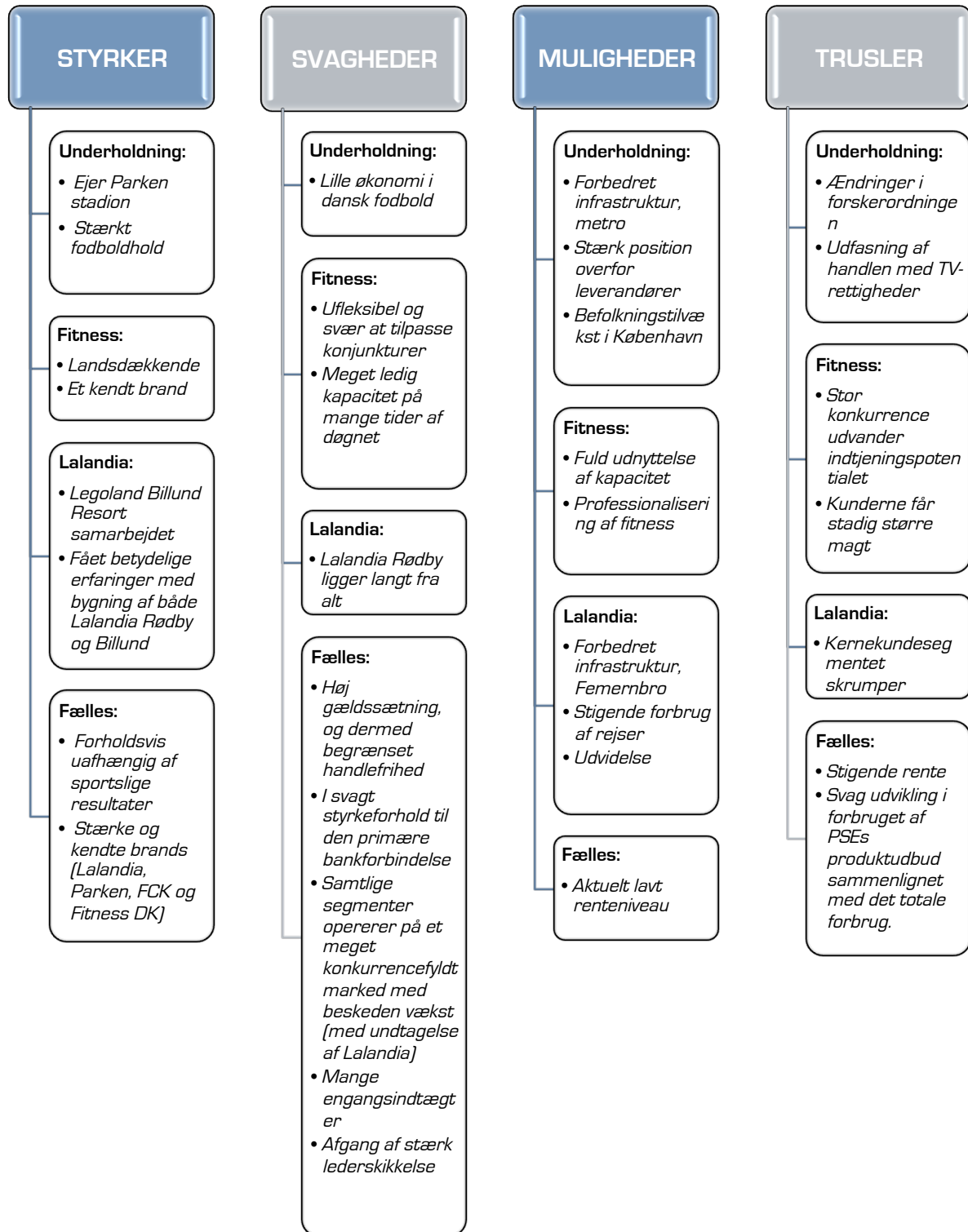
Fitness DK

Kæden er markedsleder, når det kommer til omsætningen, men medlemstilvæksten har været faldende over de sidste par år, hvor særligt Fitness World har kapret en stor del af de potentielle, samt tidligere kunder. Afhængig af markedspotentialet, som i nogle lande ligger helt oppe på 15-16%, mens Danmark i øjeblikket ligger på 10%, vurderes kæden at være tæt på at have nået et modningsstadium. Fitnessbranchen konsoliderer sig for tiden og der ryddes ud i de mindre effektive kæder, og Fitness DK skal tilpasse forretningen de nye markedsvilkår, hvor det ikke længere er muligt at lade kunderne finansiere forretningen ved op til et års forudbetalt abonnement. Det vurderes, at væksten indenfor dette segment er begrænset, dog vil det fortsat være muligt at tjene penge, hvis forretningsmodellen tilpasses.

De tre segmenter Lalandia/Fitness/Underholdning er alle områder der er nået et godt stykke ind i vækstfasen, og nogle befinder sig nær modningsstadiet. For PSE betyder det groft sagt, at de høje vækstrater ikke kan forventes at fortsætte, idet der ikke er nogen ny forretning, som kan drive motoren, som hidtil har været tilfældet. Dog vurderes alle segmenter at have et fortsat potentiale i sig. Spørgsmålet er dog om PSE har finansiell styrke til at investere det nødvendige i alle segmenterne. Det vurderes dog ligeledes, at der er en betydelig uudnyttet kapacitet, hvorfor der er grundlag for vækst ved en bedre udnyttelse af produktionsapparatet.

3.4 Delkonklusion - SWOT

Modellen har til formel at opsummere den strategiske analyses konklusioner, og dermed give en samlet styrkeprofil for PSE, og er altså et sammenkog af de makro- og mikroøkonomiske, samt interne forhold der er gennemgået.



4. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er baseret på de historiske regnskaber, hvorfor den kan bruges til at fortælle noget om hvor vellykket en virksomheds strategi har været i analyseperioden. Derudover kan man observere niveau og trends for de væsentlige value drivers, som er det finansielle udgangspunkt i forbindelse med budgetteringen. Følgende områder dækkes af analysen:

- Vurdering af regnskabskvalitet og korrektioner
- Vurdering af den historiske vækst (**vækstanalyse**)
- Vurdering af den historiske evne til at skabe værdi for aktionærerne (**rentabilitetsanalyse**)
- Etablering af det historiske niveau samt trends for væsentlige value drivers.

Regnskabsanalysens resultater sammenholdes med den strategiske analyse, for at afstemme med forventningerne til fremtidens indtjenings- og vækstpotentiale, og dermed danne grundlag for budgetteringen.

4.1 Vurdering af regnskabskvalitet

Dette afsnit har til formål at foretage en kritisk gennemgang af PSE's årsrapporter, for at sikre at kvaliteten af datagrundlaget er på et tilfredsstillende niveau. PSE's datterselskabers årsregnskaber benyttes ved nøgletalsberegning, for at gøre det muligt at foretage benchmarking med øvrige aktører på de enkelte markeder. PSE's koncernregnskab fungerer som en paraply, der omfatter samt giver detaljerede oplysninger, om alle forretningsområderne. Rapporterne vurderes med udgangspunkt i fem kriterier:

- 1) Motiver for regnskabsmanipulation,
- 2) Kvaliteten af anvendt regnskabspraksis,
- 3) Tilbagevendende versus transitoriske poster,
- 4) Informationsniveauet i regnskabet,
- 5) Identifikation af røde flag

Det overordnede fokus som analytiker og i forbindelse med værdiansættelse af egenkapitalen er at sikre kvaliteten af PSE's overskud, og vurdere hvorvidt der er tale om "normaloverskud", som kan forventes at gentage sig gennem virksomhedens levetid.

En generel gennemgang af årsrapporterne har givet anledning til følgende bemærkninger:

Indledningsvis aflægges regnskabet i overensstemmelse med IFRS, hvilket børsnoterede virksomheder overgik til pr. 1. januar 2005.

Der er en gennemgående kontinuitet uden nogle ændringer i regnskabspraksis, dog er PSE pr. 21. December 2007 overgået til at følge kalenderåret ved aflæggelse af regnskab, hvorfor regnskabet for 2007 dækker perioden 1. Juli 2006 til 31. December 2007.

PSE har haft samme revisor i hele perioden, men årsregnskabet for 2009 har for første gang ikke en blank revisionspåtegning. Den supplerende oplysning vedrører PSEs kapitalforhold. Således er den fortsatte drift betinget af to forhold, henholdsvis den planlagte aktieemission der forventet skal indbringe 500 mio. kr. til nedbringelse af gæld, samt en ny bankaftale der forlænger kortfristede kreditter for cirka 1,2 mia. kr. Sidstnævnte kreditter er betinget af førstnævnte aktieemission. Det var altså af afgørende betydning for PSEs fortsatte eksistens, at emissionen var en succes.

Både direktionen og bestyrelsesformanden har været aflønnet med fast gage, samt præstationsafhængige optionsordninger. Det er usædvanligt, at bestyrelsens aflønning er præstationsafhængig, særligt da der ikke er andre end generalforsamlingen til at føre tilsyn. Det må forventes at visse mål skal nås før tildeling af aktier eller bonus kan tilfalde, hvorfor dette kan påvirke resultatet i ønsket retning.

Bagest i noterne⁴⁰ ses det, at der er indgået en konsulentaftale med nu daværende bestyrelsesformand Flemming Østergaard, hvor han aflønnes som konsulent i forbindelse med opgaver af væsentlig økonomisk betydning for koncernen. Det er ikke nærmere specificeret, men det kunne tænkes at være købet af Fitness DK, samt opførelsen af Lalandia Billund. Aftalen er besynderlig eftersom bestyrelsesformanden i forvejen aflønnes med et pænt bestyrelseshonorar, samt en attraktiv præstationsafhængig ordning. I årsrapporterne for 2007 og 2008 skal man nærlæse på de sidste sider for at bemærke informationen. Samlet har konsulentbistanden kostet PSE knap 18 mio. kr. Derudover er der i 2008 købt aktier fra bestyrelsesmedlemmerne for knap 100 mio. kr. Det noteres dog, at generalforsamlingen har godkendt transaktionerne, men de har næppe været fremhævet under mødet.

⁴⁰ PSE Årsrapport 2009, side 83

Corporate governance anbefalingerne afviges på 11 punkter. Det bemærkes, at der ikke udarbejdes en individuel kompetenceprofil for bestyrelsesmedlemmerne, da det er den samlede bestyrelses kompetenceprofil der er afgørende. Dette kan diskuteres, særligt da det efterfølgende er kommet frem at Flemming Østergaard i formandsrollen var lidt af en diktator. De enkelte bestyrelsesmedlemmer der har givet kvalificeret modspil, har senere grundet uoverensstemmelser forladt bestyrelsen⁴¹. En afklaring af det enkelte medlems egentlige kompetencer havde tvunget bestyrelsen til at reflektere nærmere over den samlede kompetenceprofil. Bestyrelsens vederlag godkendes automatisk ved godkendelse af årsrapporten, dog forlader bestyrelsen fra november 2009 incitamentsordningen.

Sidst er det svært at gennemskue indtjeningen og omkostninger fra de forskellige segmenter, særligt fodbolddelen. FCK har som det eneste store forretningsområde ikke sit eget regnskab, og det er næsten umuligt at udskille relaterede poster fra det samlede koncernregnskab. Der har tydeligvis været flere indtægter af engangskaraktter, blandt andet fra Champions League i 2006/2007, men disse er ikke udskilt, og alle indtægter, med undtagelse af avancen fra salg af aktieposten i Billetlugen A/S, ligger under de fælles poster som alle udgør omsætningen. Dette kan skabe støj når resultaterne fra kernerdriften skal identificeres. Ligeså udgøres 20% af omkostningerne, særligt de senere år, af en uspecificeret post, andre indtægter, hvor ingen nærmere forklaring følger.

Figur 4.1 – Samlet vurdering af regnskabskvalitet

<i>Regnskabskvalitet:</i>	Høj		Lav		
Analyse af regnskabskvaliteten har generelt vist	1	2	3	4	5
Få motiver for regnskabsmanipulation		x			
En høj grad af kvalitet i anvendt regnskabspraksis	x				
En høj grad af tilbagevendende regnskabsposter		x			
Et højt informationsniveau i årsrapporten			x		
Få røde flag i regnskabet			x		
Samlet vurdering	2,2				

Kilde: Petersen & Plenborg (2005)

Alt i alt vurderes regnskabskvaliteten som værende middelhøj. Jeg mener, at årsrapporten giver et indtryk af en koncern i positiv udvikling med fremgang i aktiviteterne. Dog forekommer visse af ovennævnte forhold ejendommelige, ligesom et nærmere kig i noteapparater afslører en knap så fin en udvikling.

⁴¹ Løvekongens storhed og fald, Gyldendahl Business (2010)

4.2 Anvendt regnskabspraksis

Der har som nævnt ikke været nogen ændring af regnskabspraksis, med undtagelse af et skift til regnskabsaflæggelse efter kalenderåret i 2008. Et par enkelte poster, der for PSE's har særlig karakter, har jeg derfor valgt at kommentere på.

Goodwill

PSE har trods en større nedskrivning på 163 mio. en goodwill pr. 31.12.2009 på 288 mio. Der skal ikke længere afskrives på goodwill, men jævnfør IFRS skal der årligt gennemføres en nedskrivningstest.

Kontraktrettigheder (immaterielle aktiver)

Kontraktrettigheder udgør på balancedagen en værdi på 115 mio. og afspejler den værdi FCK's spillere kan sælges til på opgørelsestidspunktet. Kontraktrettighederne optages på balancen til spillernes anskaffelsespris, og amortiseres løbende over kontraktperioden. Det er disse amortiseringer, som i resultatopgørelsen indregnes under posten 'Resultat af transferaktiviteter', sammen med differencen mellem tilgang og fragang. Værdien er dog en svær størrelse, da der ikke er en egentlig markedspris for en spiller, ligesom denne kan udvikle sig i både positiv og negativ retning i kontraktperioden. Derudover er spillere af egen avl ikke repræsenteret, men kun tilkøbte. Posten kan derfor rumme store skjulte værdier, i det egne avlede spillere historisk set har indbragt store milliongevinster, til trods for at deres værdi ikke har optrådt i regnskabet.

4.3 Reformulering af regnskabet

Beregningen af nøgletal er udgangspunktet i regnskabsanalysen, hvorfor det er nødvendigt at opstille regnskabet til analysebrug. Der skal ske en klar opdeling af operationelle og finansielle poster, således at investeret kapital identificeres⁴². Det offentlige regnskab skelner ikke mellem drift og finansiering, hvorfor reformuleringen er nødvendig for at tydeliggøre de væsentlige drivere bag værdiskabelsen. Driften er, under normale omstændigheder, den primære driver til værdiskabelsen, hvorfor denne skal isoleres, mens driftsfinansieringen er væsentlig da denne synliggør virksomhedens gearing. Alle regnskaberne brugt i afhandlingen er reformuleret efter samme principper for at stræbe efter størst mulig sammenlignelighed. Dette afsnit gennemgår kort reformuleringen. Der henvises til bilag 4.1 for koncernvirksomhedernes, samt udvalgte peer group virksomheders hovedtal.

⁴² Reformuleringen sker i overensstemmelse med fremgangsmåden anbefalet af bogen "Regnskabsanalyse for beslutningstagere" side 136-137

Tabel 4.1 – Reformuleret resultatopgørelse

Hovedtal fra resultatopgørelse, PSE	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009
Nettoomsætning	447.038	503.976	994.478	1.597.904	1.752.192
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	93.502	100.567	227.394	208.821	177.885
Resultat af primær drift (EBIT)	72.188	76.225	148.897	138.877	-153.776
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	54.677	54.546	120.056	100.145	-148.901
Finansielle poster netto, før skat	-16.646	-18.540	-40.958	-121.681	-93.064
Finansielle poster netto, efter skat	-12.608	-13.267	-33.025	-87.745	-90.113
Ordinært resultat før skat	55.054	57.685	107.939	46.631	-246.840
Årets resultat	41.699	41.279	87.031	33.626	-239.014

I reformuleringen af resultatopgørelsen er den effektive skattesats anvendt, og analysen tager udgangspunkt i NOPAT.

Der er foretaget en korrektion af tallene for 2006/2007, hvor regnskabsposterne er konverteret fra 18 måneders til 12 måneders tal. Dette er sket ved at dividere den enkelte post med 18 og efterfølgende gange med 12, for at skabe større sammenlignelighed i tallene. Det forudsættes her, at der er sket en jævn udvikling henover året, hvorfor tallene ikke er sæsonkorrigerede.

Tabel 4.2 – Reformuleret balances hovedtal

Hovedtal fra balancen, PSE	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009
Arbejdskapital, netto	-112.488	-162.687	121.366	351.543	-161.922
Gns. Arbejdskapital	-90.990	-137.588	-20.661	266.796	94.810
Nettorentebærende gæld (NRBG)	292.935	444.922	726.818	2.010.591	2.003.678
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	311.043	368.928	585.870	1.550.409	2.007.134
Investeret kapital	840.451	895.457	1.169.857	2.561.807	2.322.133
Gns. Investeret kapital	830.888	867.954	1.032.657	2.158.296	2.441.970
Egenkapital	547.516	450.535	443.039	551.216	318.455
Gns. Egenkapital	519.845	499.026	446.787	607.887	434.836

Den tilsvarende reformulerede balance har generet ovenstående hovedtal.

For PSE er nettoarbejdskapitalen (driftsaktiver fratrukket driftsgæld) udgjort af følgende balanceposter: andre langfristede driftsaktiver, varebeholdninger, tilgodehavender, periodeafgrænsningsposter, driftslikviditet (driftsaktiver) og hensatte forpligtelser og driftsgæld (driftsgæld). Forklaring på klassifikationen følger.

Andre langfristede driftsaktiver udgøres af deposita og udskudt skat. Depositata er ikke nærmere specificeret, men det antages at kunne udgøres af forskellige deponeringer i

forbindelse med spillerhandler⁴³. Udskudt skat relaterer sig til forskydning i skat vedrørende anlægsaktiver.

Da der er behov for driftslikviditet, har jeg ladet 1% af den likvide beholdning stå som driftsaktiv, mens den resterende sum er klassificeret som finansiering⁴⁴.

Hensatte forpligtelser udgøres af husleje- og fraflytningsforpligtelser, samt bonusaftaler med ledelsen. Det er en almindelig antagelse, at posten tidligere har været brugt som en buffer, hvorfra man kunne hente penge til resultatopgørelsen, for dermed at pynte på resultatet⁴⁵. Årsregnskabsloven har dog indsnævret spillerummet betragteligt. I PSE's tilfælde er der også tale om hensatte forpligtelser i juridisk/faktisk forstand, hvilke er resultater af tidligere begivenheder, der sandsynliggør træk på økonomiske ressourcer og hvis beløbsmæssige størrelse kan opgøres pålideligt

Jeg har samlet følgende poster fra passivsiden under navnet 'driftsgæld':

Udskudt skat, deposita, leverandørgæld, selskabsskat og periodeafgrænsningsposter. Leverandørgælden samt periodeafgrænsningsposter udgør hovedparten af driftsgælden. Periodeafgrænsningsposter udgøres af fitnesskontingenter, det vil sige forudbetalinger, som vedrører næste periode, samt forudbetalte lejeindtægter og sponsorater

Nettorentebærende gæld er her gæld til banker og kreditinstitutter fratrukket likvide beholdninger, værdipapirer og andre langfristede finansielle aktiver (lån ydet til tidligere datterselskab Billetlugen A/S samt unoterede værdipapirer og børsnoterede obligationer).

4.4 Rentabilitetsanalyse

Analysen vil tage udgangspunkt i afkastningsgraden, dekomponeret i dels overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed. Gennem common-size analyse ses der nærmere på driverne bag. Formålet er at analysere PSE's forretningsområders evne, til at forrente den investerede kapital.

Som sammenligningsgrundlag har jeg udvalgt en peer group bestående af tolv virksomheder, som alle hver især repræsenterer et eller flere forretningsområder, som ligeså dækkes af PSE. Disse er alle kort præsenteret i kapitel 2 og bilag 2.2. Jeg vil benchmarke PSE koncernselskabernes nøgletal mod disse, for at kunne danne et indtryk af niveauet i de enkelte

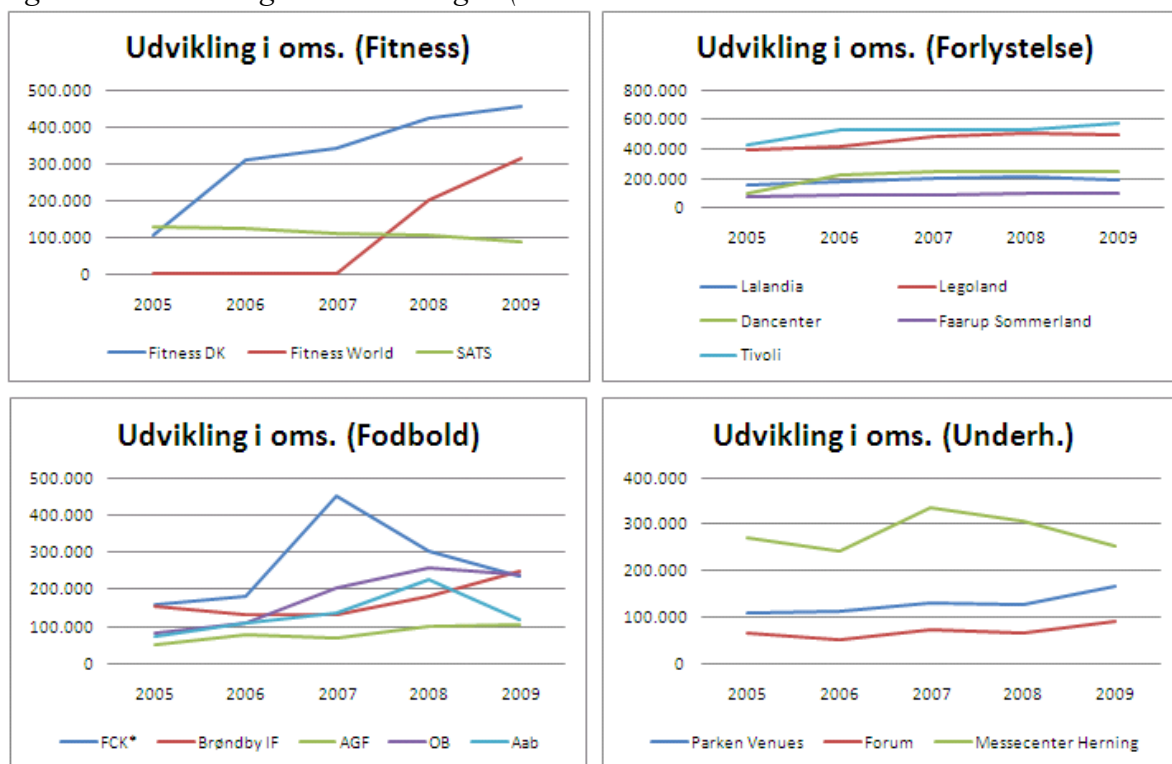
⁴³ For alle transfers af spillere gælder det at 5% af transfersummen (solidaritetsbidraget) skal tilbageholdes af den køvende klub og distribueres pro rata til de klubber, som spilleren har repræsenteret fra det fyldte 12 år til og med sæsonen hvor spilleren fylder 23 år.

⁴⁴ Petersen og Plenborg (2005) side 148

⁴⁵ Petersen og Plenborg (2005) side 510

brancher. Det optimale havde været også at inddrage branchetal, men det har ikke været muligt at opdrive nøgletal for områderne fodbold, fitness og leisure, hvorfor det antages at denne løsning vil give den bedste forudsætning for den efterfølgende budgettering.

Figur 4.2 – Udviklingen i omsætningen (i 1.000 kr)

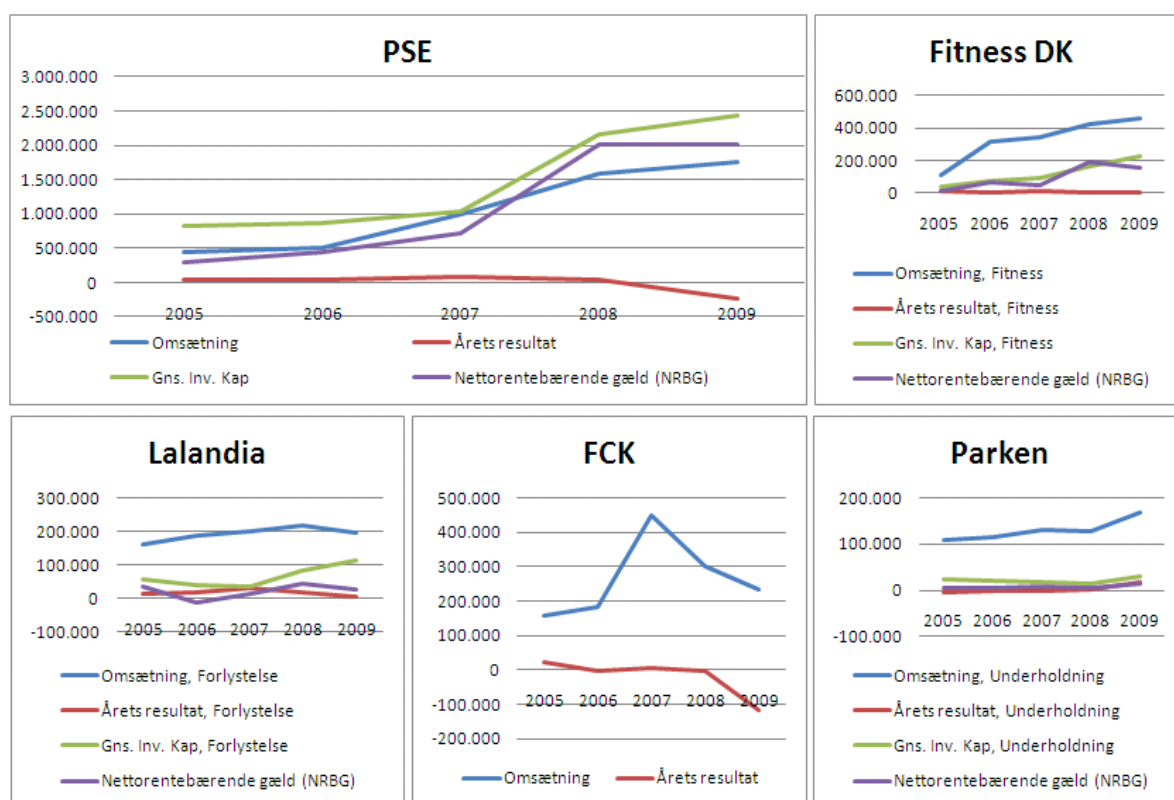


Ovenstående figur 4.2 viser den vækst, der har været over analyseperioden i de fire forretningssegmenter, og det ses, at PSE's selskaber har fulgt godt med og udviklet sig nogenlunde i takt med de respektive brancher. Fodboldsegmentet er farvet af PSE's øvrige aktiviteter, men resultatopgørelsen er forsøgt rensset ved hjælp de øvrige selskabers regnskaber. PSE's strategi har været at opbygge stor kundevolumen gennem attraktive brands og stærke markedspositioner. Synergieffekterne selskaberne i mellem søges opnået gennem blandt andet markedsføring til koncernens eksisterende kunder, så eksempelvis fodboldfans forsøges overtalt til at træne i Fitness DK, tage et weekendophold i Lalandia eller komme tilbage til en koncert i Parken. Tanken har altså været at der er en fællesnævner blandt koncernens kunder, som blandt andet er en aktiv livsstil. Både hvad angår fitness og fodbold ligger Fitness DK og FCK i front, målt på omsætning.

Nedenstående figur 4.3 viser hvor meget, der er investeret i at opnå vækstraterne og hvilket økonomisk resultat, der er kommet ud af væksten. Der henvises til bilag 4.2 for de øvrige virksomheders udvikling. Linjerne i grafen burde optimalt set følges ad. Som det kan ses, har

PSE igennem hele perioden haft en voldsom vækst i omsætningen, som på bare 5 år er steget med knap 300%, fra cirka 400 mio. kr. til 1,7 mia. kr. Den investerede kapital har nogenlunde fulgt samme mønster, hvilket kan kædes sammen med tilkøbet i 2006 af Fitness DK, samt investeringen i udvidelsen af Lalandia til også at omfatte et center i Billund. Dette har, sammen med afholdelsen af Champions League i 2007, løftet omsætningen gevaldigt. I 2008 og 2009 blev der således bogført indtægter alene fra hussalg i Lalandia Billund på henholdsvis 630 mio. og 560 mio. Væksten er ikke smittet af på årets resultat, som har været flad i hele perioden. Dette er bekymrende, særligt da væksten er sket for lånte penge, hvilket ses af den voldsomme stigning i den rentebærende gæld, som i 2009 udgør 87% af den investerede kapital. Ser man individuelt på de fire primære forretningsområder, ses samme mønster. Omsætning og investeret kapital går nogenlunde hånd i hånd, mens en tilsvarende stigning i årets resultat udebliver, med undtagelse af Parken. Det er derfor relevant at kigge på en række nøgletal for at analysere nærmere på udviklingen.

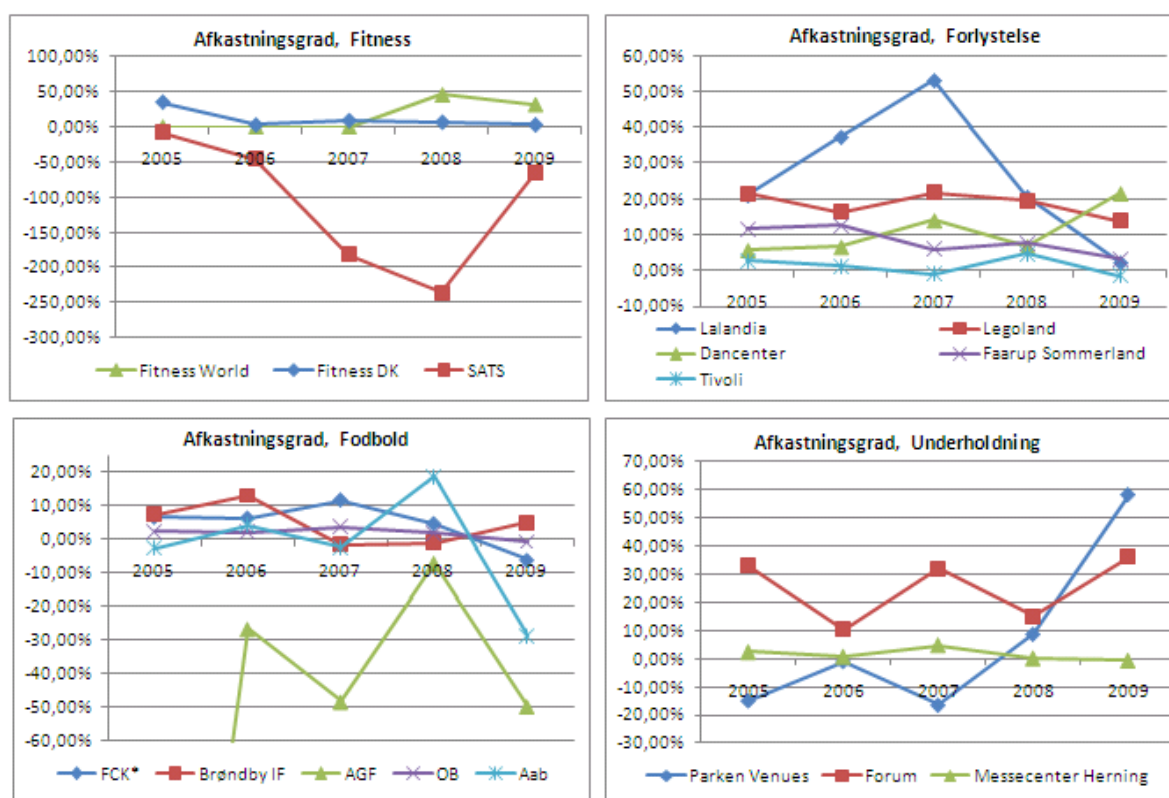
Figur 4.3 – Væksttal (i 1.000 kr.) for PSE og de enkelte forretningsområder



4.4.1 Afkastningsgraden (AG)

Afkastningsgraden er det overordnede rentabilitetsmål for driften, og udtrykker forrentningen af den investerede kapital i procent, og bør sammenlignes med afkast fra alternative investeringer.⁴⁶ Her sammenlignes først med konkurrerende virksomheder på de enkelte delmarkeder, og efterfølgende med den risikofri rente. Beregningen sker med udgangspunkt i gennemsnitstal for den investerede kapital, da det forudsættes at der sker en jævn udvikling i denne henover året.

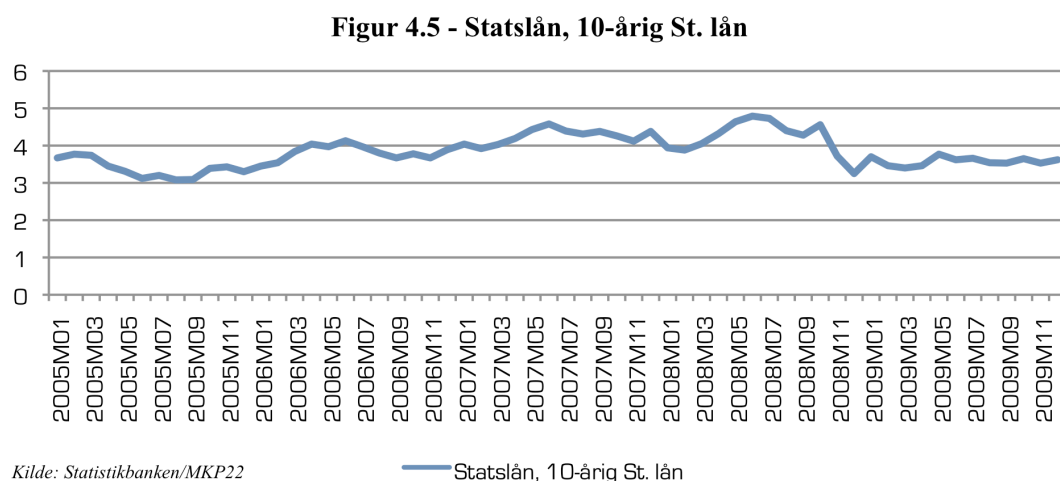
Figur 4.4 – Udviklingen i afkastningsgraden



Ser vi først på fitnesssegmentet har Fitness DK oplevet en faldende AG over hele analyseperioden, hvilket også er gældende for SATS, som dog har rettet en anelse op i sidste regnskabsår. Fitness World angiver ikke sin nettoomsætning de første tre år af perioden, men de sidste to år viser en flot forrentning på op mod 50%. Den svagt faldende tendens må tilskrives ekspansionen og en forøgelse af den investerede kapital. Tendensen er tydelig, og den eneste aktør som performer tilfredsstillende er Fitness World.

⁴⁶ Petersen og Plenborg (2005) side 150

Forlystelsessegmentets udvikling er mere ensartet, og viser samlet set de højeste AG'er. Lalandia har klaret sig flot i hele perioden, men har ligesom de fleste øvrige aktører oplevet et fald det sidste år, hvilket sandsynligvis kan tilskrives følger af finanskrisen, såsom fald i turismen og generel tilbageholdenhed, samt åbningen af Lalandia Billund⁴⁷. Fodbolddelen har næsten over hele linjen forrentet sig negativt, med få undtagelser. Det har desværre ikke været muligt at isolere FCK's tal tilstrækkeligt fra det øvrige koncernregnskab, hvorfor AG er genereret på baggrund PSE som helhed. Sammenlignet med de øvrige fodboldkoncerner, har PSE på trods af sin konglomeratstatus og ønskede uafhængighed af de sportslige resultater, ikke performet markant bedre, hvis man ser bort fra AGF⁴⁸. Dette kunne indikere, at strategien og ønsket om at sprede sig over mange forretningsområder ikke giver mærkbare resultater. Underholdningssegmentet har særligt de sidste år vist en flot fremgang, hvor særligt Parken det sidste år, i modsætning til de forrige, har oplevet en omsætningsvækst på 30%, grundet flere større arrangementer. Dette forventes dog ikke gentaget, men udviklingen er generelt pæn trods dårlige resultater i den første halvdel af perioden.



Figur 4.5 viser den risikofri rente, og det afkast der kunne være opnået ved placering her. Fitness DK har givet et lavere afkast end hvis pengene var sat i statsobligationer, det er til dels også gældende for FCK. Det er tankevækkende hvilke renteindtægter der kunne være opnået, hvis den kapital der har været bundet i selskaberne blot var sat i obligationer.

⁴⁷ Lalandia Billund indgår ikke i analysen, da centeret blot har været åben for offentligheden i knap 1 år. Men det er sandsynligt, at gæster fra den vestlige del af Danmark fremover vil benytte centeret i Billund, ligesom nyhedsværdien vil lokke tidligere Rødbykunder. Derfor må der forventes en forskydning af omsætning vestpå, hvilket der vil blive taget højde for under budgetteringen.

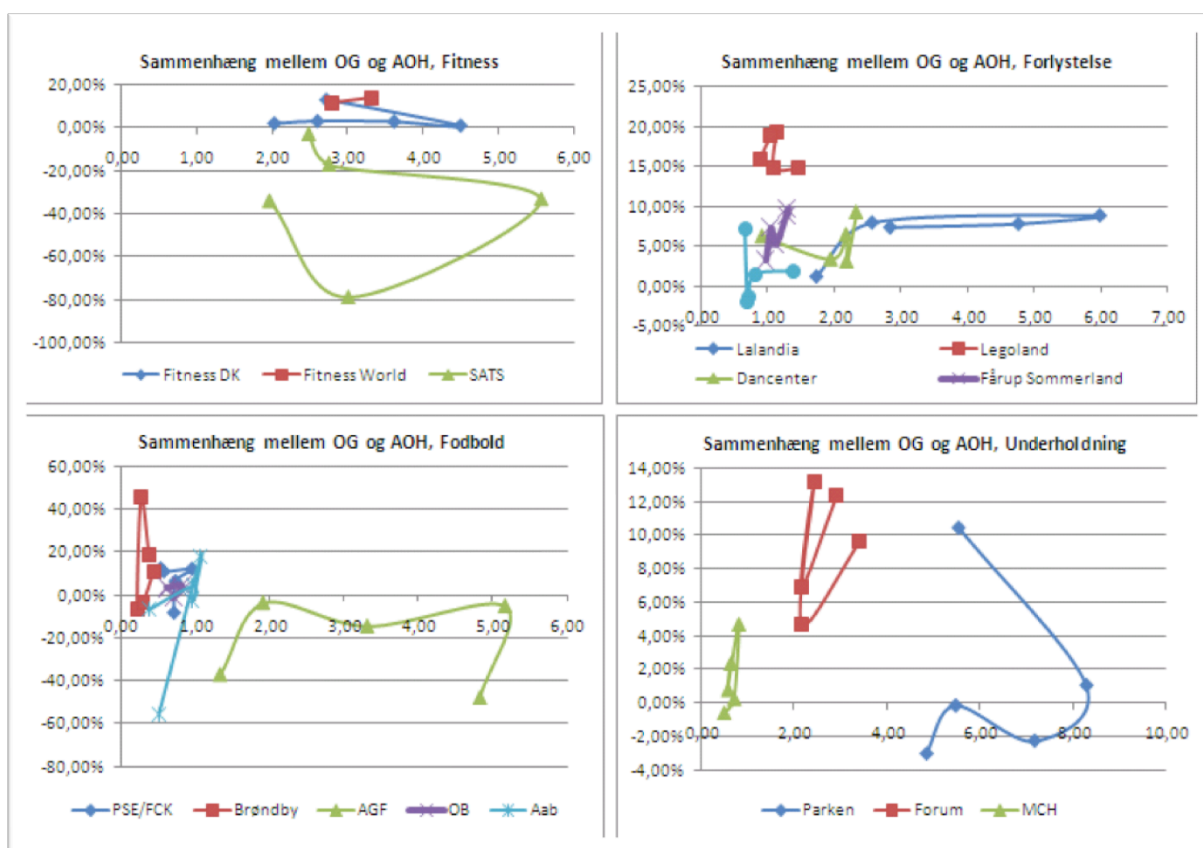
⁴⁸ Kritikere mener, at AGFs dårlige performance er et resultat af, at Århus Elite har haft spredt sig over for mange sportsgrene, og dermed ikke haft nok fokus på de enkelte. Århus Elite har nu ændret strategi og fokuserer på færre områder.

4.4.2 Overskudsgrad (OG) og aktivernes omsætningshastighed (AOH)

I det følgende dekomponeres AG (OGxAOH) i henholdsvis OG, som viser hvor god virksomheden er til at tilpasse omkostningerne til indtægterne og AOH, der viser kapitalbindingen i virksomheden, hvor kapitaltæthed den er og således hvor effektiv den er til at bruge sine aktiver til at skabe omsætning.

Nedenstående figur 4.6 viser en grafisk fremstilling med AOH på x-aksen og OG på y-aksen. Fremstillingen forsøger at vise sammenhængen mellem de enkelte segmenters nøgletal de seneste fem år, og således forklare hvad der driver førnævnte AG'er.

Figur 4.6 – Udviklingen i OG og AOH



Øverste graf fra venstre viser en nogenlunde ensartet AOH mellem 2 og 5 for fitnesssegmentet. Dette er som ventet for en servicevirksomhed, der sjældent har samme kapitalbinding, som eksempelvis forlystelsessegmentet. Derimod er der stor forskel på OG, hvor Fitness DK ligger og roder nede omkring 0, hvilket viser at deres omkostningsniveau er på højde med indtægterne, og der således ikke tjenes penge. Det er dog ikke usædvanligt, at OG er lav når AOH er høj, og omvendt. Dog ser det ikke ud til at Fitness DK har været i stand til at sænke omkostningerne tilstrækkeligt og tilpasse sig markedets nye struktur. Fitness DK

skal altså nedbringe særligt deres driftsomkostninger, for at opnå en tilfredsstillende forrentning. Dette er i særdeleshed vigtigt eftersom de igennem længere tid har sænket priserne.

Forlystelsesdelen viser, at omsætningshastigheden kan antages at ligge mellem 1 og 2, mens overskudsgraden mellem 4 og 10%. Grafen viser, at Lalandia klarer sig fornuftigt, og i en årrække har præsteret at have en for branchen høj AOH, kombineret med en mere gennemsnitlig OG på cirka 7%. Set i forhold til konkurrenterne har Lalandia altså været god til at skabe omsætning, med de aktiver de har haft til rådighed.

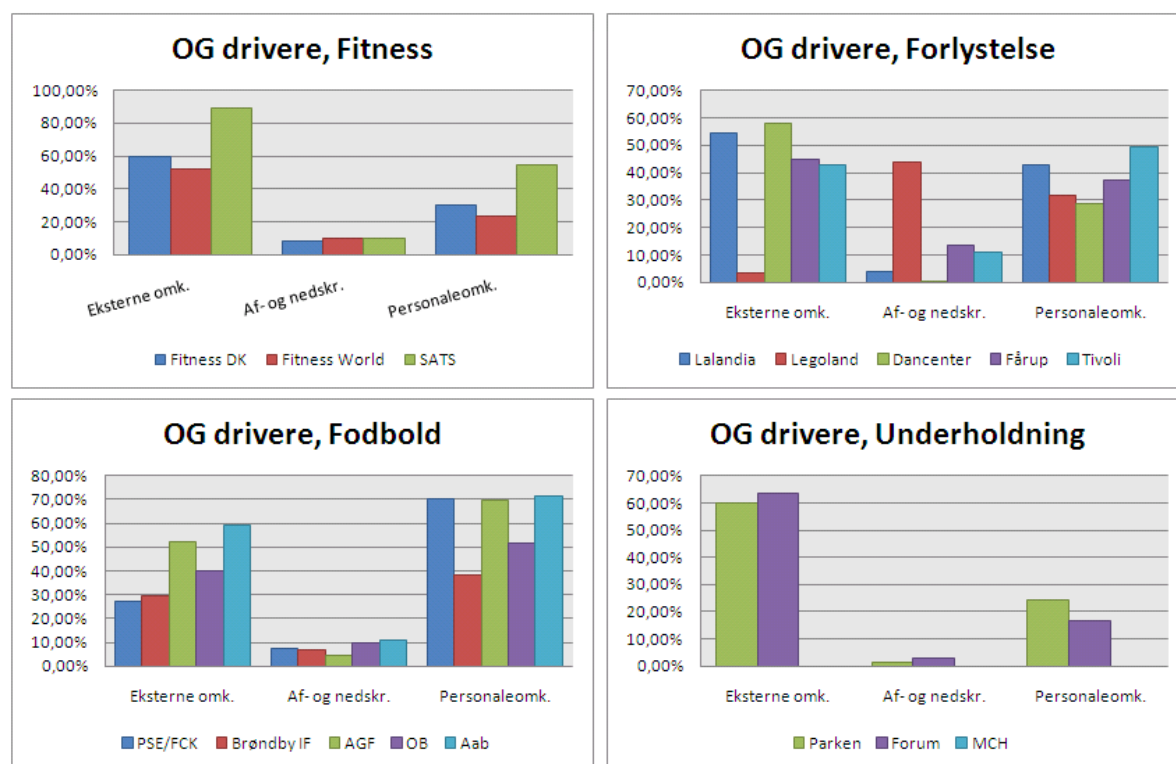
For fodboldsegmentet ligger AOH mellem 0 og 1, mens OG ligeså ligger omkring 0 punktet. Det er svært at skelne mellem klubberne på grafen, men dette vidner blot om en nogenlunde stabil tendens, der viser at det at drive en professionel fodboldklub er en kapitaltung forretning, der hviler på en spinkel forretningsmodel, med begrænset mulighed for at styre indtægterne i forhold til omkostningerne. Samme tendens ses også fra udlandet, hvor store klubber som FC Barcelona og Manchester United optager store lån blot for at klare almindelige driftsudgifter⁴⁹. Resultatet af transferaktiviteter viser også, at FCK ikke har formået at sælge spillere i samme omfang som de har anskaffet.

Underholdningsdelen viser en spredning og det er således sværere at se en tendens her. Parken har sammenlignet med konkurrenterne en høj AOH mod en lav OG, med undtagelse af det sidste regnskabsår. Det er tydeligvis Parkens evne til at udnytte sine aktiver, der er den primære driver, hvorimod omkostningsniveauet over perioden har været for højt sammenlignet med konkurrenterne.

Nedenstående figur 4.7 viser driverne bag OG for 2009 i en common-size analyse, hvor de primære posters andel i forhold til omsætningen fremgår. De eksterne omkostninger er et sammenkog og indeholder blandt andet administrations-, salg- og markedsføringsomkostninger, samt øvrige driftsomkostninger og vareforbrug. I hovedparten af regnskaberne er posterne ikke specificeret, hvorfor det har været nødvendigt at samle posterne under samme hat, for at kunne sammenligne.

⁴⁹ <http://blog.politiken.dk/lunde/2010/08/06/stakkels-michael-laudrup/>

Figur 4.7 – Drivere bag overskudsgraden



For fitnesssegmentet ses det, at Fitness World formår at holde både lavere driftsomkostninger og personaleomkostninger end de øvrige konkurrenter. Dette kan blandt andet skyldes strategiforskelle, hvor Fitness World har ekstrem fokus på at holde omkostningerne nede. Fitness DK har som modsvar forsøgt at køre massiv markedsføring, samt sænke priserne. Over perioden er de eksterne omkostninger steget med 470%, mens omsætningen kun er steget 330%. Centrene ligger typisk på dyrere adresser, ligesom dårlige og uopsigelige lejeaftaler gør det svært at foretage væsentlige ændringer. Dette har ført til et hårdt pres på indtjeningen.

Ser man på forlystelsesdelen udgør Lalandias omkostninger til drift og personale i 2009 en forholdsvis høj andel, sammenlignet med konkurrenterne på markedet. En trendanalyse afslører, at de eksterne omkostninger er steget med 75% over analyseperioden, mens omsætningen kun er steget med 21%⁵⁰. Personaleomkostninger har pænt fulgt omsætningen. En del kan måske forklares med åbningen af Lalandia Billund, hvor man ikke har været i stand til at forudse effekten på antallet af besøgende i Rødby. Dog har tendensen været der alle år, hvor omkostningerne er vokset mere end omsætningen, hvorfor det må skyldes en mere grundlæggende mangel på styring. TV reklamer gennem de sidste år vidner om, at der

⁵⁰ Se bilag 4.4

blandt andet bruges mange penge på markedsføring, da denne kampagneform sammenlignet med andre er kostbar.

For fodbolddelen ses det, at FCK ligger i den lave ende, når det kommer til driftsomkostninger, men på linje med sin ærkerival Brøndby. Personaleomkostningerne vidner om, at fodboldbranchen har store omkostninger hertil, og FCK ligger i den høje ende. Det er en svær balancegang for klubberne, som i højere grad end andre virksomheder er nødt til at betale en høj pris for at få de bedste spillere og dermed muligheden for de bedste sportslige resultater⁵¹.

For underholdningssegmentet ser det nogenlunde ens ud. Det har ikke været muligt at skille Messecenter Hernings omkostninger ad, hvorfor de helt er udeladt af grafen. De eksterne omkostninger tegner sig som den primære driver

I bilag 4.3 analyseres driverne bag AOH kort. Analysen er opgjort som residualet af omsætningshastigheden for driverne, således at det kan ses hvor meget der bindes i de enkelte poster pr. omsætningskrone.

4.4.3 Risiko- og likviditetsanalyse

Høj finansiel gearing sammenholdt med lav soliditetsgrad indikerer høj langsigtet likviditetsrisiko.

I bilag 4.5 kan tabellerne for alle virksomhederne ses. Ser man på PSE's selskaber i de forskellige brancher sammenlignet med konkurrenterne, ser billedet således ud:

Fitness DK har sammenlignet med det to øvrige aktører en meget høj finansiel gearing, samt en lav soliditetsgrad. På sigt er Fitness DK altså væsentlig mere sårbar, og sundhedstilstanden må betragtes som værende usund. Det ses ligeså på rentedækningsgraden som er væsentlig lavere end Fitness World og SATS. Renteomkostninger æder halvdelen af driftsoverskuddet før skat.

Lalandia har i forhold til sine konkurrenter en lav finansiel gearing og en høj soliditetsgrad, ligesom de finansielle indtægter overstiger omkostninger. At dømme herudfra er Lalandia en sund virksomhed med en forholdsvis lav risiko.

⁵¹ En stabil organisation uden for mange udskiftninger i ledelse og trænere er naturligvis også vigtigt. Brøndbys nylige ”nedtur” spås af flere eksperter at skyldes netop dette, da de ligesom FCK har mange dyre spillere på lønningslisten.

FCK's tal er baseret på PSE's , og viser en ekstrem høj gearing og tilsvarende meget lille soliditet, ligesom rentedækningsgraden er negativ. Risikoen er derfor meget høj.

Parken har i forhold til sine konkurrenter en lav gearing og en høj soliditet.

At dømme fra denne korte gennemgang er Lalandia og Parken de to forretningsområder med mindst risiko og i forhold til markedets øvrige konkurrenter må de diagnosticeres som værende sunde virksomheder. Fitness DK er derimod mindre godt stillet, og der er en betydelig risiko ved dette forretningssegment. Analysen af FCK er baseret på PSE's koncerntal, og viser en ekstrem høj risiko. Selskabet lever på bankens nåde.

4.5 Delkonklusion

PSE's erklærede strategi har frem til nu været, at fodboldforretningen skulle kunne klare sig uafhængigt af de sportslige resultater. Derfor har PSE investeret massivt i at udvide forretningen med flere ben, som kunne generere indtjeningen, når FCK ikke gjorde. Regnskabsanalysen har tegnet et billede af de 4 primære forretningsområder og deres individuelle performance på de markeder de hver især opererer på. Særligt Fitness DK befinder sig i en klemt situation. Kæden taber markedsandele og særligt omkostningsniveauet er alt for højt, hvorfor der ikke tjenes penge på en ellers høj omsætning, og dominerende stilling på markedet. Lalandia har klaret sig flot i forhold til sine konkurrenter. Konceptet fungerer og med undtagelse af det sidste regnskabsår, har virksomheden performet over middel. Dog har en stor løbende stigning i driftsomkostningerne og en mindre tilbagegang i omsætningen gjort, at omkostningsniveauet er for højt sammenlignet med branchen. FCK har rent sportsligt klaret sig uden sammenligning, og således vundet Superligaen næsten alle år, ligesom de har deltaget i Champions League med store indtægter til følge. Men dette har også kostet penge, og et forsøg på at rense PSE regnskabet, og isolere FCK for de øvrige datterselskabers tal, viste et årligt tilbagevendende underskud som følge af høje personaleomkostninger og negative transferresultater. Parken har været god til at udnytte kapaciteten og således haft den højeste omsætningshastighed sammenlignet med de konkurrerende aktører. Kombineret med en svingende og primært negativ overskudsgrad, har Parken dog ikke været i stand til at forvandle denne styrke til en fornuftig forrentning, om end de er på rette vej. Samlet set efterlader analysen et billede af en koncern, der har store og markedsledende brands i porteføljen, men alle med en rentabilitet der ikke er på højde med de nærmeste konkurrenter.

5. Budgettering

Formålet med dette kapitel er, at komme frem til et budget for PSE, der afspejler fremtiden så godt som muligt. Der udarbejdes et proformaregnskab, hvis poster skal estimeres en årrække frem, indtil de kan forventes at nå et stabilt niveau. Dette forventes for PSE's vedkommende at ske indenfor en 5-årig periode. Som det fremgik af PLC kurven i afsnit 3.3.5, vurderes det at alle forretningssegmenter befinder sig tæt på et modent marked. Budgetperioden tager højde for dels den vækst, der forventes i det nyopførte Lalandia, samt den begrænsede vækst der forventes på det kommercielle fitnessmarked. Idet PSE's fremtidige strategi er forholdsvis ukendt, baserer budgettet sig på den antagelse, at PSE vil drives under samme forudsætninger som hidtil, det vil sige et konglomerat med fem ben (Fitness, Lalandia, Fodbold, Stadiondrift og Udlejningsejendomme). Business as usual er altså basisscenariet, som værdiansættelsen vil baseres på. Den strategiske analyse danner sammen med regnskabsanalysen grundlaget. Den strategiske analyse bidrager med hvilke udfordringer PSE i fremtiden står overfor, samt hvilke ikke finansielle værdidrivere PSE råder over. Regnskabsanalysen viser, hvordan PSE og datterselskaberne historisk har udviklet sig, hvilket sammenholdt med den strategiske analyse giver nyttig information om, hvor den hidtidige strategi har fejlet, og dermed hvilke håndtag der kan drejes på, når der skal spås om fremtiden.

5.1 Resultatbudget

Formålet er her at nå frem til PSE's omsætning og NOPAT, hvilke er blandt de vigtigste drivere for selskabets værdi. Omsætningen består af mange elementer, som alle afspejler de forskellige forretningssegmenters indtjening. Til budgettet har jeg valgt, at tage udgangspunkt i PSE's resultatopgørelse. PSE's kvartalsårsrapporter for 2010, vil ligesom børsprospektet fra foråret 2010 indgå i budgetovervejelserne, da der her gives væsentlige indikatorer for fremtidige forventninger. Der henvises til bilag 5.1 for de samlede budgetforudsætninger, samt bilag 5.2 for det endelige resultatbudget.

5.1.1 Nettoomsætning

Entré-, TV og præmieindtægter

Indtægterne er drevet af hvordan FCK klarer sig på grønsværen. FCK er landets førende boldklub, med en trofast fanskare der er blandt de største i Skandinavien. Dette medfører også et stort fremmøde ved kampene i Parken. PSE budgetterer ikke selv med præmieindtægter, men FCK har historisk klaret sig flot i Superligaen, hvorfor holdet forventes at vinde tre gange inden for en 5-årig periode. De øvrige år vil holdet ligge i top tre, samt kvalificere sig til UEFA Cup. Jævnfør børsmeddelelse har FCK den 25/08-2010 kvalificeret sig til Champions League. Dette forventes at bidrage positivt til resultatet for 2010 med mellem 80 og 100 mio. kr. i form præmieindtægter, entrance fee, TV transmissioner, men også sponsorater og entréindtægter (der har været kæmpe efterspørgsel, og der er helt udsolgt til kampene). Derfor forventes der en stigning på 95% i forhold til 2009. I 2011 vil posten falde 44%, mens 2012, 2013 og 2014 forventes at stige 5%, for i terminalåret at stige med 3%. Der kunne godt spekuleres i mulige udfald i forbindelse med deltagelse i Champions League, men det vurderes at dette vil skabe for meget støj, og i sidste ende overvurdere værdien, som følge af usikkerheden. Derfor forudsættes en mere moderat og konservativ vækst for fodboldsegmentet.

Samarbejdspartnere

Posten dækker over sponsorater til FCK, og udgør en helt væsentlig del af omsætningen for fodbolddelen. Der er indgået store sponsoraftaler, af flere års varighed, med blandt andet den mangeårige hovedsponsor Carlsberg, samt det italienske tøjmærke Kappa. For 2010 forventes et fald på 15% efter den tumult der har været omkring PSE, den generelle tilbageholdenhed på markedet, samt ophør af forretningsområdet FCK Håndbold. Derudover må Flemming Østergaards afgang også forventes at trække lidt på den konto, da han har været en effektiv galionsfigur og ambassadør, der har formået at trække penge ud af erhvervslivet. At der ikke forventes større tilbagegang skyldes at FCK har kvalificeret sig til Champions League, hvilket forventes at skæppe lidt i kassen. Allerede i 2011 forventes dog en stigning på 3%. FCK har historisk set været gode til at hive sponsorkroner hjem, og som følge af de sportslige præstationer forventes der herefter en årlig stigning på 8% frem til 2015, hvorefter væksten forventes at udgøre 3%.

Udlejning af stadion

Posten relaterer sig til Parken og udlejningen af stadion til fodboldkampe, koncerter, sportsarrangementer m.v. Historisk har der ikke været den store vækst i posten. Der er indgået flere kontrakter, herunder med DBU, som sikrer at landsholdets kvalifikationskampe og større venskabskampe spilles i Parken, ligesom alle FCK's hjemmekampe foregår i Parken. Derudover er der faste tilbagevendende succesfulde arrangementer som TV2s Mini Zulu Rocks og Bavarian Rock, samt indtil flere store årlige koncerter. En generel befolkningstilvækst i København på op mod 25.000 indbyggere over de næste par år, må også sammen med forbedret infrastruktur, forventes at øge grundlaget for arrangementer en smule. År 2009 var et rekordår med særligt mange arrangementer, hvilket ikke forventes gentaget i 2010. Derfor forventes en tilbagegang på 20% i forhold til 2009 på trods af Champions League⁵². Herefter forventes Parken igen at kunne øge omsætningen ved bedre udnyttelse af kapaciteten til blandt andet mindre arrangementer, hvorfor en stigning på 5% frem til terminalåret forventes.

Udlejning af investeringsejendomme

Posten fylder pt. meget lidt i den samlede omsætning (se afsnit 2.3 figur 2.1). I 2009 anslås cirka 25% af arealerne at være udlejet⁵³, hvilket gav en indtægt på knap 13 mio. PSE lejer selv 12% af arealerne, hvilket giver en potentiel lejeindtægt ved fuld udnyttelse på cirka 46 mio. kr. årligt. PSE har udvidet kontorarealerne betydeligt i forbindelse med opførelsen af Superbest tribunen, uden at have nye lejere til arealerne, hvilket har øget tomgangsprocenten til 63. Historisk har der i analyseperioden været en tomgangsprocent på cirka 6-8. Grundet situationen på markedet, det store udbud af erhvervslejemål, og dertil opsagte lejemål i Parken, forventes lejeindtægterne for kontortårnene først at nå et normalt leje i 2015, hvor der således budgetteres med en tomgangsprocent på 8. En gradvis stigning indregnes over budgetperioden.

Provisioner og billetgebyrer

PSE's indtægter fra blandt andet sommerhusudlejning ved Lalandia, men også Parkens indtægter fra koncerter m.v. PSE råder nu sammenlagt over næsten 1.500 sommerhuse og 9.000 sengepladser i Billund og Rødby. Dette giver en kapacitet på cirka 3,2 mio. overnatninger årligt. I 2009 rundede Lalandia 1 mio. overnatninger, og forventningen til 2010

⁵² Champions League provenuet er indregnet under posten "Entré, TV og præmieindtægter"

⁵³ Prospekt til fortegningsemission 2010 side 41

hvor Lalandia Billund er fuld funktionsdygtigt, er endnu højere. Derudover har en massiv markedsføringskampagne i Norge og Sverige, sammen med Legoland, øget antallet af besøgende herfra med henholdsvis 31 og 53% i forhold til sidste år⁵⁴. Dette sammenholdt med en generel stigning i forbruget af rejser gør, at der for 2010 forventes en fremgang på 15% i forhold til 2009 og for 2011 en fremgang på 20%. Herefter forventes det at stabilisere sig, i det alle huse er taget i brug, og begge centre har tilpasset sig markedet og målrettet markedsføringen, hvorfor væksten for 2012 og 2013 vil være 10%, mens den for 2014 vil falde til 8% og i terminalåret til 3%. For billetindtægterne forventes andelen, at bevæge sig i takt med udlejningen af stadion. 1/4 af posten forventes at stamme fra Parken, mens 3/4 fra Lalandia.

F&B og konferencecenter m.v.

Posten er primært relateret til Lalandia og indtægterne fra restauranter og andre aktiviteter i centrene. De fleste vil benytte sig af mulighederne for at spise ude, når de er på ferie, så selvom husene giver mulighed for at lave mad selv, forventes en nogenlunde lineær sammenhæng mellem antallet af overnatninger og benyttelsen af Lalandias udbud af restauranter og aktiviteter. Derudover indeholder posten konferencefaciliteterne hos Parken, som dog udgør en meget lille del. Her forventes en mindre tilbagegang i forhold til 2009, mens niveauet herefter forventes at stabilisere sig.

Merchandise

Salg af FCK merchandise forventes at hænge sammen med dels de sportslige resultater, men også med antallet af besøgende ved FCK's kampe. Historisk set har niveauet været nogenlunde konstant, mens der ses en stigning under Champions League. For 2010 forventes en stigning på 5% som følge af indtræden i Champions Leagues 3. kvalifikationsrunde, mens niveauet fastholdes i 2011 og 2012. For 2013, 2014 og terminalåret budgetteres med en stigning i takt med den almindelige prisudvikling på 3%.

Medlemskontingenter

Posten dækker over Fitness DK's medlemskontingenter, som primært udgør omsætningen for dette forretningsområde. Den historiske vækst har i perioden været høj, og Fitness DK omsætter for tæt på en halv mia. kr. årligt. Fitness DK har dog i modsætning til Fitness World

⁵⁴ <http://www.dr.dk/Regioner/Trekanten/Nyheder/Billund/2010/08/13/082627.htm®ional>

måtte indstille ekspansionen, og et enkelt center er lukket, ligesom en ny prisstruktur har sænket priserne. Det forventes derfor at indtægterne vil falde med 15% i 2010. I 2011 forventes yderligere et fald på 6% som følge af konkurrencen på markedet fra blandt andre Fitness World og mindre lokale fitnesscentre, samt en tiltagende mætning. Fra 2012 forventes Fitness DK at have stabiliseret sig og niveauet fra 2011 fastholdes. Markedstilpasning og øget fokus på egen profil og bedre kapacitetsudnyttelse vil i 2013, 2014 og fremover resultere i en beskeden vækst på 3%.

Salg af feriehuse

Stammer fra salget af feriehuse ved Lalandia i Billund, og er ikke tilbagevendende. I 2010 leveres de sidste 28 huse i Lalandia Billund, hvilket giver et forventet provenu på 53 mio. kr. PSE har dog offentliggjort, at de vil opføre yderligere 50 huse ved Lalandia Billund, som vil være klar til næste år. Dette kan forventes at indbringe et provenu omkring 95 mio. kr. i regnskabsåret 2011. Herefter forventes der ikke yderligere indtægter fra dette segment.

Andre indtægter

Posten dækker blandt andet over de små forretningsområder i koncernen, og efter frasalg af områder som E-billetter, FCK Håndbold og Global Goal, forventes den gennemsnitlige vækst fra analyseperioden ikke at kunne opretholdes. Der må forventes et fald på 60% i 2010. Herefter forventes lidt konservativt en årlig vækst på 3-4%.

5.1.2 Omkostninger

Samme fremgangsmåde, som ved estimat af nettoomsætningen, vil anvendes her. Dog er detaljeringsgraden lavere, idet det ikke er muligt at henføre omkostninger til de enkelte forretningsområder i samme grad, som det var tilfældet med nettoomsætningen. Derfor er omkostninger gjort afhængige af omsætningen. Regnskabsanalysen afslørede, at stort set alle forretningsområder var for omkostningstunge. PSE har i børsprospektet og første kvartalsrapport tilkendegivet at der skal skæres ned for at få en rentabel forretning ud i den anden ende, hvilket vil forsøges indarbejdet her. Personaleomkostninger vil estimeres som en samlet post, da denne ikke er yderligere specificeret.

Driftsomkostninger ejendomme

Posten dækker over driftsomkostninger til den samlede portefølje af ejendomme i koncernen, herunder omkostninger til vand, varme, vedligeholdelse etc. til de udlejede arealer. Det

forventes ikke at PSE vil erhverve sig yderligere ejendomsarealer. Omkostningerne til tomgang forventes at være faldende frem til 2015. Lokalerne vurderes at have en attraktiv beliggenhed, hvorfor de vil lejes ud i takt med almindelig fremgang på markedet. Dette vil føre til et stødt fald i omkostningerne frem til 2015, hvorefter de forventes at udgøre cirka 14% af omsætningen.

Kamp- og spilleromkostninger

Posten forventes at stige nogenlunde proportionalt med FCK's succes. Historisk har posten gennemsnitligt udgjort cirka 1,5% af omsætningen hvilket også forventes i budgetperioden.

Administrationsomkostninger og salg og markedsføringsomkostninger

På disse konti forventes en effektivisering og særligt en udnyttelse af de synergier, der efterhånden bør være opstået mellem koncernens forretningsområder, herunder de to Lalandia centre som forventes, at kunne køre på helt samme platform både hvad angår administration og markedsføring. For 2010 forventes ikke nogen synlig besparelse, men en stigning som følge af Lalandia Billunds drift og positionering. Herefter forventes et stødt fald fra 2010 og frem til 2015. Fra henholdsvis 4,4% til 3,8% af omsætningen for markedsføringsomkostninger og fra 5,3% til 4,6% af omsætningen for administrationsomkostninger.

Vareforbrug

Vareforbruget til feriehusene estimeres ud fra den historiske profitmargin der har været. I 2008 og 2009 udgjorde omkostningerne hertil cirka 75% af omsætningen. Vareforbruget til merchandise og øvrigt varesalg følger udviklingen i omsætningen for disse grupper med henholdsvis 0,7% og 3,4% af omsætningen, hvilket også har været det tæt på det historiske niveau.

Andre omkostninger

Omkostninger som vedrører alle andre end ovennævnte områder. Grundet den manglende information vurderes posten at følge det historiske niveau og forventes fast at udgøre 6,5% af omsætningen.

Personaleomkostninger

Der er varslet nedskæringer af cirka 115 fuldtidsstillinger i koncernen, svarende til 12%, frem til første halvår 2010. Disse stillinger forventes alle nedlagt medio 2010, hvorfor der rundt regnet for dette år budgetteres med en nedgang i omkostninger til personale på 6%. For 2011 forventes ligeså en nedgang på 6%. Fra 2012 og fremover forventes det at personaleomkostningerne fast vil udgøre 31,5% af omsætningen. Gennemsnitligt har de historisk ligget på cirka 34%.

Af- og nedskrivninger

Historisk har de udgjort cirka 3% af de samlede immaterielle og materielle aktiver, hvorfor de også for den kommende periode forventes at udgøre samme andel.

Lånerenten

Renten er et produkt af de nettofinansielle poster, og afhænger altså både af PSE's indtægter og udgifter. Den historiske gennemsnitlige rente har været på 4,7%. Med tanke på det særligt lave renteniveau er der forventninger om at renten i fremtiden vil være svagt stigende. Hvornår dette indtræffer, er svært at gisne om, da renten er stærkt afhængig af den internationale økonomis udvikling. En analyse fra finanshuset Demetra mener, at renten først når bunden i 2011, mens at der de næste 4-5 år vil være et lavt renteniveau, som følge af staternes redningspakker, og dermed kunstigt oppustede økonomier⁵⁵. Der budgetteres derfor fortsat med en lånerente på 4,75% frem til 2015, hvorefter niveauet forventes at stige til 5,25%.

Skat

Den gennemsnitlige skattesats har for analyseperioden været knap 25%. Der luftes i øjeblikket, blandt folketingets medlemmer, om selskabsskatten skal sænkes til 20%, men der er dels ingen garantier, og heller ingen enighed herom. Oppositionen hilser ikke forslaget velkommen, og afhængig af udfaldet ved næste valg, er det således ikke noget der er valgt at tage i betragtning. Det historiske niveau forventes også at indikere det fremtidige.

⁵⁵ <http://www.demetra.dk/media/3896/2009%2009%20Konjunkturvarsling%20og%20Metalforecast.pdf>

Resultat af transferaktivitet

Posten er svær at estimere, og det kan diskuteres om den overhovedet bør medtages som en del af ”core” driftsoverskuddet. Dog er det en helt central del af FCK’s forretning, hvorfor det vurderes at den, ligesom det er tilfældet for analyseperioden, også for fremtiden vil optræde som en helt elementær bestanddel af PSE’s indtjeningsgrundlag. Over hele analyseperioden har den været negativ og støt stigende i negativ retning. PSE forklarer det med, at markedet for handel med spillerrettigheder har været trægt over de sidste år, og der er ikke noget umiddelbart overblik over bedringer på området. Derfor budgetteres der med et negativt resultat på cirka 40 mio. kr. årligt. Dette har været det gennemsnitlige beløb i analyseperioden, hvilket også vurderes som værende retningsgivende for den fremtidige periode.

5.2 Balancen

Posterne i balancen er gjort afhængige af udviklingen omsætningen. Det forudsættes altså, at posterne alle vil udvikle sig i takt med omsætningen, med undtagelse af materielle aktiver. Der henvises til bilag 5.1 og 5.3 for budgetforudsætninger og endeligt balancebudget.

Immaterielle aktiver

Primært bestående af goodwill og kontraktrettigheder. Goodwill er svær at spå om, men det forventes en den holdes nogenlunde stabil, men at mindre nedskrivninger for blandt andet Fitness DK er sandsynlige. Derimod forventes en stigning i kontraktrettigheder, da denne historisk set har været stigende, og værdien af fodboldspillere generelt har været hurtigere voksende end samfundsøkonomien⁵⁶. Dette forventes at smitte af på kontraktrettigheder. Samlet set vurderes de immaterielle aktiver at udgøre 30% af omsætningen i 2010 og 2011, mens de vil falde til 29% i 2012 og 2013 og til 28% i 2014 og terminalåret.

Materielle aktiver

Det skønnes at PSE over de kommende år vil bestræbe sig på at udnytte potentialet bedre i den aktivmasse de har. Derudover forventes der ikke større investeringer over de kommende år, men blot investeringer der skal understøtte driften. Det vurderes på baggrund heraf, at de materielle aktivers andel vil falde støt i budgetperioden. Det er dog muligt, at PSE i løbet af perioden vil påbegynde arbejdet med multihallen. De har bedt Københavns kommune om

⁵⁶ http://www.deloitte.com/view/da_DK/presserum/pressemeddelelser/d42997b813619210VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm

forlænget frist til at udnytte arealet, og denne løber frem til 2013⁵⁷. Med den hidtidige historik i mente (de første tanker om en multiarena så dagens lys i 1999), og PSE's aktuelle situation vurderes det dog ikke at arbejdet igangsættes foreløbigt. Grunde og bygninger vil derfor gennemsnitligt falde med den årlige afskrivning, mens driftsmidler og inventar vil følge prisudviklingen. Først i terminalåret forventes investeringsniveauet at stige og fast udgøre 136% af omsætningen.

Andre langfristede aktiver

Historisk har de udgjort cirka 1,5% af omsætningen, hvilket de også forventes at gøre fremover. Dog indeholder posten et lån til Billetlugen A/S som forfalder til betaling i 2015, hvorfor de her forventes falder til 1,2% af omsætningen i terminalåret og frem.

Varebeholdninger

2/3 af posten varebeholdninger omfatter kostprisen for feriehuse samt byggeretter ved Lalandia i Billund. De sidste 28 huse overdrages i 2010, mens der igangsættes bygning af yderligere 50. De sidste huse forventes overdraget i 2011. Den sidste 1/3 af posten udgøres af øvrige handelsvarer, der forventes at udvikle sig i takt med omsætningen. Før Lalandia Billund byggeriet udgjorde posten cirka 3,5% af omsætningen, mens den i byggeårene har udgjort cirka 20%. Det forventes at varebeholdninger for 2010 og fremadrettet igen vil udgøre 3,5%.

Tilgodehavender

Tilgodehavender udgøres for 1/3 vedkommende præmie og TV penge i forbindelse med FCK, og 2/3 fra varesalg. Historisk har posten gennemsnitligt udgjort 16%, men har svinget voldsomt over analyseperioden. I 2009 udgjorde tilgodehavender blot 5% af omsætningen, mod knap 30% i 2005. Det må forventes at PSE også fremover vil føre en strammere kreditpolitik, som også har været normen gennem de sidste par år. Ser man på de øvrige sammenligningsvirksomheder, spænder deres tilgodehavenders andel lige fra 2% hos Fitness World til 60% hos Brøndby. Det forventes at PSEs tilgodehavender fremover vil udgøre 10% af omsætningen.

⁵⁷ <http://www.business.dk/sport-underholdning/parken-vil-drive-arena-i-oerestad>

Driftsgæld

Driftsgælden dækker over udskudt skat, deposita, leverandører, selskabsskat og periodeafgrænsningsposter. Den har udviklet sig negativt, hvilket betyder at PSE har fået ringere vilkår hos blandt andet leverandører, hvorfor driftsgælden har udgjort en faldende del af omsætningen. Det forventes at PSE over budgetperioden kan forbedre sine vilkår gennem øget fokus herpå, og derfor forventes driftsgælden at stabilisere sig på 24% af omsætningen.

Rentebærende gæld

Det skønnes at PSE over de næste år vil bestræbe sig på at nedbringe gældsbyrden betydeligt, fra det nuværende niveau på knap 90% af den investerede kapital, til et niveau på omkring 60% i 2015 og frem. Cirka 420 mio. kr. fra aktieemissionen er brugt til at nedbringe den kortfristede gæld. Derudover oplyses det i delrapporten for 2010, at der er truffet aftale med Nordea om fra 2. halvår 2010 at klassificere 1,3 mia. kr. som langfristet gæld, hvilket giver gældsnedbringelsen en længere horisont.

5.3 Pengestrømsopgørelse

Udledes af resultatopgørelsen og balancen, og har til formål at estimere PSEs frie cash flow. Opgjort som NOPAT tillagt afskrivninger, ændringen i nettoarbejdskapital og anlægsinvesteringer.

PSE PENGESTRØMSOPGØRELSE	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	35.516	61.307	104.120	149.634	175.977	193.639
+ Afskrivninger	77.492	77.670	77.260	77.505	78.149	80.494
Δ nettoarbejdskapital	-23.003	5.138	-1.975	10.145	9.501	4.852
Δ Anlægsinvesteringer	-15.052	-83.242	-64.447	-85.175	-98.263	-153.758
Frit Cash Flow til långivere og ejere (FCF)	74.953	60.874	114.958	152.109	165.364	125.226

5.4 Budgetkontrol

For at kontrollere realismen i budgettet, er i tabel 5.1 sammenfattet væsentlige drivere, hvor det historiske niveau sammenholdes med budgetterede niveau. Som det kan ses forventes niveauet ikke at nærme sig de historiske tal. Omsætningen vil falde en del, da de tidligere års vækst skyldes salg af feriehuse tilknyttet Lalandia, samt tilkøb af Fitness DK og store præmieindtægter i forbindelse med Champions League. Fremover forventes en mere beskeden organisk vækst. Over budgetperioden forventes en betydelig forbedring af EBITDA-margin, idet væsentlige besparelser, og en større fokus på at tjene penge på driften, forudsættes at være højt prioriteret. Af samme årsag forventes der heller ikke nogen nævneværdig udvikling i den investerede kapital, da PSE forventes at optimere udnyttelsen

sin allerede eksisterende aktivmasse væsentligt. Først fra terminalåret forventes en vækst svarende til udviklingen i omsætningen.

Tabel 5.1

Budgetkontrol	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Omsætning (i 1.000 kr.)	447,038	503.976	994,478	1.597.904	1.752.192	1.270.986	1.317.998	1.299.931	1.392.748	1.479.678	1.524.069
Omsætningsvækst	20,85%	12,74%	97,33%	7,12%	9,66%	-27,46%	3,70%	-1,37%	7,14%	6,24%	3,00%
EBITDA-margin	20,92%	19,95%	22,87%	13,07%	10,15%	10,18%	12,46%	16,98%	20,24%	21,49%	22,57%
Investeret kapital	840.451	895.457	1.169.857	2.561.807	2.322.133	2.282.696	2.283.130	2.272.291	2.269.816	2.280.429	2.348.842
AG	6,58%	6,28%	11,63%	4,64%	-6,50%	1,54%	2,69%	4,57%	6,59%	7,73%	8,37%
OG	12,23%	10,82%	12,07%	6,27%	-9,05%	2,79%	4,65%	8,01%	10,74%	11,89%	12,71%
1/AOH	1,86	1,72	1,04	1,35	1,39	1,81	1,73	1,75	1,63	1,54	1,52

6. Værdiansættelse

Kapitlet har til formål at komme med et, ud fra de foregående kapitlers forudsætninger, realistisk bud på PSE aktiens værdi pr. 01/09-2010.

6.1 Valg af værdiansættelsesmodeller

Under hensyntagen til de i afsnit 1.6.1 nævnte forhold vælges der her at anvende seks forskellige modeller til værdiansættelse - to kapitalværdibaserede og fire relative. Dette skyldes at hver model kan give forskellige værdier, hvorfor den endelige værdi vil findes i et interval, som dækkes af nedenstående modeller. Kravene til en god model er dels at den giver et præcist estimat for selskabets værdi, og at forudsætningerne er realistiske. Derudover skal den være brugervenlig, og data skal være til at fremskaffe, ligesom det output der kommer ud af modellen skal være til at forstå. Det blev overvejet hvorvidt der var behov for en værdiansættelse ved hjælp af likvidationsmetoden, de aktuelle forhold taget i betragtning. Dog sandsynliggjorde den succesfulde aktieemission i foråret, Nordeas (hovedbanken) efterfølgende opbakning, samt FCK's kvalifikation til Champions League, at PSE ville stå igennem stormen.

6.1.1 Kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller

DCF

$$EV_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

Modellen er universal, og har nogle åbenlyse svagheder som er diskuteret i afsnit 1.6.1. Modellen er valgt da den i dette tilfælde er fundet god og præcis, på baggrund af de data som afhandlingen har estimeret. Det har på baggrund af analysearbejdet været muligt at forecaste og lægge et budget for PSE, der dækker over de udfordringer som virksomheden står overfor. Med disse forudsætninger vurderes det at DCF modellen i modsætning til andre typer af værdiansættelsesmetoder, vil komme tættere på en fair værdi af PSE's egenkapital.

EVA

$$EV_0 = kap_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC_t - WACC) \cdot kap_{t-1}}{(1+WACC)^t}$$

Samme argumentation som ved valg af DCF modellen gælder her. Modellerne giver teoretisk set den samme estimerede værdi, men som en kontrol har afhandlingen fundet det relevant

ikke blot at nøjes med en enkelt model. EVA har den fordel at den bygger på regnskabsmæssige begreber og en større del af værdien bygger på den i forvejen fastlagte værdi af egenkapitalen (den investerede kapital). Den vil altså, som nævnt i afsnit 1.6.1, være mindre følsom end DCF modellen, overfor simple antagelser.

6.1.2 Relative værdiansættelsesmodeller⁵⁸

I praksis er brugen af multipler stor, da denne metode er hurtig og nem. Der er dog også stor usikkerhed behæftet brugen, og mange forhold omkring den enkelte virksomhed kan påvirke størrelsen af den enkelte multipel. Der er ikke lavet budget for peer group, hvorfor det forudsættes at det senest realiserede resultat er en god indikator for den fremtidige indtjening. Der er forsøgt en nogenlunde standardisering af regnskabspraksis, omend regnskaberne ikke er analyseret i samme grad som er tilfældet for PSE. Valget af peer group er foretaget efter kriteriet:

- Bedst mulige sammenlignelige danske virksomheder på NASDAQ OMX Nordic.

Følgende fire multiple er valgt:

P/E

Fortæller hvad en investor skal betale for at få en del i en overskudskrone, og beregnes ved at dividere kursen med EPS. Da kursen indeholder forventningerne til fremtiden, bør man ligeså anvende den budgetterede EPS, for at begge tal har et skær af fremtid. Derudover bør alle faktorer der influerer på den fremtidige indtjening, vækst og risici inddrages. Med andre ord bør der foretages en grundigere analyse af peer group, hvilket ikke her har været tilfældet.

EV/EBITDA og EV/omsætning

EV/EBITDA viser markedsværdien af virksomhedens aktiver sat i forhold til virksomhedens primære resultat før af- og nedskrivninger. Dette nøgletal bliver ofte anvendt i forbindelse med relativ prisfastsættelse. Et af problemerne ved denne model er, at flere af virksomhederne i sidste regnskabsår har opnået historisk ringe, og negative resultater, hvorfor det for disse må antages at være en dårlig indikator for den fremtidige indtjening. EV/Omsætning har i modsætning til EV/EBITDA den fordel at omsætningen ikke kan være negativ, hvorfor modellen er valgt som et alternativ.

⁵⁸ Der henvises til bilag 6.1 for udregning af de enkelte multiple

K/I

Angiver kursen i forhold til egenkapitalen pr. aktie. Hvis K/I er større end 1, vurderer aktiemarkedet, at virksomhedens aktier er mere værd end virksomhedens egenkapital, hvilket eksempelvis kan skyldes forventninger om skjulte værdier i virksomheden, eller forventninger om bedre resultater i fremtiden. Derfor er investor villig til at betale en overpris i forhold til den indre værdi. Der bør ved brug af dette tal tages hensyn de samme forhold, som ved brug af P/E.

Fire af de fem børsnoterede selskaber fra peer group er brugt som reference. Tre af dem er fodboldklubber, mens den sidste er sommerhusudlejning/feriecenter. Der er ikke foretaget yderligere analyse af selskaberne, og afhandlingen har valgt at se dem som en homogen gruppe. Tivoli er dog fravalgt, da dennes multiple er ekstremt høje sammenlignet med resten af peer group. Dette kan hænge sammen med den meget lille mængde af aktier som er i omløb, ligesom en meget stor del af mængden er ejet af få aktionærer. Et almindeligt gennemsnit er efterfølgende udregnet for hver multipel, som efterfølgende er ganget på henholdsvis tallene fra første budgetår, samt tallene for sidste budgetår. Dette illustrerer følsomheden i modellen, hvis der et enkelt år eksempelvis er underskud.

6.2 Estimering af kapitalomkostninger

Risikofri rente

Den risikofri rente er, som navnet antyder, den rente der kan opnås ved placering af sine midler uden risiko for tab. Renten er at sammenligne med en 10-årig statsobligation. Pr 01/09-2010 er denne⁵⁹:

$$E(r_f) = 2,25\%$$

Beta

Beta (β) er aktiens samvarians med markedet i forhold til variansen på markedet. Den kan findes på flere forskellige måder, dels via sammenligning med andre virksomheder, ved beregning (regressionsanalyse) eller ved hjælp af common sense. Beta er her fundet gennem en kombination af førnævnte metoder. Først gennem den finansielle database Datastream⁶⁰,

⁵⁹ <http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593&toppage=166>

⁶⁰ <http://banker.thomsonib.com/ta/?ExpressCode=LibraryCBS> på baggrund af Datastream

hvor den pr. 01/09-2010 havde en værdi på 0,93. Den selskabsspecifikke risiko er altså ikke større end markedsrisikoen. Dette kan skyldes flere faktorer, heriblandt manglende handel med aktien på børsen, hvorfor der ikke er daglig kursdannelse. Det er opfattelsen at beta burde være højere for at afspejle den reelle risiko. Den driftsmæssige risiko vurderes som værende høj. Det kunne ses af den strategiske analyse at flere forretningssegmenter (Fitness DK og investeringsejendomme) opererer på særligt konkurrenceprægede markeder, hvor der er et beskedent vækstpotentiale. PSE's generelle omkostningsniveau er for højt og udnyttelsen af aktiverne for lav, ligesom der er tumult internt, både blandt aktionærer og i bestyrelsen. PSE står ligeledes uden en administrerende direktør, hvilket som regel betyder at der blot udføres "dagligdagsledelse". I skibstermer betyder noget i retning af at kaptajnen har forladt broen, og at skibet nu sejler blot for at undgå isbjergene, mens man leder efter en der ved hvor skibet skal hen. FCK's indtjening er præget af stor usikkerhed, og afhængig af de sportslige præstationer. Derudover stopper cheftræner Ståle Solbakken i 2012 for at blive træner for de norske landshold. Han har siden 2006 ført FCK til mange af klubbens største triumfer. Den finansielle risiko er ligeså høj. Den finansielle gearing var pr. 31/12-09 på 4,62 og forventes for 2010 at være på 4,3, et niveau der er markant højere end tilfældet er for peer group, og dermed må konkluderes at medføre en særlig risiko. I terminalåret forventes gearingen dog nedbragt til cirka 1,5 hvilket også er langsigtet target.

Jeg antager derfor at PSE samlet set har en lidt større risiko end markedet, hvorfor en ugearet beta vurderes som værende 1,1. Dertil bør lægges en risikopræmie for den høje gearing. Beta for gælden estimeres til 0,636⁶¹. Beta kan derfor udledes som værende:

$$\beta_{ek} = \beta_{asset} + (\beta_{asset} - \beta_{debt}) * GA/EKA \Rightarrow \beta_{ek} = 1,1 + (1,1 - 0,636) * 1,5 \Rightarrow \beta_{ek} = 1,79$$

Beta viser altså at PSE har en væsentlig større systematisk risiko end tilfældet er for markedet⁶².

Risikotillæg

Markedets risikotillæg er der mange meninger om, men historisk har det ligget i intervallet 2 - 5%⁶³, ligesom SKAT anbefaler en risikopræmie på 4,5%⁶⁴. Givet den aktuelle økonomiske

⁶¹ $0,0543 = 0,0225 + \beta_d(0,05) \Rightarrow \beta_d = 0,636$

⁶² Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele (2002) – subjektiv vurdering af estimat for β_{ek} , hvor β bør overstige 1,4 ved høj driftsmæssig og finansiell risiko.

⁶³ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele (2002)

situation estimeres tillægget for tiden at ligge i toppen, hvorfor der for afhandlingen tages udgangspunkt i et tillæg på:

$$E(r_m) = 5,00\% + 2,25\% \Rightarrow E(r_m) = 7,25\%$$

Fremmedkapitalomkostninger

Omkostningerne er estimeret ved de nettofinansielle poster før skat i forhold til den nettorentebærende gæld. Dette modsvarer dog ikke præcis lånerenten, idet finansielle indtægter og rentebærende aktiver er fratrasket. Men den giver dog et nogenlunde billede, som også bekræftes af PSE's årsrapport, hvor den effektive rente for de forskellige låneaftaler er angivet. Nedenstående er et gennemsnit af analyseperiodens fremmedkapitalomkostninger.

År	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009	Gns.
Lånerente (k_d)	5,68%	4,17%	5,64%	6,05%	4,64%	5,43%

$$k_d = 5,43\%$$

Ejernes afkastkrav

Her tages der udgangspunkt i Capital Asset Pricing modellen (CAPM), og afkastkravet findes på baggrund af tidligere udledte variable.

$$k_e = r_f + \beta \cdot (E(r_m) - r_f) \Rightarrow 0,0225 + 1,79 \cdot (0,0725 - 0,0225) \Rightarrow k_e = 11,23\%$$

6.2.1 Beregning af WACC

PSE's andel af henholdsvis egen- og fremmedkapital ganget sammen med ejernes afkastkrav og lånerenten, bestemmer de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger.

$$WACC = k_e \cdot EKA + k_d \cdot (1 - t_c) \cdot GA$$

PSEs kapitalstruktur i analyseperioden har set således ud:

⁶⁴ <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&vId=202463&i=24#i1813219>

År	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009	Gns.
EK	547.516	450.535	443.039	551.216	318.455	
RBG	359.785	505.986	798.579	2.152.514	2.196.504	
EKA	60,35%	47,10%	35,68%	20,39%	12,66%	35,24%

Som det ses har der været en stærkt faldende egenkapitalandel. Som det også kan ses af balancebudgettet i bilag 5.3 forventes dette ændret, og der kalkuleres således en target egenkapitalandel på cirka 41%, hvilket giver en WACC på:

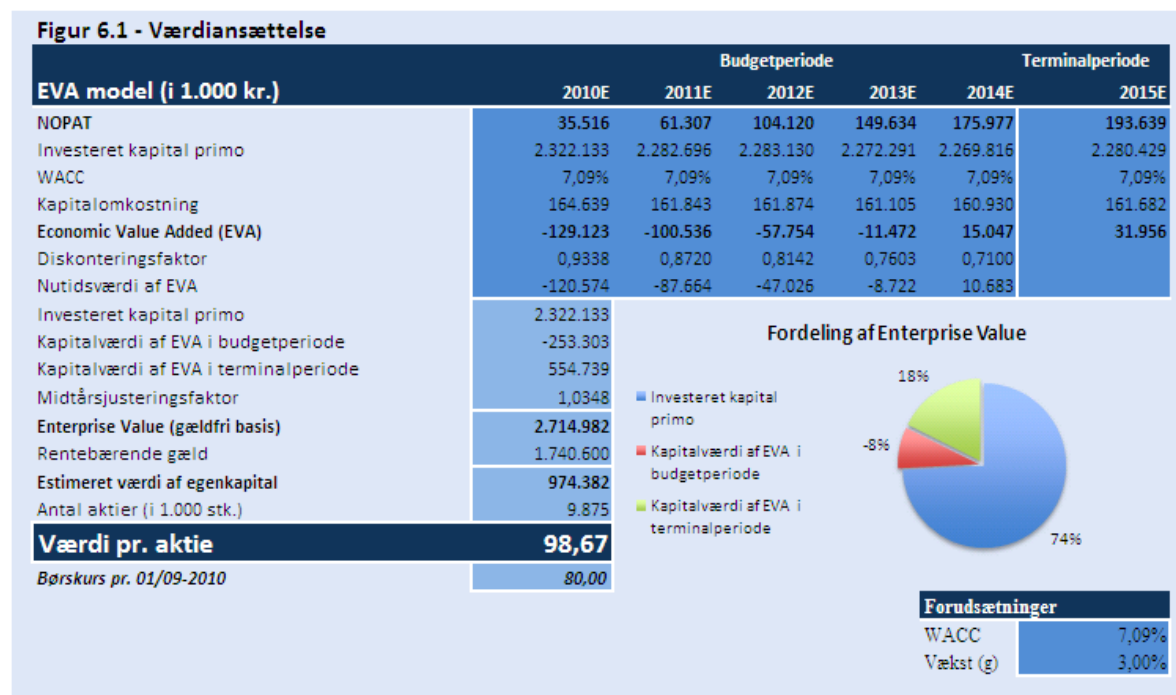
$$WACC = 0,1123 \cdot 0,41 + 0,0543 \cdot (1-0,25) \cdot 0,59 \Rightarrow WACC = 7,09\%$$

6.3 Beregning af værdien

Til den endelige værdiansættelse er både EVA modellen og DCF modellen valgt som de primære. Formålet med at anvende begge modeller er at kontrollere de fundne værdier. Multiplernes resultater har til formål at understøtte den endelige konklusion. Der er opstillet to forskellige scenarier, som til sidst vægtes sammen til en samlet forventet værdi.

6.3.1 Basisscenariet (business as usual)

Scenariet antager at PSE fortsætter som hidtil med alle aktiviteter, og værdiansættelsen tager udgangspunkt i de budgetterede forudsætninger fra kapitel 5.

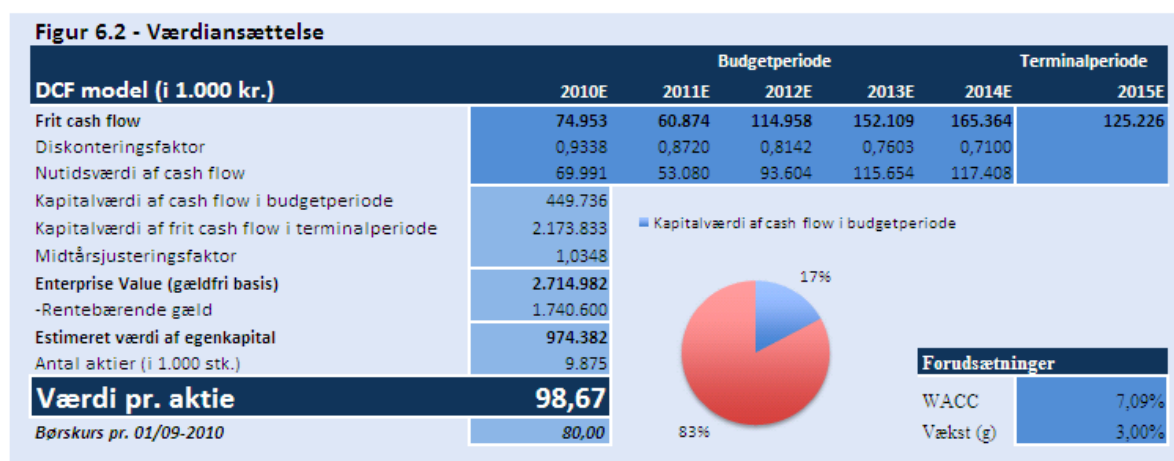


Alle data til figur 6.1 er hentet fra budgetterne, som findes i bilag 5.1-5.3.

Basisscenariet forudsætter en vækstfaktor i terminalåret på 3%. Niveaueet for inflationen anslås at være 2%⁶⁵ hvilket betyder at PSE, renset for inflation, forventes at vokse med 1% årligt fra år 2015.

Det kan ses at PSE sammenlagt i alle budgetårene destruerer værdi, hvilket også var forventet som følge af den "turnaround" der foregår. Terminalperioden bidrager med 554 mio. kr. Resten af værdien kan tilskrives den bogførte værdi (den investerede kapital). Midtårsjusteringsfaktoren skal tage hensyn til at værdiskabelsen sker i løbet af året. Den rentebærende gæld er et gennemsnit af gælden i 2009 og den forventede gæld i 2010. Ifølge EVA modellen har egenkapitalen en værdi på 974 mio. kr., hvilket svarer til en værdi pr. aktie på 98,67 kr.

Figur 6.2 viser en forventet værdi med DCF modellen, under de samme forudsætninger som ved EVA modellen.



Som det kan ses giver denne præcis samme værdi, hvilket også gerne skulle være tilfældet. Dette kan også ses som en bekræftelse af at budgetterne er konsistente.

Prøver man i stedet at beregne værdien ved hjælp af multiple, er det ikke megen informationsværdi det giver til værdiansættelsen. De fleste giver et negativt resultat, hvilket dels skyldes PSE's nettorentebærende gæld, men også det negative resultat fra 2009. Gælden har i disse tilfælde oversteget enterprise value, hvilket dermed giver en negativ kurs. Dette er naturligvis ikke realistisk eftersom aktionærerne maksimalt kan tabe det de har indskudt. Kun

⁶⁵ http://www.finansraadet.dk/media/122555/samfundsforudsætninger_for_pensionsfremskrivninger_2010.pdf

K/I giver en værdi, der dog ligger milevidt fra de kapitalværdibaserede modelleres estimater. Tager man denne multipl i betragtning burde værdien af PSE's aktie være 37,98 kr.

Figur 6.3 - Værdiansættelse				
Multipl*	EV/EBITDA	EV/Oms	P/E	K/I
Peer-group:				
Tivoli**	40,72	3,28	120,09	3,21
Dancenter (Land & Leisure)	1,56	0,13	8,08	0,12
Brøndby IF	4,62	0,54	27,43	0,34
AGF (Århus Elite)	-4,16	1,33	-3,26	3,80
Aab	-0,64	0,27	-0,36	0,45
Gennemsnit	0,34	0,57	7,97	1,18
PSE tal (i 1.000 kr.) 2009				
EBITDA	177.885			
Earnings	-239.014			
Egenkapital	318.455			
Omsætning	1.752.192			
Nettorentebærende gæld	2.003.678			
Antal aktier (i 1.000 stk)	9.875			
Værdi pr. aktie^	n/a	n/a	n/a	37,98
*Beregnet ud fra senest offentliggjorte regnskabstal, samt børskurser pr. 01/09-2010				
**Tivoli er ikke medregnet i gennemsnittet, da værdien adskiller sig markant fra de øvrige				
^n/a hvis kursen er mindre end 0				

Der henvises til bilag 6.3 for en mere detaljeret udregning af de enkelte multiple.

Problemet med multiplerne er, at man bør sammenligne med en eller flere virksomheder der ligner, ikke kun ud fra branche, men også på de helt nære forhold som omsætningsvækst, kapitalstruktur og strategisk position. Den valgte peer group ligner kun en lille del af PSE, og opfylder derfor kun i mindre grad de krav der stilles, for at kunne sammenligne. Modellerne viser altså her deres svaghed, og må i dette konkrete tilfælde konkluderes som værende uanvendelige til værdiansættelse af PSE. Af samme årsag tages værdien heller ikke i betragtning.

6.3.2 Alternativscenariet

Alternativscenariet antager at PSE frasælger Fitness DK. Ifølge ejeren af Fitness World, er det svært at se nogen værdi i kæden, og hverken ham eller ejerne bag SATS udviser nogen større interesse i at overtage den⁶⁶. Konkurrenterne forventes naturligvis at marginalisere Fitness DK's position i offentligheden. Faktum er stadig at der er 120.000 kunder, 35 centre

⁶⁶ <http://www.business.dk/sport-underholdning/konkurrent-langer-haardt-ud-efter-fitness.dk>

fordelt i landets største byer, samt et landskendt og godt brand. PSE kan derfor enten vælge at optimere forretningen mest muligt og få det bedste ud af det (hvilket er forudsat i basisscenariet), eller som her kaste håndklædet i ringen og lade en ny visionær ejer gøre arbejdet. Dette betyder også, at der sandsynligvis ikke kan forventes en pris der afspejler den bogførte værdi (goodwill = 206 mio. kr.). Jeg har ligeså svært ved at se store værdier i kæden, og forventer derfor blot at en eventuel køber vil betale for inventaret og de materielle værdier der måtte være. Jeg har forsøgt at korrigere budgettet for Fitness DK's forventede omsætning i budgetperioden og de forventede omkostninger. Korrektionerne medførte primært for PSE:

- Forbedret EBITDA-margin
- Faldende investeret kapital

I bilag 6.2 er en figur tilsvarende figur 6.1, der med EVA modellen værdiansætter PSE under de ændrede forudsætninger. Værdien pr. aktie stiger, under de samme WACC/vækst forudsætninger som basisscenariet, til 164,50 kr. Det vurderes at sandsynligheden for alternativscenariet er 30%.

6.3.3 Vægtning

De to sandsynlige scenarier vægtes her sammen til en samlet forventet værdi pr. aktie.

Figur 6.4 - Vægtning af scenarier

Scenarie	Vægt	Kurs	Kursandel
Basis	70,00%	98,67	69,07
Alternativ	30,00%	164,50	49,35

Værdi pr. aktie	118,42
------------------------	---------------

6.4 Følsomhedsanalyse

Med udgangspunkt i basisscenariet er der i tabel 6.1 foretaget en følsomhedsanalyse, for at vurdere hvor sårbar PSE er for ændringer i centrale faktorer. Først ændres der på henholdsvis WACC og vækst både med EVA og DCF modellen – alt andet holdes konstant. Ændringer i WACC kan forekomme ved eksempelvis ændringer i rente, gearing eller risiko. Væksten er med udgangspunkt i terminalåret. Det er som nævnt i afsnit 6.3 vigtigt, at de forskellige vækstscenarier ligeså indarbejdes i budgetforudsætningerne, da modellernes resultater ellers vil afvige markant fra hinanden, jo længere man kommer fra den i budgettet indarbejdede vækstrate. Dernæst ændres der på EBITDA margin og vækst. Udgangspunktet er basisscenariet (se 6.3.1) som befinder sig i centrum markeret med rødt, mens kassen udenom symboliserer det mest sandsynlige udfaldsrum, og dermed det mulige kursinterval.

Tabel 6.1 - Følsomhedsanalyse					
Vækst \ WACC	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
5,59%	160,29	194,80	255,96	394,05	1.000,26
6,09%	125,93	148,83	186,54	260,35	469,58
6,59%	97,75	112,88	136,44	178,20	272,49
7,09%	74,21	90,18	98,67	122,58	169,57
7,59%	54,26	60,29	68,94	82,41	106,28
8,09%	37,15	40,48	45,12	52,02	63,40
8,59%	22,30	23,68	25,54	28,22	32,39
9,09%	9,31	9,25	9,17	9,09	8,90

Som det fremgår af tabellen er følsomheden overfor ændringer forholdsvis stor. Stiger WACC blot 0,5 procentpoint, hvilket svarer til en stigning i den risikofri rente eller lånerenten på cirka 1%, falder værdien pr. aktie til cirka 70 kr., svarende til et fald på knap 40%. Falder WACC derimod 0,5 procentpoint, hvilket cirka modsvarer en nedbringelse af gearingen fra 1,5 til 1,2, vil værdien i stedet stige til cirka 140 kr. pr. aktie.

Jo lavere WACC, jo mere følsom er værdien overfor ændringer i væksten. Dette hænger sammen med den høje gældsandel, hvorfor et fald i kapitalomkostningerne naturligvis vil medføre en højere merværdi. Det er bemærkelsesværdigt, at værdien pr. aktie ved en WACC på 9,09% falder i takt med at væksten stiger. Årsagen hertil må være at væksten med denne WACC er for usund, koster for meget og dermed destruerer værdi for ejerne⁶⁷.

Tabel 6.2 forudsætter at WACC er konstant, og forsøger i stedet at se på følsomheden overfor ændringer i EBITDA-margin.

Tabel 6.2 - Følsomhedsanalyse					
Vækst \ EBITDA-margin	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
20,00%	45,97	48,15	51,41	56,76	67,25
21,00%	59,66	58,52	66,02	78,38	108,73
22,00%	73,36	75,07	86,82	106,17	150,21
22,50%	80,20	83,34	97,21	120,06	170,96
23,00%	87,05	91,62	107,61	133,96	191,70
24,00%	100,74	114,34	134,58	167,92	233,18
25,00%	114,44	130,88	155,37	195,71	274,66

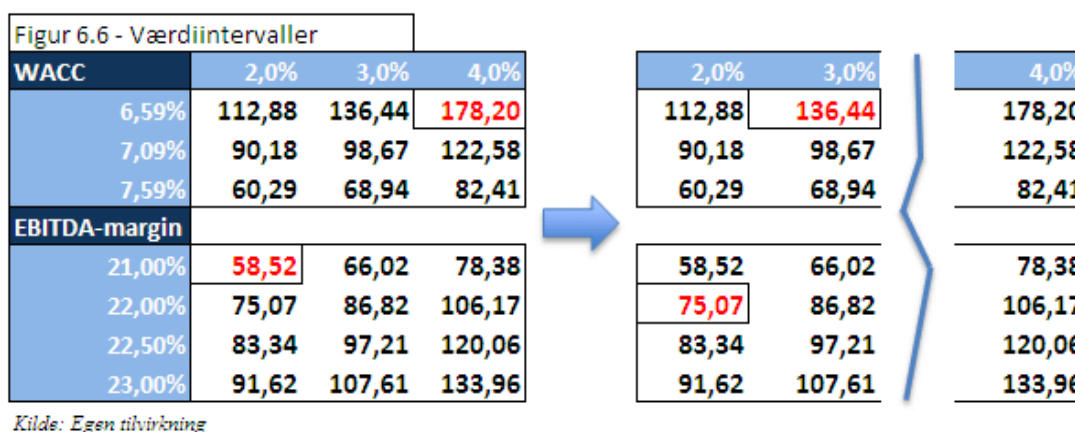
⁶⁷ I praksis anbefaler Stern Stewart at man sjældent ændrer på WACCen, da den på lang sigt vil være nogenlunde konstant. Ændringer bør kun foretages hvis ændringerne udgør mindst 2 procentpoint. (Kilde: EVA i praksis (2009) af Claus Frees Sørensen)

PSE forventes i terminalåret, som følge af øget fokus på koncernens omkostninger, at have en margin på 22,57%. Kan dette ikke realiseres, ses det af tabellen at værdien pr. aktie vil påvirkes negativt heraf. Det sandsynlige interval vurderes at ligge mellem 21 og 23% og en vækst på mellem 2 og 4%. Dette giver en forventet værdi pr. aktie i intervallet 58,52 og 133,96 kr.

6.5 Delkonklusion - sammenfatning af værdien

Som en vægtning af to mulige fremtidsscenarier fandtes i afsnit 6.3.3 en værdi pr. aktie på 118,42 kr.

Følsomhedsanalysen sandsynliggjorde at værdien bør findes i intervallet mellem 58,52 og 178,20 kr.



Det forventede vækstscenarie var 3% årligt fra år 2015, hvilket vurderes som værende realistisk. PSE opererer på meget konkurrenceprægede markeder med mange substitutionsmuligheder, og en tiltagende mætning, hvorfor der vurderes at være forholdsvis begrænsede organiske vækstmuligheder. En vækst i al evighed på 4% vurderes som værende en for høj, hvorfor det er muligt at eliminere denne.

WACC forventes at være konstant, dels som følge af forventningerne om en nogenlunde konstant kapitalstruktur på cirka 60/40, men også et lavt renteniveau nogle år frem. Den nuværende WACC på 7,09 vurderes derfor ligeså som værende realistisk.

PSE skal arbejde målrettet mod at blive mere omkostningsbevidst. EBITDA-margin har tidligere ligget mellem 20 og 23%, men er faldet kraftigt de senere år. Over de næste 5 år forventes den atter genoprettet og at ligge på niveauet 22-23%.

- *Værdien pr. aktie ligger altså med al sandsynlighed i intervallet 75,07 - 136,44 kr., hvorfor den fundne værdi på cirka 118,42 kr. pr. aktie anses som værende realistisk.*

Sammenlignet med den aktuelle børskurs på 80 kr., undervurderer markedet ifølge afhandlingens analyse værdien af PSE's aktie. Værdien i afhandlingen ligger således 48% over markedskursen pr. 01/09-2010. Dette overrasker ikke, og kan skyldes flere forskellige forhold. PSE er et konglomerat, og det er almindelig kendt at sådanne selskaber ofte handles med en rabat alene som følge af strukturen, hvor eventuelle synergieffekter kan være svære at gennemskue. Opfattelsen er at de enkelte dele af konglomeratet ville prissættes højere som stand alone. Argumentet er at virksomheden ved at fokusere på kerneproduktet får mere ud af forretningen, og at investor selv kan diversificere sin portefølje. En grundigere analyse af de enkelte segmenter kunne eventuelt have kastet lys over problemstillingen. Dernæst har den tumult der har været omkring PSE det sidste år skadet virksomheden. Først da daværende formand Flemming Østergaard chokerede markedet ved offentliggørelsen af det seneste årsregnskab. Kursen var efterfølgende stærkt nedadgående, hvilket her må opfattes som markedets og aktionærernes manglende tiltro til PSE, virksomhedens strategi og ledelse. Derefter storaktionærernes firing af bestyrelsesformanden, de efterfølgende magtkampe i bestyrelsen, udrensning i ledelsen og forskellige rygter i pressen. Med den aktuelle situation er det derfor ikke underligt at aktionærerne forholder sig afventende, og at kursen ikke helt afspejler det potentiale koncernen under de givne forudsætninger alligevel rummer.

7. Konklusion

Konklusionen vil tage udgangspunkt i de enkelte analyser, og dermed samle op på de i problemformuleringen stillede spørgsmål.

7.1 Strategisk analyse

Analysen opdelte PSE i tre segmenter henholdsvis Underholdning (FCK og Parken), Fitness (Fitness DK) og Forlystelse (Lalandia Rødby og Billund).

FCK er overlegen i den danske liga og således den danske fodboldklub med flest nationale sejre og den stærkeste spillertrup. FCK er dog afhængig af den nuværende forskerordning, som giver lempede skatteforhold, for fortsat at kunne tiltrække udenlandske topspillere til holdet. Økonomien i dansk fodbold er meget lille, sammenlignet med andre europæiske lande, hvilket gør det svært for de danske hold at konkurrere på Europæisk plan. Dette er ellers den væsentligste vækstfaktor for FCK. Parken stadion, som er FCK's hjemmebane men også Danmarks nationalstadion, er ligeså en ener på markedet. Ingen andre i landet kan matche beliggenheden, kapaciteten og diversiteten, hvilket giver PSE en betydelig konkurrencefordel. Fitness DK befinder sig derimod i en klemmt situation, på trods af en dominerende stilling på markedet. Markedet er overrendt af udbydere af billig fitness, og forbrugerne som har meget stor magt har ingen loyalitet. Den primære konkurrenceparameter er prisen, hvilket Fitness DK har svært ved at konkurrere på, grundet høje og ufleksible kapacitetsomkostninger. Kæden taber markedsandele og mister indtjening. Lalandia har en unik profil og har nydt godt af dels danskernes stigende forbrug af rejser, men også en succesfuld åbning af et center i Billund. Trods et utal af substituerende tilbud har Lalandia formået at udvikle sig konstant og kombinationen af ferie, forlystelse og overnatning har været en stærk konkurrenceparameter. Samlet set har PSE en stærk position på markedet med populære og unikke brands i porteføljen. Dog befinder segmenterne sig på markeder med betydelig konkurrence og tiltagende mætning.

FCK forventes at holde sin stærke position i dansk fodbold, og ved PSE's øgede fokus på forretningen, er det muligt at de oftere vil deltage i de Europæiske ligaer. For Parken betyder det igangværende arbejde med Metro cityringen, samt befolkningstilvæksten og foryngelsen af København, at positionen forventes styrket i fremtiden. Fitness DK har i sammenligning med de billige centre en del mere ekspertise og personale tilknyttet. Med tiden kan dette enten differentiere kæden, i takt med samfundets ændring og større fokus på sundhed og

forebyggelse, eller betyde total udkonkurrering. For Lalandia rummer beliggenheden i nærhed af lufthavnen samt samarbejdet med de øvrige forlystelsesparker i Billund et betydeligt potentiale. Derudover vil arbejdet med Femern broen betyde lettere adgang til Rødby, ligesom der kan forventes en øget trafik og dermed øget tilgang af gæster. Samlet set ser fremtiden fornuftig ud, der er potentiale til fortsat udvikling og vækst, hvis PSE formår at navigere efter det.

7.2 Regnskabsanalyse

FCK's resultater er gemt godt i PSE's koncernregnskab og det var således svært at se isoleret på fodboldforretningen. Tallene bærer dog præg af, at FCK har foretaget betydelige investeringer i en stærk spillertrup, hvilket også rent sportsligt har været en succes. Indtjeningen er dog ikke i samme grad fulgt med, men sammenlignet med de øvrige stærke aktører i branchen, kan det ses at tendensen er den samme. Samtlige regnskaber i peer group var præget af tilbagevendende underskud. Parken var god til at udnytte sin kapacitet sammenlignet med sine konkurrenter, om end der stadig er en betydelig overkapacitet. Derimod var omkostningsniveauet generelt for højt. Fitness DK's rentabilitet i analyseperioden var dårlig. På trods af branchens højeste omsætning tjente kæden næsten ingen penge. En OG tæt på 0 vidnede om, at forretningsmodellen ikke længere holder, og at de billigere konkurrenter render både kunderne og indtægterne. Fitness World havde i 2009 et overskud der var 5 gange så højt på en omsætning der var det halve af Fitness DK's. Lalandia klarede sig flot sammenlignet med branchen, men de sidste år bar præg af et stigende og for højt omkostningsniveauet sammenholdt med peer group. Samlet set efterlod analysen et billede af en koncern hvor rentabilitet der ikke er på højde med de nærmeste konkurrenter.

Koncernens samlede indtjeningspotentiale afhænger overordnet set af mulighederne for at skære forretningen til. Alle forretningsområderne råder over en betydelig overkapacitet, og således vil både Parken, Fitness DK og Lalandia kunne øge indtjeningen markant uden at skulle foretage større anlægsinvesteringer. PSE varslede sidste år, at 12% af personalet skulle afskediges, hvilket vidner om at en større omstrukturering er i gang. For FCK rummer adgangen til de Europæiske ligaer ligeså et stort potentiale, om end det stadig er en skrøbelig forretning hvor meget afhænger af den enkelte spillers performance, de øvrige danske fodboldklubber og sponsorerne. Koncernens høje gæld vil i nogle år frem gøre dem afhængig af banker og kreditinstitutter, og således må det anses som værende en risikofyldt investering

7.3 Værdiansættelse

DCF og EVA modellerne blev anset som de bedste modeller til værdiansættelse af PSE. Disse er blandt de hyppigst anvendte modeller, men også teoretisk korrekte. Multiplerne viste sig derimod at være ubrugelige, hvilket skyldes, at det ikke har været muligt at finde en virksomhed, der ligner PSE. En stor del af PSE's værdi stammer fra terminalperioden og følsomhedsanalysen viste, at fremtidige ændringer i EBITDA-margin, renteudsving, risiko og vækst var af stor betydning for værdien af PSE's egenkapital. Det mest sandsynlige udfaldsrum lå i intervallet 75,07-136,44 kr. pr. aktie. Dette forudsatte at væksten lå mellem 2 og 3%, EBITDA-margin mellem 21 og 23% og WACC mellem 6,59 og 7,59%.

Basisscenariet forudsatte, at PSE koncernen fortsætter under den nuværende struktur og øger rentabiliteten betydeligt over de næste 5 år. Efter en periode med optimering af driften vurderedes PSE i 2015 at nå steady-state. Her fandtes en værdi pr. aktie på 98,67 kr. Ved alternativscenariet sandsynliggjordes det, at Fitness DK med fordel kunne afhændes. Sandsynligheden for at dette scenarie indtræffer vægtedes med 30%. Følgerne heraf ville være en mindsket driftsrisiko, en styrket EBITDA-margin og en betydelig reduktion i kapitalbindingen.

Værdien pr. Aktie steg efter indregning af alternativscenariet til 118,42 kr. En værdi der ligger cirka 48% over børskursen pr. 01/09-2010.

Samlet set er der pr. 01/09-2010 købsanbefaling på aktien. Det vurderes at PSE som følge af uroen på markedet og den interne tumult er blevet straffet, og således har mere potentiale end det nuværende kursniveau afspejler.

8. Perspektivering

Jeg vil her reflektere over hvordan PSE havde set ud, hvis ikke finanskrisen havde sat en stopper for dagligdagen som de kendte den og ikke mindst ekspansionsplanerne.

PSE var godt i gang med flere projekter. Som nævnt var de langt med planerne om opførelsen af en multihal, hvor FCK håndbold skulle have hjemmebane. Der var lavet sponsoraftale med banken Capinordic, som i den forbindelse skulle lægge navn til hallen – Capinordic Arena. Hvordan byggeriet ville være finansieret vides ikke, men det er ikke utænkeligt at der kunne være optaget yderligere lån, da pengemarkedet velvilligt finansierede gode projekter inden finanskrisen. Dette ville havde givet et spark til FCK Håndbold og givet yderligere muligheder for afholdelse af arrangementer samt andet, der kræver knap så meget plads som Parken ellers kan tilbyde. Om det havde kørt med overskud er så en anden sag.

Der var også store planer om at opføre et Lalandia lignende projekt i Italien, som konkurrent til Club La Santa. PSE havde allerede, for et større millionbeløb, erhvervet optionen på byggegrunden og planerne var offentliggjort. Projektet skulle havde været koncernens bedste investering hidtil og gennemføres ved hjælp af ekspertisen fra, og med samme succes, som Lalandia Billund. Projektets finansiering ville højst sandsynligt kræve, at der blev hentet kapital blandt aktionærerne eller at der blev indgået partneraftaler. Om det havde været en succes er der forskellige meninger om. Kritikere mener, at placeringen på en klippe langt væk fra alt, inklusiv transportforbindelser, var håbløs, og folk tæt på PSE's top har senere udtalt, at der var store problemer med lokal korruption.

For de øvrige og eksisterende forretningsområder er det ikke sikkert, at tankerne om optimering havde været lige så nærliggende, fokus syntes at ligge mere på vækst. Udviklingen taget i betragtning og som det kunne ses af analysen i kapitel 4, medførte væksten ikke øget indtjening, hvilket kunne tyde på, at det uanset krisens ankomst, måtte ende med en opbremsning. Jeg tror ikke, at PSE havde fået mandat, hverken af banker eller aktionærer, til at fortsætte kursen uden også at vise nogle mærkbare positive økonomiske resultater.

Litteraturliste

Artikler og øvrige publikationer:

- DBU og divisionsforeningen (2009), Analyse af turneringsstrukturen, Capacent
- Finansrådet (2010), Samfundsforudsætninger for pensionsfremskrivninger
- FSR (2002) Fagligt notat om den registrerede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget
- Grønnegaard, H. (2009) Afkastningsgraden er ikke hvad den har været!, Børsen ledelseshåndbøger
- Mauboussin, M.J. (2006), Common Errors in DCF models, Legg Mason Capital Management
- Nissim, Doron og S.H. Penman (1999), Ratio Analysis and Equity Valuation
- Petersen, C.V. og T. Plenborg (2009) Regnskabsanalyse - eksemplificeret ved IT Factory, Finans/Invest 01/09
- Petersen, C.V. og T. Plenborg (2009) Værdiansættelse af virksomheder, Børsen ledelseshåndbøger
- Plenborg, T. (2000), Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?, Ledelse og erhvervsøkonomi 4
- Porter, M.E. (1979) How Competitive Forces Shape Strategy, Harvard Business Review
- Porter, M.E. (1996) From competitive advantage to corporate strategy, Routledge
- Recommendations & Financial Ratios (2005), Den danske finansanalytikerforening
- Sørensen, C.F. (2009) EVA i praksis, Børsen ledelseshåndbøger

Bøger:

- Andersen, Ib (2008), Den skinbarlige virkelighed: Om vidensproduktion inden for samfundsvidenskaberne, 4 udg., Samfundslitteratur
- Christensen, M. og F. Pedersen (2003), Aktieinvestering - teori og praktisk anvendelse, Jurist- og Økonomforbundets Forlag
- Copeland, Koller and Murrin (2005) Valuation - measuring and managing the values of companies, John Wiley & Sons
- Elling, J.O. og O. Sørensen (2005) Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, Gjellerup
- Elling, J.O., C.K. Hansen, og O. Sørensen (1999), Strategisk regnskabsanalyse, Forlaget FSR
- Havsteen, Michael (2004), Guide til nøgletal & ekstern regnskabsanalyse, Forlaget Focus
- Johnsen, M. og K. Kronenberg (2010) Løvekongens storhed og fald, Gyldendahl Business
- Lotz, P. (2006) Brancheanalyse - begreber og dansk empiri, Forlaget Samfundslitteratur
- Møller, M. og Nielsen, N.C. (2004), Den kapitalmarkedsstyrede virksomhed, Handelshøjskolens forlag 2004
- Porter, M.E. (1980), Competitive Strategy, The Free Press
- Petersen, C.V., og T. Plenborg (2007) Regnskabsanalyse for beslutningstagere, Forlaget Thomson

Online:

www.al-bank.dk/default.asp?id=593&toppage=166
www.banker.thomsonib.com/ta/?ExpressCode=LibraryCBS
www.blog.politiken.dk/lunde/2010/08/06/stakkels-michael-laudrup/
www.borsen.dk
www.business.dk
www.celticfc.net/home/corporate/StadiumRegulations.aspx
www.deloitte.com
www.dr.dk
www.dst.dk
www.euroinvestor.dk
www.fckfc.dk/OM_FCKFC-2889.aspx
www.finansnyheder.dk/news/shownewsstory.aspx?storyid=10965869
www.ibyen.dk/musik/article606438.ece
www.idan.dk
www.kk.dk
www.legolandbillundresort.dk
www.livenation.dk
www.mediawatch.dk/artikel/dansk-version-af-youtube-paa-vej
www.netsuperligaen.dk/VisTVStat.php
www.parken.dk
www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&vId=202463&i=24#i1813219
www.statistikbanken.dk
www.spn.dk/article1680243.ece
www.trm.dk
www.wikipedia.org

Årsrapporter:

Aab 2004-2009
Århus Elite A/S 2004-2009
Brøndbyernes IF A/S 2004 – 2009
Dancenter 2004-2009
Fitness DK 2004 – 2009
Fitness World A/S 2004-2009
Forum København A/S 2004-2009
Fårup Sommerland ApS 2004-2009
Parken Sport & Entertainment 2004 - 2009
Lalandia 2004 – 2009
Land & Leisure 2009
Legoland 2004-2009
Messecenter Herning 2004-2009
Odense Sport & Event 2004-2009
Parken Venues A/S 2004-2009
S.A.T.S. Danmark 2004-2009
Parken Sport & Entertainment, Prospekt til fortegningsemission af 9. Marts 2010

Bilag til kapitel 2

Bilag 2.1 - PSE koncernens virksomheder og kort beskrivelse heraf



Markeds- og konkurrentbeskrivelse

Danmarks største stadion, der kan anvendes både som indendørs og udendørs arena. Kapaciteten er sammen med beliggenheden de primære konkurrenceparametre, samt erfaringen afholdelse af store arrangementer herunder håndtering af live TV transmissioner.

Tre primære markeder:

- *Sportsmarkedet*: primært FCK og landsholdskampe, speedway og boksning
- *Koncertmarkedet*: mindre nationale og globale aktører. Markedet er i vækst blandt andet som følge af ændringerne i musikbranchen hvor afholdelse af koncerter udgør en større del af udøvende kunstners indtægter, og salg af musik en mindre del.
- *Konferencemarkedet*: Parkens VIP faciliteter er i konkurrence med stærke udbydere som Bella Center, Radisson Blu etc.

Primære indtægtskilder

- 60% af indtægter kommer fra afholdelse af FCK fodboldkampe
- 18% fra DBU kampe og andre sportsarrangementer.
- 10% fra afholdelse af koncerter

Primære omkostninger

- Vareforbrug og øvrige afledte omkostninger i forbindelse med fodboldkampe, koncerter og konferencer
- Markedsførings- og personaleomkostninger
- Forpagtningsafgift

Primære risici

- Afhængig af væsentlige samarbejdspartnere (DBU)
- Afhængig af lokalplan (begrænsninger for arrangementer og støj)
- Ingen sikkerhed for at der fortsat kan sælges alkohol ved afholdelse af arrangementer



Markeds- og konkurrentbeskrivelse

En Lalandia ferie er en ferie, hvor gæsterne bor i et feriehus i umiddelbar nærhed af en række aktivitetsmuligheder. Lalandia kan tilbyde de samme aktiviteter året rundt, da de meste er indendørs. Lalandia er markedsleder med 29% af persondøgn på danske feriecentre (2009). Det væsentligste markedssegment er familier med børn i alderen 0-14 år. Konkurrencefordelene er det store aktivitetsudbud og de løbende nye aktiviteter. Størrelsen gør at Lalandia rummer væsentlige stordriftsfordele, hvilket også kapitalmæssigt medfører at der er høje adgangsbarrierer til markedet.

Primære afsætningsforhold

- Udlejning af feriehuse primært gennem Lalandias hjemmeside, men også gennem lokale og internationale ferieopholdsdistributører, rejseselskaber og rederier.

Primære omsætningsforhold

- Rentabiliteten afhænger af antallet af gæster samt tilkøbet pr. gæst i restaurationer etc.
- Antallet af gæster afhænger af udlejningsprocenten i feriehusene
- Tilkøbet er afhængig af vejrforholdene. Perioder med dårligt vejr giver erfaringsmæssigt en højere omsætning.

Primære risici

- Ændringer i forbrugerpræferencer og adfærd
- Ulykker og forurening
- Udlejning af feriehuse ejet af tredjeparter



Markeds- og konkurrentbeskrivelse

Består primært af kommercielle og ikke-kommercielle fitnessudbydere. Ca. 80% af fitnessudøverne træner i kommercielle fitnesscentre. Markedet kan opdeles i landsdækkende kæder og lokale centre/kæder, og herefter i lavpris, mellem og luksusmarkedet. De tre største udbydere har 60% af medlemmerne. Der er små adgangsbarrierer, markedet er udpræget prisfølsomt og loyaliteten lav.

Primære indtægtskilder

- Medlemmernes abonnementer
- Erhvervsaftaler

Primære omkostninger

- Vareforbrug i forbindelse med salg af produkter
- Husleje- og driftsomkostninger på lejemål
- Personaleomkostninger
- Administration og markedsføring

Primære risici

- Medlemspræferencer og adfærd
- Medlemmers brug af ulovlige præstationsfremmende midler kan skade virksomhedens renommé
- Manglende fleksibilitet i forhold til lejemål mindsker handlefrihed



Markeds- og konkurrentbeskrivelse

Det primære danske marked består af 12 klubber, der deltager i landets bedste række (Superligaen). Turneringerne udskrives og administreres af DBU. De danske klubber deltager derudover i Ekstra Bladet Cup. Ved topplaceringer i disse kvalificerer 3-5 danske klubber sig til de europæiske turneringer (UEFA og CL). En dansk klub som deltager i en af de europæiske turneringer spiller typisk mellem 36 og 50 officielle kampe på en sæson, som løber fra medio juli til ultimo maj.

Primære indtægtskilder

- Sponsoraftaler
- Entré på stadion
- TV
- Præmier
- Merchandise
- Salg af spillerrettigheder

Primære omkostninger

- Lønninger til spillere og trænere
- Transferomkostninger

Primære risici

- Skadede spillere
- Ekstern regulering (sportsorganisationer)
- Spillelicenser
- Transferindtægter (utilfredsstillende sportslige præstationer kan påvirke spillerhandlen)

Kontorejendomme

Markeds- og konkurrentbeskrivelse

Befinder sig på markedet for lejemål med attraktiv beliggenhed og høj kvalitet. Kontorerne kan tilbyde en række tillægsydelser såsom konference og restaurantfaciliteter. Markedet er præget af en række samfundsøkonomiske forhold, ligesom udbud og efterspørgsel har væsentlig indflydelse på tomgang og lejeniveau. Er i konkurrence med nyudviklede områder som Nordhavnen og Tuborg Havn.

Primære indtægtskilder

- Lejeindtægter

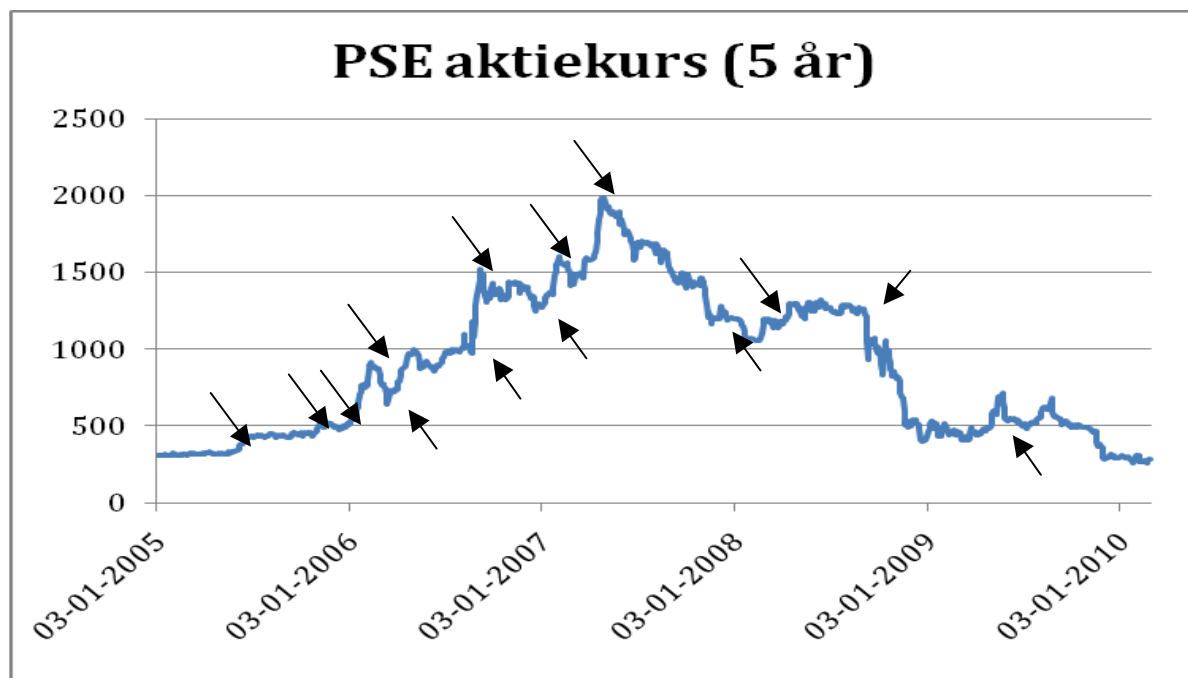
Primære omkostninger

- Omkostninger til vand, varme etc.

Primære risici

- Afhængig af det generelle erhvervsudlejningsmarked
- Afhængig af yderligere negativ udvikling på markedet for kontorlejemål som følge af den samfundsøkonomiske udvikling
- Opsigelse af lejekontrakter

Bilag 2.2 – PSEs kurskalender



Kilde: www.cse.dk

På ovenstående figur er identificeret 14 punkter hvor der er sket store ændringer i kursen. I det efterfølgende er en detaljeret beskrivelse der kortlægger PSEs højdepunkter samt hvor og hvilke begivenheder der er indtruffet. Formålet er således at identificere hvad der i løbet af de 5 år sker, og på den måde at finde ud af om der er et mønster i kursudviklingen, samt hvad investorerne reagerer på. Ligeledes vil jeg notere mig hvad de forskellige analytikere lægger vægt på og hvilke anbefalinger de kommer med undervejs. Euroinvestor, samt PSEs egne børsmeddelelser er kilden til info.

2005:

Ved indgangen til 2005 lå PSE aktiens markedskurs på cirka 300. I årene fra børsnoteringen og frem til 2005 havde der ikke været de store udsving, men kursen havde ligget nogenlunde stabilt omkring 2-300, og bevæget sig lidt i takt med FCK's sportsresultater, samt erhvervelsen af en stor aktiepost i ferie- og badelandet Lalandia.

Højdepunkter og kurstriggere:

- 17/06-2005 Parken opjusterer forventninger for 2005 fra 40/45 mio. til 50/55 mio. efter spillersalg, og dermed øgede transferindtægter
- 21/06-2005 Danske Bank opjusterer kursmål 22% fra 357 til 436 (anbefaling hold)
- 02/11-2005 Steen Larsen øger aktieandel fra 5% til 20,2%
- 21/11-2005 Danske Equities mener at aktien er for dyr (kurs 515) grundet det lave afkast på inv. Kap. (anbefaling sælg)

2006:

Ved indgangen til 2006 skete der det første store skred, der blev begyndelsen til en længerevarende kursfest. IOC annoncerede at København skulle være værtsby for IOC kongressen i 2009, FCK vandt Royal League, ligesom kvartalsregnskabet viste pæn fremgang. Derudover investerede PSE et trecifret millionbeløb i ny tribune, erhvervede det fjerde kontortårn, samt udvidede koncernen med endnu et forretningsområde, gennem købet af Danmarks største fitnesskæde, Fitness DK. Samtidig er kursen stadig meget påvirket af sportslige resultater, som flere gange i løbet af året får kursen til at tage nogle gevaldige hop i begge retninger. Mod slutningen af året kvalificerer FCK sig til gruppespillet i Champions League, hvilket betyder store indtægter som følge af præmier, entre og TV transmission. Aktien stiger med 25 %. Kort efter offentliggør PSE planerne om etablering af Lalandia i Billund, og med en trecifret millionavance på sommerhussalget i sigte, stiger kursen yderligere og når et hidtil nyt højdepunkt på 1.500. Flere analytikere, herunder Aktieugebrevet og Danske Equities, mener at aktien er stærkt overvurderet, som følge af svag lønsomhed og uændret basisindtjening. Kursen er drevet af fodboldresultater og eufori efter kvalifikation til Champions League, ligesom PSE opkøb af egne aktier, samt ny storaktionærs opkøb puster til kursen. Ligeledes tages der ikke højde for aktien øgede risiko ved investeringen i Lalandia Billund.

Højdepunkter og kurstriggere:

- 16/01-2006 Køber en norsk og canadisk landsholdsspiller
- 08/02-2006 IOC annoncerer at København skal være værtsby for IOC kongressen i 2009, hvor der vil komme international fokus på Danmark med henblik på afvikling af sportsstævner og kulturarrangementer i fremtiden.
- 28/02-2006 Parken fordobler overskud i første halvår af regnskabsåret 2005/2006, og vil investere et trecifret millionbeløb i ny tribune og et fjerde kontortårn.
- 14/03-2006 Aktien dykker 6% efter vigtig tabt kamp til Brøndby om kvalificering til Champions league, samt skadet stjerneangriber
- 07/04-2006 FCK vinder Royal League med pæne præmiesummer til følge
- 10/04-2006 Parken køber Fitness DK for 300 mio. Der vurderes at være betydelige synergieffekter med øvrige aktiviteter og nye vækstmuligheder. Aktie stiger 6%.
- 11/04-2006 Danske Equities opjusterer efter køb af Fitness DK. Fair value dog under handelskurs (anbefaling hold)
- 15/05-2006 Nederlag og tab af guld i SAS ligaen
- 30/05-2006 Danske Equities siger at fokus er på kvalificering til Champions League, med potentielt store indtægter til følge. Er ikke indregnet i forventninger. Kurs stadig over fair value (anbefaling hold).
- 06/06-2006 Aktieugebrevet mener at bundlinieresultatet langt fra begrundet den aktuelle kurs. Mener også at der er usikkerhed forbundet med udvidelsen af koncernen med Fitness DK, hvilket ikke indgår med tilstrækkelig vægt i værdiansættelsen, ligesom Fitness DK's ekspansionsplan skal finansieres.
- 08/06-2006 Parken øger beholdningen af egne aktier fra 2,60% til 5,27%

23/06-2006	Landsholdsspiller Jesper Grønkjær tegner 4-årig kontrakt med FCK, hvilken kan betyde flere tilskuere til FCK's kampe
26/06-2006	Køb af Fitness DK gennemføres for 225 mio for 75% ejerandel. Danske Equities mener at fair value stadig er lidt under aktuel kurs (anbefaling hold)
09/08-2006	Kursen stiger 12% forud for kamp mod Ajax Amsterdam. Danske Equities mener at det er eufori blandt private investorer og at en sejr ikke vil kunne retfærdiggøre så stor stigning. Fair value er nu væsentlig under børskurs.
10/08-2006	Kursen falder tilsvarende efter tab mod Ajax Amsterdam
21/08-2006	Gudme Raaschou indleder dækning, og mener at aktien er for dyr. Kurstriggere identificeres som værende sportslige resultater og arrangementer i Parken og væsentlige kurstriggere er investeringer i eksisterende forretning og opførsel af nye anlæg (anbefaling reducer)
24/08-2006	FCK sejrer over Ajax Amsterdam og kurs stiger 25%. Det sikrer adgang til gruppespillet i Champions League og milliongevinst til Parken. Flemming Østergaard mener at der er mellem 60 og 100 mio i det. Dette bekræftes af både Berlingske, Ekstra Bladet og Deloitte. Indtægter vil stamme fra TV, entre, ølsalg, præmiepenge og point bonus
31/08-2006	Kursen stiger 8,25% efter nyhed om etablering af Lalandia Billund. Parken forudser trecifret millionavance og investeringsbudget på 2 mia.
01/09-2006	Gudme Raaschou mener at investeringen løfter værdien af Parken med 8%. Aktien er stadig overvurderet og kursmål sættes til 1075 mod en børskurs på 1341 (anbefaling reducer)
01/09-2006	Billetter til CL kampene lysesælges og estimeres til 20-25 mio. Kursen falder i løbet af september på fodboldresultater og CL nederlag.
02/10-2006	Aktieugebrevet mener efter offentliggørelse af kvartalsregnskab at Parken er en meget overvurderet aktie som følge af svag udvikling i lønsomhed og skuffende resultat på trods af ekstraordinær indtægter fra CL. Markedsværdi er dobbelt så høj som den bør være. Nuværende værdi kræver en tredobling af overskud indefor 2-3 år. Danske Equities mener at kursen er drevet af ren spekulation og ikke finansielle faktorer. Den er på kort sigt drevet af fodbold og eufori efter deltagelse i CL. Overvurdering skyldes flere forhold: 1) Steen Larsen og Parkens opkøb af aktier har pustet den op 2) Uændret basisindtjening (stigning skyldes værdiregulering på ejendomme) 3) Stort spillerindkøb med underskud på 100 mio 4) Et skuffende antal arrangementer i Parken 5) Trods stigende tilskuerantal ingen bundlinie fremgang, hvilket vil sige stigende omkostninger 6) Høj finansiell risiko som følge af mia investering i Lalandia Billund
01/11-2006	Fodboldresultater sender aktien op i løbet af november, ligesom Trygs køb af SATS for 1,3 mia. og planer om ny tribune og arena skrider frem.
22/11-2006	Kursen falder 8% efter FCK mister mulighed for at gå videre i CL og UEFA cup. De går dermed glip af økonomisk givtige europæiske turneringer i foråret.
27/11-2006	Ugebrev for bestyrelser analyserer at FCK's fremgang er finansieret af medvinden på ejendomsmarkedet og faldende renter (Parkens ejendomsinvesteringer og feriehuse i Lalandia). Fodboldforretningen gav bragende underskud, men hvor meget oplyses ikke af regnskaberne.
28/11-2006	Danske Equities anbefaler salg, da der næppe er flere kursrykkende nyheder i nærmeste fremtid. Aktien er overvurderet med ca 20%

2007:

Bliver et nyt rekordår, og FCK kåres til verdens dyreste fodboldklub på børsen. Alle 500 huse i Lalandia Billund er blevet solgt, og der udbydes yderligere 200, som er solgt kort efter. Ifølge Danske Bank er investeringen ikke i sig selv attraktiv, men der er en vis "Don Ø-effekt", som bevirker at folk hopper med på vognen når bare PSEs bestyrelsesformand Flemming Østergaard er bag rattet. Det går også godt for FCK der vinder SAS ligaen, og i maj 2007 når PSE sit højeste niveau nogensinde med en kurs på 2.000. Aktieugebrevet er på krigsstien igen og mener at regnskabet rensat for engangsindtægter afslører et underskud på driften, ligesom hele PSEs forretningsmodel er yderst risikabel, hvorfor aktien er stærkt overvurderet og oppebåret af en illusion. Mod slutningen af 2007 har PSE tabt omkring 2 mia. i markedsværdi, og kursen lander omkring 1.000. Der er kritik af den manglende gennemsikuelighed i regnskaberne, det er ikke til at gennemskue hvor indtjeningen stammer fra. Derudover ryger FCK ud af Champions League.

Højdepunkter og kurstriggere:

- 02/01-2007 Landsholdsspiller Niclas Jensen skriver 2,5 årig kontrakt med FCK.
Aktie stiger 2,3%
- 16/01-2007 Danske Equities: Fitness World presser Fitness DK på priserne. Fair value sættes til 1161 mod kurs på 1350 (anbefaling sælg)
- 19/01-2007 Carlsberg forlænger sponsorat til Parken frem til 2012. Værdi er ikke oplyst.
Aktien stiger 0,7%
- 26/01-2007 Fitness DK og Falck Healthcare indgår samarbejde der giver virksomheder adgang til sundheds- og fitnesscentre
- 07/02-2007 FCK er verdens dyreste fodboldklub på børsen med med markedsværdi på 450 mio mere end næstdyreste klub Arsenal
- 19/02-2007 Chelsea offentliggør underskud før skat på 888 mio.
- 28/02-2007 Halvårsregnskab med forventet overskud på 140 mio. Fremgang skyldes FCKs deltagelse i UEFA Champions Leagues gruppespil, samt fremgang i Lalandia Rødby og Supershoppen. Også stor interesse for Lalandia Billund med over 3000 på interesselisten til fritidshus. Også flere arrangementer i Parken sammenlignet med sidste år. Aktien stiger 3,45%
- 01/03-2007 Gudme Raaschou: aktien er fundamentalt set overvurderet og er pumpet kunstigt højt op trods pæn fremgang i regnskabstal (anbefaling reducer)
- 09/03-2007 FCK i Royal League finale
- 26/03-2007 Alle 500 fritidshuse er solgt i Lalandia Billund. Aktie stiger ved børsåbning 12%, men slutter dagen med en stigning på 7,3%. Der udvides med 219 huse yderligere som allerede er reserveret. Indtægtsføres først i løbet af 2008/2009. Don Ø effekt, ifølge Danske Bank, folk er med fordi Don Ø er det. Projektet er i sig selv som investering ikke videre attraktivt. Fair value er 1200, men handles til 1601 (anbefaling sælg)
- 10/04-2007 Det går godt i SAS ligaen. Aktien stiger i april med ca 23%
- 03/05-2007 Parkens all time high kurs nås, og herfra går det ned ad.
- 07/05-2007 FCK nederlag til AaB, og dermed mindskes forspring i ligaen. Kursen påvirkes
- 25/05-2007 3. kvartalsregnskab med omsætningsfremgang på 100%. Resultat -13 mio mod -5,1 samme tid sidste år. Aktie stiger 1,4%

29/05-2007	FCK vinder guld og dermed SAS ligaen
29/05-2007	Aktieugebrev: aktie er overvurderet med 30%. Der mangler information i regnskaberne og forretningen er for det meste baseret på engangsgevinster, hvilket opretholder en illusion. Ses der bort fra ekstraordinære gevinster er den underliggende indtjening meget svag og viser underskud på 13 mio. Mener at Don Ø blander og at forretningsmodellen er yderst risikabel. Aktien falder ca 4%.
08/06-2007	Aktien dykker 2,8% efter UEFA afslutning om at de næste 4 kampe ikke kan spilles i Parken efter spillers angreb på svensk spiller under kamp. Kursen retter sig dog op igen i løbet af dagen. Omsætningstab forventes at ligge på 15-20 mio grundet manglende billettilskud fra DBU til kampene på 108 kr pr tilskuer.
11/06-2007	Danske Equities: fair value 1400. Dom vil tære på Parken brandet og koste internationale kampe (anbefaling sælg).
04/07-2007	Hans Henrik Palm køber kontortårn D for 135 mio. Indtægten er allerede indregnet i forventningerne for året.
27/08-2007	Cimber Air sponsor for FCK håndbold og nu også for fodbold
30/08-2007	FCK ude af Champions League
13/09-2007	Euroinvestor har salgsanbefaling på aktien og har haft det siden midten af juli
19/09-2007	Danske Markets hæver anbefaling fra reducer til hold på dagen for kvalifikationskampen til UEFA cup
14/11-2007	Parkens markedsværdi er faldet siden toppen med cirka 2 mia. Kursen er nede i 1199, men der er ingen entydig forklaring. Dog nævnes at det er svært at se hvor indtjeningen præcis kommer fra i regnskabstallene.
23/11-2007	Parken kritiseres for manglende gennemsikkelighed i regnskaberne, det er ikke til at gennemskue hvor indtjeningen stammer fra. Don af mener dog at de fuldt ud lever op til standarden, og at de skal være meget pessimistiske for ikke at se en meget meget strålende fremtid for selskabet.
30/11-2007	Don Ø udtaler at Parken vil ud i Europa med enten forlystelse eller fitness

2008:

PSE går ind i 2008 med store forventninger til fremtiden. PSE vil ud i Europa med Lalandia konceptet, og køber et selskab der har option på erhvervelse af en stor byggegrund i Italien. Der er allerede interesse fra investorer, og projektet kan potentielt indbringe PSE en trecifret millionavance. Fitness DK har vokseværk og vil øge antallet af centre. Planerne om opførelsen af Københavns nye multiarena ved Parken får også et yderligere ryk frem, da et 5-årigt sponsorat med velhaverbanken Capinordic offentliggøres. Kursen kravler frem til sommeren op til 1.300 på de mange gode nyheder, og Flemming Østergaard udtaler glad at PSE endelig er ude af sportens skygge. I den sidste halvdel af 2008 begynder krisen så småt at melde sin ankomst. PSEs storktionær Steen Patrick Vela har en halv mia. i klemme i finansmanden Steen Brydes konkursbo Stones Invest, hvilket skaber uro omkring hans aktiepost i PSE. Kursen ryger for første gang siden 2006 under 1.000. Krisen får PSE til at

udskyde planerne om opførelsen af multiarenaen, mens det i pressen begynder at svirre om økonomiske problemer, grundet den store ekspansion - sket for lånte penge. Aktieugebrevet og Dansk Aktieanalyse udtaler at PSE med fravær af engangsindtægterne knap nok kan dække renteudgifterne, og er faretruende tæt på konkurs, ligesom markedsværdien er overvurderet med 1,3 mia. Flemming Østergaard, hans kone og medlemmer af både bestyrelse og direktion går ud og køber aktier for at signalere deres tiltro. Kursen er ved udgangen af 2008 helt nede på 400.

Højdepunkter og kurstriggere:

- 30/01-2008 Don Ø har store forventninger til fremtiden i Fitness DK og forventer at øge antal centre til omkring 40 ved udgangen af året. Dvs en tilgang på 5 centre. Don Ø mener at den ny strategi (bla. afskaffelse af bindingsperiode og nytårskampagne) vil cementere Fitness DK som danskernes fortrukne fitnesskæde. Siden nytår er der kommet 12.000 nye medlemmer.
- 06/02-2008 Capinordic og Parken har indgået en 5-årig sponsoraftale omkring den nye arena, som forventes at stå klar i 2009. Ligeledes er indgået et 2-årigt sponsorat omkring herre håndbold holdet.
- 27/02-2008 Parken sælger aktieandel i Billetlugen.dk, men erhverver en post på 10% efterfølgende mod tidligere 55%.
- 31/03-2008 Årsregnskab offentliggøres. Overskud før skat er 162 mio.
Don Ø udtaler: ” Vi har en fornuftig driftsindtjening, og i takt med styrkelsen af førende brands som fitness dk, Lalandia, Parken, F.C. København og FCK Håndbold forbedres vores markedspositioner på de centrale forretningsområder, hvilket lover godt for fremtiden. Sideløbende er vi i færd med at etablere yderligere platforme for forretningsmæssig udvikling i form af flere fitnessdk-centre, modernisering af Parken med ny tribune og nye kontortårne, projektering af Capinordic Arena ved Parken, udbygning af faciliteter i Lalandia samt ikke mindst opførelsen af Nordeuropas største feriecenter Lalandia ved Legoland i Billund”
Forventet resultat for næste år er 100 mio.
- 31/03-2008 Danske Equities: resultatet var fuldstændig som ventet, men forventninger til næste år er konservative og svagere end forudset. Hvilket kan skyldes byggeaktiviteten I Parken.
- 31/03-2008 Optionsprogram til ledelsen introducers. Markedsværdi ca. 4 mio.
- 30/04-2008 Don Ø erhverver aktier til værdi af 42 mio. Hans Henrik Palm solgte for to dage siden for ca 38 mio.
- 19/05-2008 Parken har indledt forhandlinger om gennemførelse af et projekt I sydeuropa hvor moderne sportsfaciliteter kombineres med ferielejligheder, det er hensigten at Parken skal stå for salget, samt driften af faciliteterne.
- 20/05-2008 Positivt kvartalsregnskab påvirket af spillersalg samt indtægter fra aktiesalg I Billetlugen A/S.
- 26/05-2008 Bestyrelsesformand og direction tildeles optioner til markedsværdi på 7,4 mio.
- 24/06-2008 Parken erhverver 70% af selskab med option på erhvervelse af den italienske byggegrund. Transaktionen sker med 102.000 stk aktier I Parken.
Salgsprocessen forventes at gå igang I foråret 2009 og anlægget forventes færdigt I 2012. Det skønnes at indbringe et trecifret millionbeløb og være en af de bedste investeringer I Parkens historie. Både skandinaviske og udenlandske

- investorer viser allerede nu stor interesse i projektet, som også kan bruges af lokale og ferierende i området og ikke kun gæsterne i centeret.
- 22/08-2008 Kvartalsregnskab med positivt resultat på 57 mio før skat. Parken er nu også trådt ud af sportens skygge og har flere strenge at spiller siger Don Ø.
- 11/09-2008 Aktiekursen falder kraftigt efter det er kommet ud at storaktionær Steen Larsen har en halv mia i klemme i konkursboet Stones Invest. Investorer i Parken er derfor nervøse for at Steen Larsen er presset på økonomien og må sælge ud. Samme dag køber Don Ø aktier for 1 mio.
- 01/10-2008 Steen Larsen udtaler at han har mistet 400 mio efter krisens indtog, men bekræfter dog at han fortsat har masser af likviditet og knap 900 mio tilbage af formuen.
- 06/10-2008 Parken opjusterer efter kvalifikation til UEFA-cuppen, men det smitter ikke af på kursen, som falder 1%.
- 24/10-2008 Kappa og FCK indgår en sponsoraftale på 40 mio over tre år.
- 11/11-2008 Parken udskyder byggeriet af multiarenaen grundet krisen. Don Ø forventer i den forbindelse at der kan spares et tocifret millionbeløb ved at vente 12 måneder. Han afviser samtidig at der skulle være økonomiske problemer, og at det går som aldrig før.
- 11/12-2008 Aktieugebrevet mener at Parken er nødt til at løfte lønsomheden, da den nuværende drift uden engangsindtægterne fra sommerhuse og kontorer kun kan dække renteudgifterne, hvorfor der reelt tjenes et rundt nul, og mener at de er finansielt pressede. Markedsværdien er pt overvurderet med 1,3 mia, mens det på lang sigt ikke er urealistisk.
- 03/12-2008 Don Ø og hans kone samt flere bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af direktionen opkøber aktier, da de mener at kursen er lav og viser tro på fremtiden.
- 19/12-2008 Direktør Peter Falk-Sørensen fra Dansk aktieanalyse mener at Parken er faretruende tæt på konkurs som følge af gældsvæksten, herunder stor kortfristet gæld og investeringerne i konjunkturfølsomme projekter. Fremtiden afhænger af bankernes villighed til fortsat at låne penge. Aktien falder 17% som følge af flere artikler i dagspressen. Parken afviser og henviser til opjusteringen, og stærkt cash flow, hvilket retter kursen op en anelse

2009:

Det ser ikke meget bedre ud i begyndelsen af nye år. Pressen får foretaget et revisionsgennemsyn af regnskabet, og meldingen om at PSE muligvis ikke har styrken til at stå igennem krisen sender aktiekursen ned, ligesom eksperter udtrykker undring over Flemming Østergaard og PSEs massive opkøb af egne aktier gennem 2008 for samlet 265 mio. kr. Købene er sket for lånte penge, hvorfor kursmanipulation er på tale. PSE affejer igen, og står ved forretningsmodellen og forventningerne til fremtiden. I januar melder PSE at projektet i Italien sættes i bero, samt at storaktionær Steen Patrick Vela sælger ud af sin aktiepost for at dække en bankgæld på 300 mio. Posten erhverves af to danske forretningsmænd. Frem mod sommeren stiger kursen til 718 på gode fodboldresultater og udsigten til at vinde SAS ligaen og chancen for at kvalificere sig til Champions League. PSE

forventer et positivt resultat for 2009, selvom kvartalsregnskaberne indtil videre viser underskud, som følge af blandt andet høje finansieringsomkostninger. FCK kvalificerer sig ikke til Champions League og kursen dykker til 598 på trods af Flemming Østergaards meldinger om at det slet ikke er indregnet i forventningerne. Hen mod efteråret præsenterer PSE et gigantisk underskud på en kvart mia., men ledsager med en udmelding om at en solid strategiplan er iværksat. Kursen rasler ned og når i december ned under 300. Aktieugebrevet forudsiger at PSE om 3-4 år blot vil bestå af FCK, ligesom det kalder investering i PSE for yderst risikabel.

Højdepunkter og kurstriggere:

- 12/01-2009 Berlingske Business får to revisorer til at kigge på regnskaberne, og de mener ikke at Parken har styrken til at stå imod krisen. Den ene sammenligner Parkens ekspansion med et kasino hvor gevinsten er usikker. Aktien falder 13 % som følge af artikler i dagspressen.
- 22/01-2009 Rygter om kursmanipulation svirrer. Don Ø og Parken har frem til september 2008 købt aktier for 265 mio, hvilket nogle mener har holdt hånden under Parken i en tid hvor mange andre har oplevet voldsomme kursfald. Flere eksperter udtrykker undring og bekræfter at det kan have kurspåvirkende effekt, ligesom Parken ikke har nogen grund til at købe egne aktier. Købene sker får lånte penge. Don Ø afviser, og henviser til en sund forretning, der dog har oplevet højere finansielle omkostninger end der oprindeligt er kalkuleret med.
- 29/01-2009 Parken udskyder det italienske byggeri på ubestemt tid.
- 30/01-2009 Avis mener at Parken skyder over målet med den budgetterede og forventede indtjening fra Lalandia Billund
- 09/02-2009 Nordea kræver at storaktionær Steen Vela (Larsen) sælger sin aktiepost i Parken for at dække en gæld på 300 mio som kræves indfriet. Aktien falder cirka 6 %.
- 25/02-2009 Danske Markets anbefaling går fra hold til reducer grundet usikkerhed om investeringer i erhvervsejendomme, samt risiko for at storaktionær sælger ud.
- 23/03-2009 Karl Peter Storgaards KPS invest køber op af Steen Velas aktier.
- 24/03-2009 Erik Skjærbæk køber resten af Steen Velas andel og ejer nu 15,58% af aktierne i Parken.
- 26/03-2009 Parken venter et positivt resultat for 2009, men vil grundet usikkerheden i markedet ikke komme med et estimat endnu.
- 30/03-2009 Aktieugebrevet tilbagetrækker deres vurdering om at Parken på lang sigt er en god investering. Der er for stor usikkerhed, og hvis Fitness DK og Lalandia rammes af de dårlige konjunkturer, vil det se slemt ud. Indtjeningen er reelt nul, hvis der ses bort fra sommerhussalget.
Danske Equities er bekymret for Parkens eksponering på ejendomsmarkedet, ligesom Lalandias indtjening skuffer. Derimod synes Fitness DK turnaround at være succesfuld. Men værdiansættelsen er for høj sammenlignet med den europæiske rejse og fritidssektor, som handles til lavere multipler.
- 14/04-2009 Don Ø køber aktier for en halv mio, som tillidserklæring til Parken.
- 18/05-2009 Aktien stiger med 21% som følge af gode fodboldresultater og udsigt til at vinde SAS ligaen og chancen for at kvalificere til Champions League.

- Parken præsenterer underskud i første kvartal på 30 mio, hvilket forklares med stigende finansielle omkostninger, samt nogle ekstraordinære indtægter i samme periode sidste år.
- 07/08-2009 Aktien stiger 7% efter kamp mod Cypem i Champions League.
- 21/08-2009 Halvårsregnskabet viser et underskud på 25 mio mod overskud på 57 mio samme tid sidste år. Skyldes transferomkostninger og finansielle omkostninger. Der forventes positivt resultat for hele året.
- 27/08-2009 Aktien falder 21% efter at FCK taber til Cypem, hvorfor de ikke kvalificerer sig til Champions League, og dermed går glip af indtægter på omkring 100 mio. Don Ø udtaler dog at der slet ikke budgetteres med disse indtægter, men at de blot vil være et plus.
- 30/09-2009 Parken udskyder igen planerne om multiarenaen til april 2010, med den begrundelse at Københavns kommune vil støtte et arena byggeri i Ørestaden med en rente og afdragsfrit lån.
- 20/11-2009 Parken præsenterer et stort underskud ved offentliggørelsen af 3. kvartalsregnskab på 245 mio. Dette skyldes nedskrivninger og finansielle omkostninger. Don Ø afviser at Fitness DK blev købt for dyrt, og fastholder at det blev erhvervet til markedspris. Der er iværksat en solid strategiplan, ligesom der blandt andet er foreslået en reduktion af bestyrelses honorar. Aktieugebrevet kommer med en yderst dystre analyse oven på regnskabet og mener at Parken de næste 3-4 år vil være en afviklingsforretning, som med tiden vil ændre navn til blot FCK. Kursen falder knap 14%
- 23/11-2009 Aktieugebrevet anser aktien for at være yderst risikabel og en man bør holde sig fra. Den aktuelle børsverdi burde være omkring 300 mio, svarende til en kurs på 127. Aktuelt handels aktien til kurs 400.
- 01/12-2009 Direktør for Fitness DK Steen Keller vælger at søge nye udfordringer og fratræder til maj 2010.
- 03/12-2009 Bestyrelsen slankes med to medlemmer
- 08/12-2009 Lejerne siver fra kontortårnene, som følge af de faldende lejepriser ude i byen. De søger efter billigere alternativer. Dette kan ramme salgsprisen, da denne bestemmes ud fra det forventede afkast. En ejendom uden lejere er mindre værd end en med lejere.

Bilag 2.3 – Beskrivelse af peer group

Fitness

Fitness World

Etableret af Henrik Rossing, der for år tilbage solgte fitnesskæden Ve og Vel for 50 mio. kr. til en amerikansk kæde. Åbnede første center i 2005, og har hurtigt overtaget førertrøjen fra Fitness DK. PSE blev præsenteret for konceptet om billig fitness med et tilbud om samarbejde, hvilket blev afslået. Siden har kæden ændret markedet og ekspanderet kraftigt.

SATS

Det danske datterselskab af en skandinavisk fitnesskæde ejet af forsikringsgiganten Tryg. Primært beliggende i københavnsområdet. Har endnu ikke haft held med at tjene penge på det danske marked, som også betegnes som kædens problembarn. En konstant faldende omsætning og stadig større underskud truer kædens fremtid.

Fodbold

Brøndby IF

Danmarks næststørste fodboldklub, som råder over Brøndby Stadion og Brøndby hallen. Klubben er ligesom PSE børsnoteret. Over de sidste 10 år har klubben ligget i superligaens top 3 7 gange, heraf 2 gange som vinder.

AGF

En del af sportskoncernen Århus Elite, som indtil for nyligt udover fodbold, også rådede over blandt andet håndbold, basketball, dans og Tivoli Friheden. Klubben har ikke klaret sig særlig godt, og det er efterhånden 13 år siden at de har befundet sig i toppen af superligaen. Er ligesom PSE noteret på børsen og har ikke tjent penge de sidste fem regnskabsår.

OB

Siden 2006 en del af koncernen Odense Sport og Event, der udover fodboldholdet også råder over Arena Fyn og de omkringliggende kongresarealer. Har de sidste tre år ligget i toppen af superligaen, heraf de to sidste på en andenplads, mens FCK har stået på sejrsskamlen.

Aab

Nordjysk klub med tre superligasejre på samvittigheden, dog har de kun to gange på de sidste ti år formået at havne i ligaens top tre, heraf en sejr. Er som PSE noteret på børsen, men lider ligesom de fleste andre fodboldklubber af enormt svingende økonomiske resultater

Forlystelse

Legoland

Virksomheden har ligesom Lalandia en unik profil indenfor forlystelsesparker, og der ikke findes andre der tilbyder det samme produkt. Parken i Danmark ligger placeret i Billund tæt ved lufthavnen. Derudover tilbyder Legoland overnatningsmuligheder på Lego hotel, og miniferier i samarbejde med Lalandia Billund og Givskud Zoo. Siden 2005 ejet af amerikanske Merlin Entertainments Group.

Dancenter

Det første og et af de største danske sommerhusudlejningsbureauer. De råder ydermere over hele 21 feriecentre i Danmark, hvoraf mange har mindre badelande. Siden 2002 har de ekspanderet og råder nu også over ferieboliger i blandt andet Frankrig, Spanien og Italien.

Fårup Sommerland

En af Danmarks mest besøgte forlystelsesparker med over 500.000 årlige besøgende. Er beliggende i Nordjylland. Har ligesom Legoland og Tivoli opnået hele fem stjerner af DTA (Danske Turist Attraktioner), hvilket er det højeste antal, og ensbetydende med ”en helstøbt attraktion på internationalt niveau”⁶⁸

Tivoli

Danmarks absolut mest besøgte turistattraktion med over 3,5 mio. besøgende årligt. Beliggende på Danmarks bedste adresse i hjertet af hovedstaden. Etableret i 1843 og dermed, efter Bakken, verdens ældste forlystelsespark. Er noteret på børsen, mens 62% af aktierne ejes af blandt andet Scandinavian Tobacco og Danske Bank.

Underholdning

Forum

Ejet af Bella Center og ligesom Parken centralt placeret ved søerne på Frederiksberg. Er ramme om et stort antal koncerter, messer og øvrige arrangementer og har plads til op mod 10.000 tilskuere. Ligger lige ved den københavnske metrobane med ”egen” station.

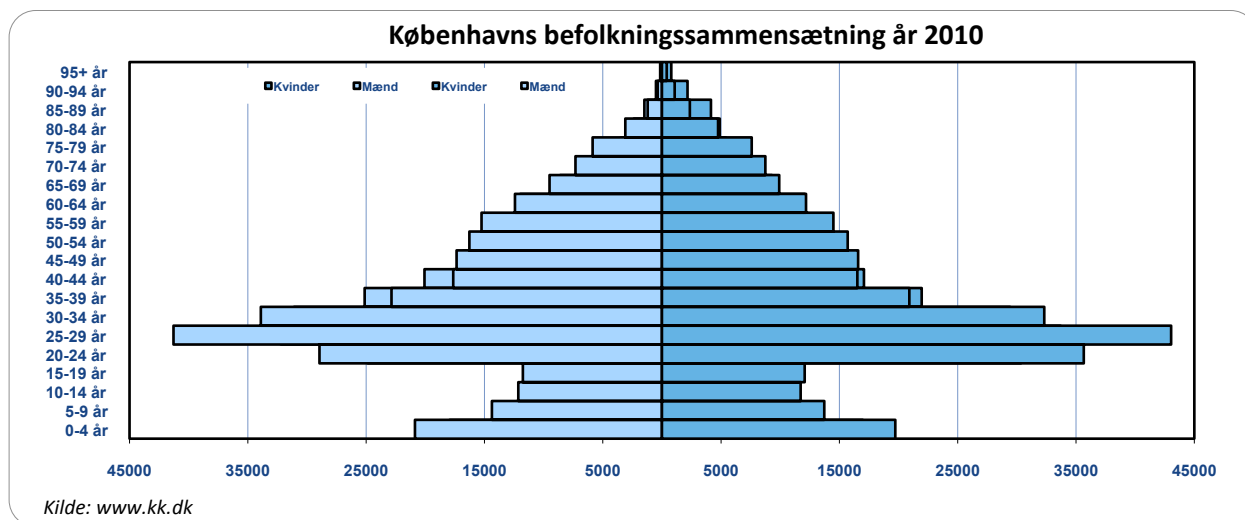
Messecenter Herning

Et bygningskompleks bestående af 15 haller til messer, koncerter, sportsarrangementer og meget andet. Hidtil største arrangement har været Bruce Springsteen koncerten i 2009, hvor 50.000 samledes. En af arenerne er hjemmebane for superligaklubben FC Midtjylland.

⁶⁸ <http://www.turistattraktion.dk/Om%20DTA/Stjerneklassificering.aspx>

Bilag til kapitel 3

Bilag 3.1 – Aktuell befolkningssammensætning i København



Bilag til kapitel 4

Bilag 4.1 – Reformulerede regnskaber for Fitness og fodbold

Fitness DK: Hovedtal fra resultatopgørelse	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	105.744	312.176	342.882	425.579	454.893
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	26.698	19.803	34.302	41.690	47.245
Resultat af primær drift (EBIT)	19.005	2.388	10.839	6.071	10.753
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	13.744	2.386	9.150	12.241	8.314
Finansielle poster netto, før skat	-2.112	-1.365	-2.180	-3.435	-5.052
Finansielle poster netto, efter skat	-1.527	-1.364	-1.840	-6.926	-3.906
Ordinært resultat før skat	16.893	1.023	8.659	2.636	5.701
Årets resultat	12.217	1.022	7.310	5.315	4.408

Fitness DK: Hovedtal fra balance

Arbejdskapital, netto	1.002	10.862	-29.860	107.094	96.872
Gns. Arbejdskapital	356	5.932	-9.499	38.617	101.983
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	21.331	40.604	56.633	118.654	174.458
Gns. Investeret kapital	38.970	69.506	94.991	163.970	224.635
Gns. Egenkapital	17.639	28.903	38.358	45.316	50.177

Fitness World: Hovedtal fra resultatopgørelse	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009
Nettoomsætning	0	0	0	200.754	312.939
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	2.115	6.607	5.411	54.164	78.157
Resultat af primær drift (EBIT)	1.736	5.654	4.417	36.766	48.058
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	1.249	4.338	4.043	27.696	35.684
Finansielle poster netto, før skat	-81	799	-37	-6.284	-15.983
Finansielle poster netto, efter skat	-58	613	-34	-4.734	-11.868
Ordinært resultat før skat	1.655	12.852	12.764	30.662	32.075
Årets resultat	1.191	9.860	11.682	23.098	23.816

Fitness World: Hovedtal fra balance

Arbejdskapital, netto	-2.954	5.418	18.987	-40.899	-70.389
Gns. Arbejdskapital	-2.131	1.232	12.203	-10.956	-55.644
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	4.312	-247	-921	28.463	56.319
Gns. Investeret kapital	-37	5.374	15.883	60.401	111.967
Gns. Egenkapital	-4.349	5.621	16.804	31.938	55.648
Gns. Anlægsaktiver	2.094	4.142	3.681	71.358	167.612
Gns. Aktiver	6.915	12.117	21.293	104.008	206.299
Gns. Passiver	6.915	12.117	21.293	104.008	206.299
Omsætningsaktiver	3.898	2.990	12.759	22.178	11.928
Kortfristet gæld	4.417	2.286	2.256	43.948	67.061

BRØNDBY: Hovedtal fra resultatopgørelsen	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	153.962	130.331	133.730	182.149	249.347
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	51.747	90.445	3.645	13.046	29.114
Resultat af primær drift (EBIT)	39.795	78.240	-13.199	-8.620	11.573
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	28.876	59.733	-8.494	-6.308	27.482
Finansielle poster netto, før skat	-8.367	-6.300	-10.799	-10.300	-9.510
Finansielle poster netto, efter skat	-6.071	-4.810	-6.949	-7.538	-22.583
Ordinært resultat før skat	31.428	71.940	-23.998	-18.920	2.063
Årets resultat	22.805	54.923	-15.443	-13.846	4.899

BRØNDBY: Hovedtal fra balancen

Arbejdskapital, netto	-27.216	7.412	44.664	-6.833	28.294
Gns. Arbejdskapital	-12.807	-9.902	26.038	18.915	10.731
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	137.538	160.555	205.179	185.301	159.258
Gns. Investeret kapital	395.030	457.879	573.861	588.423	555.856
Gns. Egenkapital	257.492	297.324	368.683	403.122	396.598
Gns. Anlægsaktiver	407.837	467.781	547.824	569.508	545.126
Gns. Aktiver	436.077	520.525	664.060	678.603	662.536
Gns. Passiver	436.077	520.525	664.060	678.603	662.536
Omsætningsaktiver	19.768	85.720	146.753	43.643	163.382
Kortfristet gæld	41.661	107.531	154.310	108.672	174.364

AGF: Hovedtal fra resultatopgørelsen

	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	48.486	77.817	68.694	98.392	106.181
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	-22.146	-2.977	-7.814	-904	-34.071
Resultat af primær drift (EBIT)	-23.037	-4.012	-9.979	-3.621	-39.140
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	-23.037	-4.011	-9.979	-3.621	-39.140
Finansielle poster netto, før skat	-347	787	2.468	3.705	-4.333
Finansielle poster netto, efter skat	-347	787	2.468	3.705	-4.333
Ordinært resultat før skat	-23.384	-3.225	-7.511	84	-43.473
Årets resultat	-23.384	-3.224	-7.511	84	-43.473

AGF: Hovedtal fra balancen

Arbejdskapital, netto	6.704	9.330	6.399	26.414	24.880
Gns. Arbejdskapital	4.084	8.017	7.865	16.407	25.647
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	6.210	-7.372	-3.004	6.391	25.506
Gns. Investeret kapital	10.045	15.069	20.712	51.203	78.971
Gns. Egenkapital	3.836	22.441	23.716	44.813	53.465
Gns. Anlægsaktiver	5.961	7.052	12.847	34.797	52.790
Gns. Aktiver	37.331	84.108	136.157	293.152	268.009
Gns. Passiver	37.331	84.108	136.157	293.152	268.542
Omsætningsaktiver	33.836	119.831	122.388	388.316	39.710
Kortfristet gæld	23.065	99.939	123.824	121.515	57.627

OB: Hovedtal fra resultatopgørelse	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	80.741	109.940	204.729	255.619	239.037
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	7.003	10.087	25.745	31.413	19.647
Resultat af primær drift (EBIT)	4.517	5.320	14.943	10.326	-3.443
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	2.940	3.731	9.345	5.998	-2.763
Finansielle poster netto, før skat	-2.506	-2.726	-4.580	-9.813	-9.824
Finansielle poster netto, efter skat	-1.631	-1.912	-2.864	-5.700	-7.883
Resultat før skat	2.011	2.594	10.363	513	-13.267
Årets resultat	1.309	1.819	6.481	298	-10.646

OB: Hovedtal fra balance

Arbejdskapital, netto	12.149	-36.888	-24.032	-20.848	-22.423
Gns. Arbejdskapital	8.114	-12.370	-30.460	-22.440	-21.636
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	92.304	105.262	148.503	207.693	239.898
Gns. Investeret kapital	128.622	172.327	249.603	310.355	335.557
Gns. Egenkapital	36.318	67.066	101.101	102.663	95.659

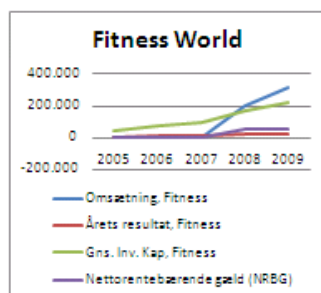
AAB: Hovedtal fra resultatopgørelsen	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	74.800	108.888	137.263	224.394	119.093
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	1.104	16.568	8.841	55.444	-50.900
Resultat af primær drift (EBIT)	-8.082	6.145	-4.775	46.811	-63.546
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	-5.116	4.895	-3.387	39.664	-66.103
Finansielle poster netto, før skat	-1.183	485	-2.957	-10.130	-23.461
Finansielle poster netto, efter skat	-749	386	-2.097	-8.583	-24.405
Ordinært resultat før skat	-9.265	6.630	-7.732	36.681	-87.007
Årets resultat	-5.865	5.281	-5.484	31.081	-90.508

AAB: Hovedtal fra

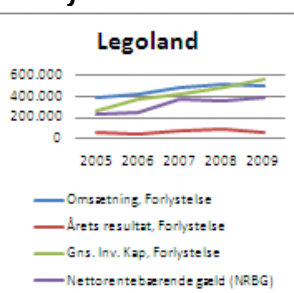
Arbejdskapital, netto	55.320	66.718	73.830	73.915	49.719
Gns. Arbejdskapital	54.524	61.019	70.274	73.873	61.817
Gns. Nettorentebærende gæld (NRBG)	40.214	10.031	8.987	64.020	112.256
Gns. Investeret kapital	197.652	111.923	141.558	210.869	230.243
Gns. Egenkapital	157.438	101.892	132.572	146.849	117.987
Gns. Anlægsaktiver	n/a	50.904	71.284	136.996	168.426
Gns. Aktiver	n/a	166.869	248.607	293.492	275.094
Gns. Passiver	210.134	166.869	248.607	293.492	275.094
Omsætningsaktiver	25.412	72.476	37.926	73.357	39.814
Kortfristet gæld	23.546	75.438	135.953	128.101	147.427

Bilag 4.2 – Vækststal for peer group

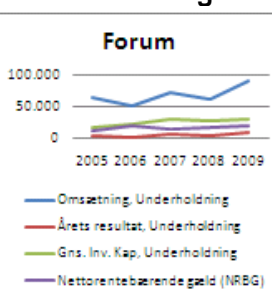
Fitness:



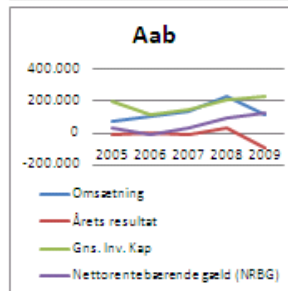
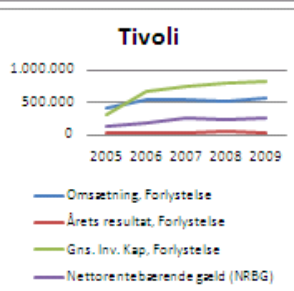
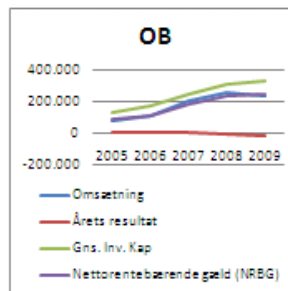
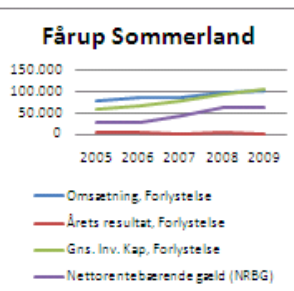
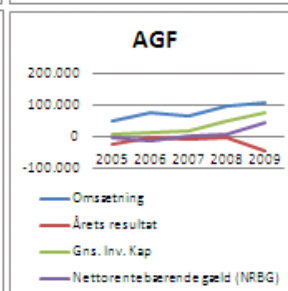
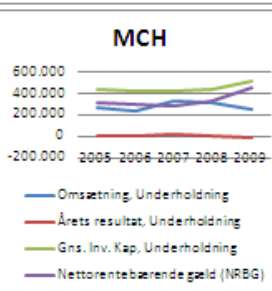
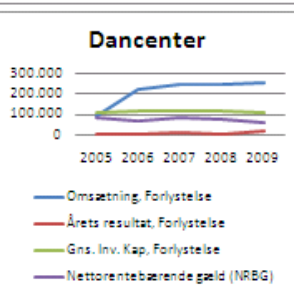
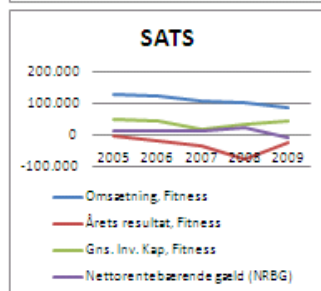
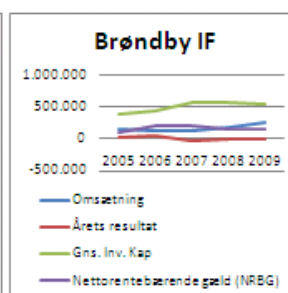
Forlystelse:



Underholdning:



Fodbold:



Bilag 4.3 – Rentabilitetsanalyse, underliggende drivere for PSE koncernen

AOH, drivere (1/AOH)	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009
Immaterielle aktiver	0,31	0,37	0,40	0,41	0,24
Materielle aktiver	1,82	1,73	0,65	0,98	1,18
Varebeholdninger	0,03	0,03	0,21	0,20	0,06
Tilgodehavender	0,28	0,21	0,10	0,18	0,06
Aktiver	2,47	2,37	1,52	1,91	1,55
Leverandørgæld etc.	-0,34	-0,27	-0,20	-0,17	-0,10
Passiver	-0,59	-0,59	-0,35	-0,31	-0,23

Overskudsgraden, drivere	2004/2005	2005/2006	2006/2007	2008	2009
Eksterne omkostninger	43,86%	43,57%	46,32%	62,09%	56,55%
Personaleomkostninger	35,22%	36,75%	32,09%	23,68%	26,20%
Resultat af transferaktiviteter	3,42%	6,68%	2,64%	1,15%	4,93%
Af- og nedskrivninger	4,77%	4,83%	5,31%	4,07%	4,76%
Amortiseringer	0,00%	0,00%	2,58%	0,31%	0,31%
OG	12,23%	10,82%	12,07%	6,27%	-8,50%

Bilag 4.4 – Trendanalyser

Fitness DK RESULTATOPGØRELSE	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	100	295	324	402	430
Vareforbrug	100	139	206	240	226
Andre eksterne omkostninger	100	442	431	524	571
Bruttoresultat	100	191	249	319	335
Personaleomkostninger	100	302	363	474	486
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	100	74	128	156	177
Afskrivninger på immaterielle anlægsaktiver	100	9	5	14	19
Resultat af primær drift (EBIT)	100	13	57	32	57
Finansielle indtægter	100	770	207	2760	633
Finansielle omkostninger	100	134	113	418	278
Ordinært resultat før skat	100	6	51	16	34
Skat af ordinært resultat	100	0	29	-57	28
Årets resultat	100	8	60	44	36

Fitness DK BALANCEPOSTER	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle anlægsaktiver	100	377	479	456	314
Materielle anlægsaktiver	100	255	326	374	315
Finansielle anlægsaktiver	100	213	211	221	227
Anlægsaktiver i alt	100	250	309	347	299
Varebeholdninger	100	406	1782	4275	2953
Tilgodehavender	100	683	225	2093	2089
Likvide beholdninger	100	1343	2036	438	16
AKTIVER I ALT	100	324	334	572	519
Egenkapital	100	143	180	202	221
Hensatte forpligtelser	100	559	560	525	822
Leasingforpligtelser	100	62	14	49	27
Kreditinstitutter	100	370	0	0	0
Kortfristet del af langfristede gældsforpligtelser	100	92	82	146	95
Kreditinstitutter	100	30	0	2096	1659
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100	757	1625	617	475
Anden gæld	100	363	421	473	674
Periodeafgrænsningsposter	100	22295	31568	32610	34559
PASSIVER I ALT	100	324	334	572	519

Lalandia RESULTATOPGØRELSE	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	100	116	124	135	121
Vareforbrug	100	115	126	132	117
Andre eksterne omkostninger	100	124	133	150	174
Bruttoresultat	100	113	119	131	110
Personaleomkostninger	100	109	112	127	129
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	100	126	141	143	51
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	100	119	122	133	145
Resultat af primær drift (EBIT)	100	128	148	146	20
Resultat før skat i dattervirksomhed	100	45	-57	-2	33
Finansielle indtægter	100	130	138	154	222
Finansielle omkostninger	100	155	70	265	574
Ordinært resultat før skat	100	122	136	132	23
Skat af ordinært resultat	100	138	132	132	21
Årets resultat	100	117	137	133	23

Lalandia BALANCEPOSTER	2005	2006	2007	2008	2009
Anlægsaktiver i alt	100	92	148	156	93
Varebeholdninger	100	112	112	130	121
Tilgodehavender	100	35	85	143	133
Likvide beholdninger	100	1921	340	330	301
AKTIVER I ALT	100	82	105	148	126
Egenkapital	100	126	246	324	337
Hensatte forpligtelser	100	80	24	37	0
Kreditinstitutter	100	0	28	114	85
Modtagene forudbetalinger fra kunder	100	118	42	42	27
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100	58	165	121	102
Gæld til tilknyttede virksomheder	100	502	342	950	97
Selskabsskat	100	0	0	0	0
Anden gæld	100	88	65	76	68
PASSIVER I ALT	100	82	105	148	126

Parken RESULTATOPGØRELSE	2005	2006	2007	2008	2009
Nettoomsætning	100	105	120	118	154
Andre eksterne omkostninger	100	104	125	116	135
Bruttoresultat	100	109	111	121	195
Personaleomkostninger	100	97	113	109	122
Resultat af primær drift før afskrivninger (EBITDA)	100	750	-8	785	4153
Afskrivninger på materielle anlægsaktiver	100	97	71	56	50
Resultat af primær drift (EBIT)	100	6	82	-46	-521
Finansielle indtægter	100	909	532	715	509
Finansielle omkostninger	100	33	58	667	91
Ordinært resultat før skat	100	-6	74	-25	-509
Skat af ordinært resultat	100	-7	55	-33	-485
Årets resultat	100	-5	81	-22	-517

Parken BALANCEPOSTER	2005	2006	2007	2008	2009
Immaterielle aktiver	100	80	33	30	0
Materielle anlægsaktiver	100	74	61	74	73
Finansielle anlægsaktiver	100	344	134	165	139
Anlægsaktiver i alt	100	99	65	79	74
Varebeholdninger	100	213	164	113	154
Tilgodehavender	100	85	43	36	167
Likvide beholdninger	100	256	103	478	497
AKTIVER I ALT	100	98	56	61	146
Egenkapital	100	103	50	80	199
Leverandører af varer og tjenesteydelser	100	64	53	35	56
Anden gæld	100	129	75	123	201
Periodeafgrænsningsposter	100	121	5	11	56
PASSIVER I ALT	100	98	56	61	146

PSE, common-size og trendanalyse af de eksterne omkostninger

Common-size

Trend/indeksanalyse

2005	2006	2007	2008	2009	OMKOSTNINGER	OMRÅDE	2005	2006	2007	2008	2009
24%	24%	44%	20%	24%	Driftsomkostninger ejendomme		100	112	430	426	511
5%	3%	3%	1%	2%	Kamp- og spilleromkostninger	FCK	100	63	126	134	162
19%	18%	10%	5%	8%	F&B og konferencecenter m.v.	Lalandia	100	109	125	139	211
10%	13%	10%	4%	5%	Salg og markedsføringsomkostninger		100	146	229	187	249
11%	11%	10%	6%	6%	Administrationsomkostninger		100	108	205	252	274
4%	5%	3%	1%	1%	Vareforbrug m.v., merchandise	FCK	100	122	176	141	97
10%	10%	8%	4%	4%	Vareforbrug m.v., øvrigt varesalg		100	111	177	193	195
0%	0%	0%	49%	41%	Vareforbrug m.v., salg af feriehuse	Lalandia	n/a	n/a	n/a	100	83
16%	16%	13%	10%	10%	Andre omkostninger		100	112	187	304	306
55%	54%	59%	74%	68%	Eksterne omkostninger		100	112	235	506	505

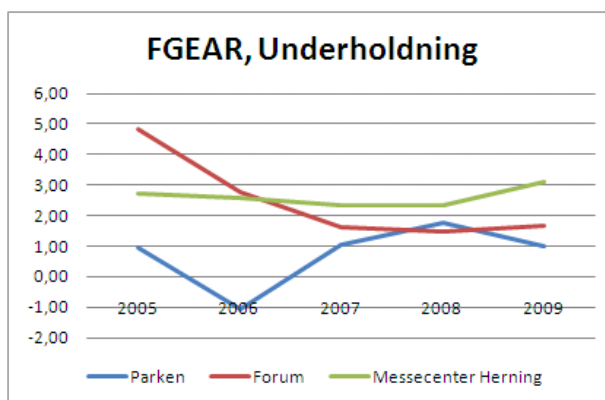
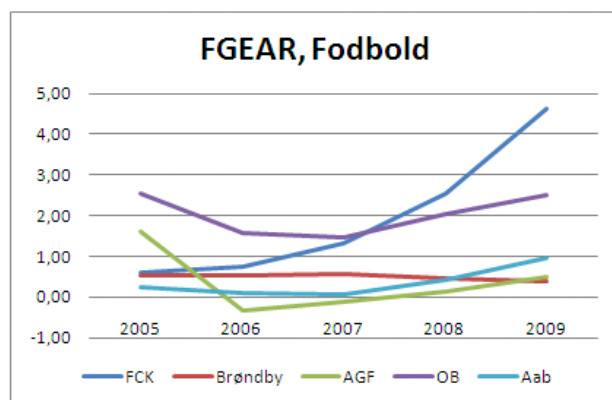
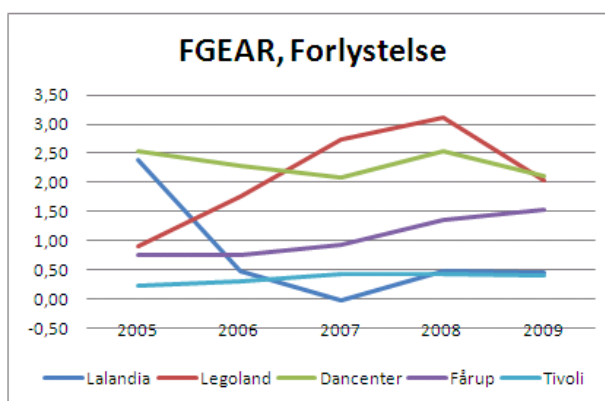
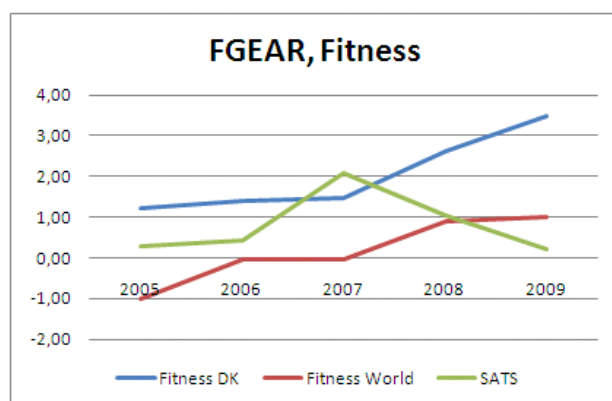
Bilag 4.5 – Risiko og likviditetsanalyse

Langsigtet likviditet og risiko, Fitness	2005	2006	2007	2008	2009
FGEAR					
Fitness DK	1,21	1,40	1,48	2,62	3,48
Fitness World	-0,99	-0,04	-0,05	0,89	1,01
SATS	0,29	0,41	2,08	1,04	0,20
Soliditets grad					
Fitness DK	0,43	0,32	0,25	0,21	0,19
Fitness World	0,17	0,83	1,11	0,39	0,34
SATS	0,44	0,28	-0,12	0,48	0,28
Rente dæknings grad					
Fitness DK	9,00	1,75	4,97	1,77	2,13
Fitness World	21,43	-7,08	119,38	5,85	3,01
SATS	-1,23	-7,35	-76,40	46,68	6,88

Langsigtet likviditet og risiko, Forlystelse	2005	2006	2007	2008	2009
FGEAR					
Lalandia	2,39	0,47	-0,03	0,47	0,44
Legoland	0,92	1,75	2,73	3,11	2,04
Dancenter	2,54	2,28	2,10	2,54	2,10
Fårup	0,75	0,76	0,94	1,35	1,54
Tivoli	0,24	0,30	0,42	0,43	0,41
Soliditets grad					
Lalandia	0,25	0,32	0,41	0,60	0,58
Legoland	0,40	0,30	0,16	0,27	0,34
Dancenter	0,28	0,29	0,28	0,21	0,33
Fårup	0,49	0,51	0,44	0,39	0,34
Tivoli	n/a	0,70	0,63	0,61	0,57
Rente dæknings grad					
Lalandia	-11,51	-12,60	-9,87	-17,15	-5,13
Legoland	10,60	4,95	9,24	10,05	5,96
Dancenter	-42,43	-15,98	37,39	-11,03	-47,73
Fårup	6,20	6,73	2,12	3,23	1,54
Tivoli	5,67	2,46	-1,10	4,03	-1,42

Langsigtet likviditet og risiko, Fodbold	2005	2006	2007	2008	2009
FGEAR					
FCK	0,60	0,74	1,31	2,55	4,62
Brøndby	0,53	0,54	0,56	0,46	0,40
AGF	1,62	-0,33	-0,18	0,14	0,48
OB	2,54	1,57	1,47	2,02	2,51
Aab	0,26	0,10	0,07	0,44	0,95
Soliditetsgrad					
FCK	0,47	0,37	0,22	0,23	0,10
Brøndby	0,62	0,63	0,62	0,58	0,60
AGF	0,47	0,33	0,15	0,24	0,14
OB	0,27	0,46	0,32	0,26	0,22
Aab	0,33	0,81	0,52	0,56	0,26
Rente dækningsgrad					
FCK	4,34	4,11	3,64	1,14	-1,65
Brøndby	4,76	12,42	-1,22	-0,84	1,22
AGF	-66,39	5,10	4,04	0,98	-9,03
OB	1,80	1,95	3,26	1,05	-0,35
Aab	-6,83	-12,67	-1,61	4,62	-2,71

Langsigtet likviditet og risiko, Underholdning	2005	2006	2007	2008	2009
FGEAR					
Parken	0,97	-1,07	1,07	1,78	0,99
Forum	4,83	2,77	1,64	1,46	1,65
Messecenter Herning	2,72	2,60	2,33	2,34	3,11
Soliditetsgrad					
Parken	0,33	0,38	0,24	0,50	0,70
Forum	0,12	0,17	0,36	0,18	0,35
Messecenter Herning	0,22	0,21	0,22	0,22	0,19
Rente dækningsgrad					
Parken	-32,17	0,52	15,28	2,28	150,42
Forum	5,33	2,38	13,69	19,01	29,44
Messecenter Herning	3,17	0,67	5,11	0,24	-0,74



Bilag til kapitel 5

Bilag 5.1 – Budgetforudsætninger

PSE BUDGETFORUDSÆTNINGER	2009	Gns.	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<i>Resultatopgørelse</i>	Historisk		Budgetperiode					Terminal
Omsætningsvækst i alt	9,66%	29,54%	-27,46%	3,70%	-1,37%	7,14%	6,24%	3,00%
Omkostninger								
Driftsomkostninger ejendomme	-14,01%	-13,21%	-20,85%	-19,35%	-18,88%	-16,00%	-15,00%	-14,00%
Kamp- og spilleromkostninger	-1,00%	-1,34%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%	-1,40%
F&B og konferencecenter m.v.	-4,50%	-5,48%	-7,00%	-7,99%	-8,85%	-8,86%	-8,96%	-8,96%
Salg og markedsføringsomkostninger	-2,80%	-3,73%	-4,35%	-3,95%	-3,93%	-3,83%	-3,76%	-3,76%
Administrationsomkostninger	-2,80%	-3,73%	-5,28%	-4,80%	-4,78%	-4,66%	-4,57%	-4,57%
Vareforbrug m.v., merchandise	-0,50%	-1,32%	-0,70%	-0,72%	-0,70%	-0,74%	-0,72%	-0,72%
Vareforbrug m.v., øvrigt varesalg	-2,26%	-3,29%	-3,40%	-3,44%	-3,40%	-3,40%	-3,40%	-3,40%
Vareforbrug m.v., salg af feriehus	-23,49%	-10,80%	-3,14%	-5,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Andre omkostninger	-5,76%	-6,28%	-6,50%	-6,50%	-6,50%	-6,50%	-6,50%	-6,50%
Personaleomkostninger	-26,78%	-29,95%	-34,05%	-30,93%	-31,50%	-31,50%	-31,50%	-31,50%
EBITDA-margin	10,15%	17,39%	10,18%	12,46%	16,98%	20,24%	21,49%	22,57%
Lånerente	4,78%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	5,25%
Effektiv skattesats	-3,17%	19,36%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Af- og nedskr. i pct. af imm. og mat. anlægsakt.	3,35%	3,17%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%	3,20%
Balance - aktiver								
Imm. Anlægsakt. i pct. af oms.	23,78%	34,69%	30,00%	30,00%	30,00%	29,00%	29,00%	29,00%
Mat. Anlægsakt. i pct. af oms.	117,99%	127,04%	-	-	-	-	-	136,05%
Andre langfristede aktiver (drift) i pct. af oms	1,22%	1,19%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%	1,50%
Andre langfristede aktiver (finansiering) i pct. af	0,74%	0,31%	1,02%	0,91%	1,00%	0,93%	0,88%	0,90%
Varebeholdninger i pct. af oms	6,06%	10,68%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Tilgodehavender i pct. af oms	5,53%	16,77%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Penodeafgrænsningsposter i pct. af oms	0,52%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Værdipapirer i pct. af oms	0,51%	2,61%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%
Likvide beholdninger i pct. af oms	9,85%	8,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Balance - passiver								
Hensatte forpligtelser i pct. af oms	3,50%	2,60%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
Driftsgæld i pct. af omsætning	19,17%	38,77%	20,00%	21,00%	22,00%	23,00%	24,00%	24,00%
Rentebærende gæld i pct. af oms	125,36%	103,41%	125,00%	120,00%	110,00%	105,00%	100,00%	95,00%

Bilag 5.2 – Resultatbudget

	Historisk	Budgetperiode					Terminalår
PSE RESULTATOPGØRELSE, i 1.000 kr.	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Entré, TV og præmieindtægter	87.160	169.962	95.179	99.938	104.935	110.181	
Samarbejdspartnere	125.435	106.620	109.818	116.407	123.392	129.561	
Udlejning af stadion og bygninger	41.858	33.486	35.161	36.919	38.396	39.931	
Udlejning af investeringsejendomme	13.685	15.054	18.817	23.521	29.401	36.752	
F&B og konferencecenter m.v.	200.829	230.953	277.144	304.858	335.344	362.172	
Merchandise	20.044	21.046	22.099	23.203	23.900	24.617	
Provisioner og billetgebyrer m.v.	167.345	192.447	230.936	254.030	279.433	301.787	
Øvrigt varesalg	68.415	73.888	79.799	86.183	92.216	97.749	
Medlemskontingenter	417.252	354.664	333.384	333.384	343.386	353.687	
Salg af feriehuse	560.504	53.000	95.000	0	0	0	
Andre indtægter	49.665	19.866	20.661	21.487	22.347	23.240	
Nettoomsætning i alt	1.752.192	1.270.986	1.317.998	1.299.931	1.392.748	1.479.678	1.524.069
Omsætningsvækst		-27,46%	3,70%	-1,37%	7,14%	6,24%	3,00%
Driftsomkostninger ejendomme	-240.239	-265.001	-255.033	-245.427	-222.840	-221.952	-213.370
Kamp- og spilleromkostninger	-17.097	-17.794	-18.452	-18.199	-19.498	-20.715	-21.337
F&B og konferencecenter m.v.	-77.207	-88.969	-105.308	-115.044	-123.397	-132.579	-136.557
Salg og markedsføringsomkostninger	-47.915	-55.288	-52.061	-51.087	-53.342	-55.636	-57.305
Administrationsomkostninger	-59.803	-67.108	-63.264	-62.137	-64.902	-67.621	-69.650
Vareforbrug m.v., merchandise	-8.507	-8.897	-9.490	-9.100	-10.306	-10.654	-10.973
Vareforbrug m.v., øvrigt varesalg	-38.696	-43.214	-45.339	-44.198	-47.353	-50.309	-51.818
Vareforbrug m.v., salg af feriehuse	-402.677	-39.909	-71.567	0	0	0	0
Andre omkostninger	-98.663	-82.614	-85.670	-84.496	-90.529	-96.179	-99.064
Eksterne omkostninger	-990.804	-668.793	-706.183	-629.687	-632.168	-655.645	-660.074
Personaleomkostninger	-459.091	-432.771	-407.657	-409.478	-438.716	-466.099	-480.082
Resultat af transferaktiviteter	-86.412	-40.000	-40.000	-40.000	-40.000	-40.000	-40.000
Resultat af primær drift før afskr. (EBITDA)	177.885	129.422	164.158	220.766	281.864	317.934	343.913
Af- og nedskrivninger	-83.328	-77.492	-77.670	-77.260	-77.505	-78.149	-80.494
Særlige poster	-242.955	0	0	0	0	0	0
Amortiseringer	-5.378	-4.576	-4.745	-4.680	-4.847	-5.149	-5.304
Resultat af primær drift (EBIT)	-153.776	47.355	81.743	138.826	199.512	234.636	258.116
Skat af primær drift	-4.875	-11.839	-20.436	-34.707	-49.878	-58.659	-64.529
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)	-158.651	35.516	61.307	104.120	149.634	175.977	193.587

Bilag 5.3 – Balancebudget og pengestrømsopgørelse

	Historisk	Budgetperiode					Terminalår
PSE reformuleret BALANCE, i 1.000 kr.	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
AKTIVER							
Immaterielle aktiver	416.682	381.296	395.399	389.979	403.897	429.107	441.980
Materielle aktiver	2.067.373	2.040.319	2.031.788	2.024.395	2.018.147	2.013.051	2.073.443
Anlægsaktiver i alt	2.484.055	2.421.615	2.427.187	2.414.374	2.422.044	2.442.158	2.515.423
Andre langfristede aktiver, drift	21.436	19.065	19.770	19.499	20.891	22.195	22.861
Varebeholdninger	106.147	44.485	46.130	45.498	48.746	51.789	53.342
Tilgodehavender	96.914	127.099	131.800	129.993	139.275	147.968	152.407
Periodeafgrænsningsposter	9.086	12.710	13.180	12.999	13.927	14.797	15.241
Driftslikviditet (1%)	1.726	890	923	910	975	1.036	1.067
Hensatte forpligtelser	-61.318	-38.130	-39.540	-38.998	-41.782	-44.390	-45.722
Driftsgæld	-335.913	-305.037	-316.319	-311.983	-334.260	-355.123	-365.776
Arbejdskapital, netto	-161.922	-138.919	-144.057	-142.082	-152.227	-161.729	-166.581
Investeret kapital	2.322.133	2.282.696	2.283.130	2.272.291	2.269.816	2.280.429	2.348.842
PASSIVER							
Egenkapital	318.455	805.175	815.381	955.851	928.043	928.151	1.032.504
Rentebærende gæld	2.196.504	1.588.733	1.581.597	1.429.924	1.462.386	1.479.678	1.447.865
Andre langfristede aktiver, finansiering	-12.945	-12.964	-11.967	-12.999	-12.953	-13.021	-13.717
Værdipapirer	-9.000	-10.168	-10.544	-10.399	-11.142	-11.837	-12.193
Likvidebeholdninger	-170.881	-88.079	-91.337	-90.085	-96.517	-102.542	-105.618
Nettorentebærende gæld	2.003.678	1.477.522	1.467.748	1.316.440	1.341.774	1.352.278	1.316.338
Investeret kapital	2.322.133	2.282.696	2.283.130	2.272.291	2.269.816	2.280.429	2.348.842
PSE PENGESTRØMSOPGØRELSE							
		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Resultat af primær drift efter skat (NOPAT)		35.516	61.307	104.120	149.634	175.977	193.587
+Afskr		77.492	77.670	77.260	77.505	78.149	80.494
Ændring i nettoarbejdskapital		-23.003	5.138	-1.975	10.145	9.501	4.852
Anlægsinvesteringer		-15.052	-83.242	-64.447	-85.175	-98.263	-153.758
Frit Cash Flow til långivere og ejere (FCF)		74.953	60.874	114.958	152.109	165.364	125.174

Bilag til kapitel 6

Bilag 6.1 – Udregning af multiple

EV/EBIT					
Virksomhed	(a) Antal aktier	(b) Børskurs	(c) EV	(e) EBIT	(f) EV/EBIT
			(a) x (b)		(c)/(e)
Tivoli	571.666	3.298,00	1.885.354.468	-15.600.000	-120,86
Dancenter (Land & Leisure)	32.243.944	1,05	33.856.141	21711000	1,56
Brøndby IF	5.250.000	25,60	134.400.000	11.573.000	11,61
AGF (Århus Elite)	41.935.375	3,38	141.741.568	-39.140.000	-3,62
Aab	3.578.225	9,10	32.561.848	-63.546.000	-0,51
Gennemsnit af Peer Group excl. Tivoli					2,26
PSE	9.875.200	80,00	790.016.000	-153.776.000	-5,14

EV/Omsætning					
Virksomhed	(a) Antal aktier	(b) Børskurs	(c) EV	(d) Omsætning	(e) EV/Oms
			(a) x (b)		(c)/(d)
Tivoli	571.666	3.298,00	1.885.354.468	574.800.000	3,28
Dancenter (Land & Leisure)	32.243.944	1,05	33.856.141	259.092.000	0,13
Brøndby IF	5.250.000	25,60	134.400.000	249.347.000	0,54
AGF (Århus Elite)	41.935.375	3,38	141.741.568	106.181.000	1,33
Aab	3.578.225	9,10	32.561.848	119.093.000	0,27
Gennemsnit af Peer Group excl. Tivoli					0,57
PSE	9.875.200	80,00	790.016.000	1.752.192.000	0,45

P/E					
Virksomhed	(a) Antal aktier	(b) Børskurs	(c) Årets resultat	(d) EPS	(e) P/E
				(c)/(a)	(b)/(d)
Tivoli	571.666	3.298,00	15.700.000	27,4636	120,09
Dancenter (Land & Leisure)	32.243.944	1,05	4.190.000	0,1299	8,08
Brøndby IF	5.250.000	25,60	4.899.000	0,9331	27,43
AGF (Århus Elite)	41.935.375	3,38	-43.473.000	-1,0367	-3,26
Aab	3.578.225	9,10	-90.508.000	-25,2941	-0,36
Gennemsnit af Peer Group excl. Tivoli					7,97
PSE	9.875.200	80,00	-239.014.000	-24,2035	-3,31

K/I					
Virksomhed	(a) Antal aktier	(b) Børskurs	(c) Egenkapital	(d) Indre værdi	(e) K/I
				(c)/(a)	(b)/(d)
Tivoli	571.666	3.298,00	588.000.000	1028,57	3,21
Dancenter (Land & Leisure)	32.243.944	1,05	275.109.000	8,53	0,12
Brøndby IF	5.250.000	25,60	398.930.000	75,99	0,34
AGF (Århus Elite)	41.935.375	3,38	37.264.000	0,89	3,80
Aab	3.578.225	9,10	72.788.000	20,34	0,45
Gennemsnit af Peer Group excl. Tivoli					1,18
PSE	9.875.200	80,00	318.455.000	32,25	2,48

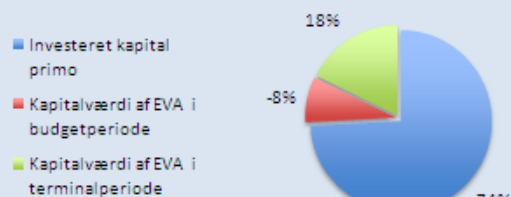
Bilag 6.2 – Alternativscenarie

Alternativ scenarie

VÆRDIANSÆTTELSE

EVA model (i 1.000 kr.)	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPAT	28.494	54.706	95.018	140.229	166.289	180.155
Investeret kapital primo	2.322.133	1.645.718	1.705.617	1.689.533	1.710.187	1.735.338
WACC	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%	7,09%
Kapitalomkostning	164.639	116.681	120.928	119.788	121.252	123.035
Economic Value Added (EVA)	-136.145	-61.975	-25.910	20.441	45.037	57.119
Diskonteringsfaktor	0,9338	0,8720	0,8142	0,7603	0,7100	
Nutidsværdi af EVA	-127.132	-54.041	-21.097	15.542	31.976	
Investeret kapital primo	2.322.133					
Kapitalværdi af EVA i budgetperiode	-154.751					
Kapitalværdi af EVA i terminalperiode	991.549					
Midtårsjusteringsfaktor	1,0348					
Enterprise Value (gældfri basis)	3.158.931					
Rentebærende gæld	1.534.451					
Estimeret værdi af egenkapital	1.624.480					
Antal aktier (i 1.000 stk.)	9.875					
Værdi pr. aktie	164,50					
Børskurs pr. 01/09-2010	80,00					

Fordeling af Enterprise Value



Forudsætninger

WACC	7,09%
Vækst (g)	3,00%

Kommentarer, forudsætninger samt følgerne af korrektionen er:

- Fitness DKs omsætning antages udgjort alene af posten ”medlemskontingenter”, selvom det må antages at der gemmer sig andre indtægter i koncernregnskabet som kan relateres hertil.
- Fitness DKs overskudsgrad forudsattes at være på 3% frem til 2012, 4% frem til 2014 og 5% i terminalåret. NOPAT er derfor faldet, men ikke markant. Dette skyldes at Fitness DKs har haft en svagere rentabilitet end de øvrige enheder.
- Den investerede kapital nedbringes væsentligt idet PSE ikke længere har de samme summer bundet i goodwill, materielle aktiver, varebeholdninger, tilgodehavender og driftsgæld.
- WACC er holdt konstant, væksten ligeså.
- EVA er steget markant som følge af at kapitalbindingen er reduceret, hvilket har medført at koncernens værdi er steget.

Den markante stigning i PSE aktiens værdi må retfærdiggøres af følgende:

- PSEs aktionærer vurderes at være væsentlig bedre stillet i det risiko vil falde som følge af Fitness DKs afgang fordi:
 - En omsætning på en halv mia. kr. der næsten intet overskud generer, er en enorm risiko.

- Omkostningerne til den kapital der investeres i driften af Fitness DK er væsentlig højere end det der tjenes
- Angreb fra konkurrenter med en helt anden og langt mindre kapitalintensiv forretnings fortsætter.
- Dårlige lejeaftaler sætter en begrænsning for Fitness DKs muligheder for eventuelle genforhandlinger, og dermed omkostningsreduktion.