

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Brøndbyernes IF Fodbold A/S

Valuation of Brøndbyernes IF Fodbold A/S



Copenhagen Business School 2013
Cand.merc.aud.
Kandidatafhandling

29. august 2013

Studerende:

Siavash Faghihi

Vejleder:

Christian V. Petersen

Antal anslag / antal normalsider:

181.363 / 79,7 normalsider



1. Executive summary

Brøndbyernes IF Fodbold A/S was founded in 1964, and is the company behind the footballs club's professional league team. The company's activities are centered on professional football, but they also operate in other areas within the sports and entertainment industry. The club has since its establishment in 1964 marked itself as a leading football club in Denmark with a rich history and a long record including a nationwide fan base. Nevertheless, the last couple of years have proven to be a turbulent period. The club has not been able to achieve success on the pitch, which has been the catalyst for the ongoing crisis.

The purpose of this master thesis is to estimate the theoretical market value of Brøndbyernes IF Fodbold A/S based on a strategic and a financial statement analysis on March 8, 2013.

The strategic position is weakened, mainly due to sporting and financial challenges. The sporting performance has been poor, which may result in a possible downgrade from Superligaen to the first division at the end of the 2012/13 season. Financially, the club is struggling with declining spectator interests, sponsorship interests, and the absent of a main sponsor. The link between the club's sporting performance and financial situation has been confirmed and is reflected in the financial accounts. The club's lack of success on the pitch has diminishing revenues. The profitability analysis shows that the financial statements are highly dependable of the sporting performance, which is reflected in the diminished revenue. The return of invested capital has decreased from 7 % in 2005 to -7 % in 2012, which indicates that the club has not been able to generate returns successfully.

Based on the strategic analysis and the financial statement analysis, budget assumptions for the club's future development has been made and used to develop pro-forma statements for three possible scenarios for a specified budget period of five years. The scenarios consist of a best, base and worst case scenario, and their probabilities are estimated to be 5 %, 70 % and 25 % respectively.

The prepared pro-forma statements have provided the background for the use of DCF- and RIDO-model, which has been used for the valuation. WACC has been used as discount rate, and is estimated to be 4,46 %. The market value of Brøndby IF on March 8, 2013 was estimated to be TDKK 63,676, equivalent to a share price of DKK 11.27. Compared with the share price on the Copenhagen Stock Exchange on March 8, 2013 the share price was DKK 11.20. This indicates that the Brøndby IF share has been slightly undervalued by DKK 0.07 per share.



Indholdsfortegnelse

1. Executive summary	1
2. Indledning.....	6
2.1 Afhandlingens formål og målgruppe	6
2.2 Problemstilling.....	7
2.3 Problemformulering.....	8
2.4 Afhandlingens disposition.....	8
2.5 Metodevalg	9
2.5.1 Virksomhedspræsentation	9
2.5.2 Strategisk analyse.....	9
2.5.3 Regnskabsanalyse	11
2.5.4 Budgettering.....	11
2.5.5 Værdiansættelse	11
2.6 Afgrænsninger.....	12
2.7 Kildekritik.....	13
3. Præsentation af Brøndby IF	14
3.1 Historie.....	14
3.2 Bestyrelse og direktion.....	15
3.2.1 Bestyrelse	15
3.2.2 Direktion	16
3.3 Aktionærforhold.....	16
3.4 Koncernforhold.....	18
3.5 Udvikling i aktiekursen.....	18
3.6 Værdigrundlag, vision og målsætning.....	19
3.6.1 Mission.....	19
3.6.2 Vision	19
3.6.3 Værdier	20
3.6.4 Vision 2015	20
3.7 Delkonklusion – Præsentation af Brøndby IF	21
4. Strategisk analyse.....	22



4.1 Ekstern analyse.....	22
4.1.1 PEST	22
4.1.1.1 Politiske faktorer (P)	22
4.1.1.2 Økonomiske faktorer (E)	24
4.1.1.3 Sociale og kulturelle faktorer (S).....	25
4.1.1.4 Teknologiske faktorer (T)	27
4.1.2 Porters Five Forces.....	27
4.1.2.1 - Gruppe 1: Entré, TV og præmier	28
4.1.2.2 - Gruppe 2: F&B og arrangementer	31
4.1.2.3 - Gruppe 3: Merchandise m.v.	33
4.1.2.4 - Gruppe 4: Køb og salg af spillere.....	34
4.1.2.5 - Gruppe 5: Sponsorer og samarbejdspartnere	36
4.2 Intern analyse.....	38
4.2.1 Interne ressourcer	38
4.2.1.1 Materielle ressourcer	38
4.2.1.2 Immaterielle ressourcer.....	38
4.2.1.3 Menneskelige ressourcer	39
4.2.1.4 Finansielle ressourcer	41
4.2.2 Porters værdikæde	42
4.2.3 Konkurrence- og vækststrategier	43
4.2.3.1 Konkurrencestrategier	43
4.2.3.2 Vækststrategier.....	44
4.2.3.3 Vision 2015	44
4.3 Delkonklusion – Strategisk analyse: SWOT-analyse	45
5. Regnskabsanalyse	48
5.1 Gennemgang af revisionspåtegninger	48
5.2 Gennemgang af anvendt regnskabspraksis.....	49
5.3 Reformuleringer	50
5.3.1 Reformulering af resultatopgørelser.....	50
5.3.2 Reformulering af balancer	51
5.3.3 Korrektion af regnskabstal til analysebrug	52



5.4 Rentabilitetsanalyse.....	53
5.4.1 Samlet driftsoverskud	54
5.4.2 Driftsoverskud fra salg.....	54
5.4.2.1 Afkastningsgrad (ROIC).....	54
5.4.2.2 Overskudsgrad (OG)	56
5.4.2.3 Omsætningshastighed (AOH)	58
5.4.3 Andet driftsoverskud	59
5.4.4 Egenkapitalforretning (ROE).....	61
5.5 Delkonklusion – Regnskabsanalyse	61
6. Budgettering.....	63
6.1 Budgetperiode.....	63
6.2 Scenarieopstilling.....	63
6.2.1 Best case scenarie.....	64
6.2.2 Base case scenarie.....	65
6.2.3 Worst case scenarie	66
6.3 Budgettering	67
6.3.1 Budgettering af salgsvæksten i nettoomsætningen	67
6.3.2 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed	69
6.3.3 Budgettering af EBIT-margin	70
6.3.4 Budgettering af effektiv skattesats.....	72
6.3.5 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat	73
6.3.6 Budgettering af finansiell gearing.....	74
6.3.7 Budgettering af lånerente efter skat.....	74
6.4 Udarbejdelse af proforma-opgørelser	75
7. Værdiansættelse	76
7.1 Kapitalomkostninger (WACC)	76
7.1.1 Ejernes afkastkrav (k_e)	77
7.1.2 Kapitalstruktur	79
7.1.3 Lånerente	80
7.1.4 Selskabsskat.....	80
7.1.5 Beregning af WACC.....	81



7.2 Værdiansættelse med DCF-modellen	81
7.2.1 Best case	82
7.2.2 Base case	82
7.2.3 Worst case	82
7.2.4 Vægtet værdiansættelse	83
7.3 Værdiansættelse med RIDO-modellen.....	83
7.4 Følsomhedsanalyse.....	84
8. Konklusion	86
9. Perspektivering	88
10. Litteraturliste	91
11. Bilag.....	95



2. Indledning

Brøndby IF har siden etableringen i 1964 markeret sig som en førende fodboldklub i Danmark. Klubben har dog de seneste år været igennem en turbulent periode, hvor sportslige præstationer er udeblevet, hvilket har været den primære katalysator for den negative udvikling, der har haft indflydelse på både klubbens aktiviteter og økonomi.

Brøndby IFs dominans i dansk fodbold er blevet alvorligt testet siden 2005, eftersom det kun er lykkedes at vinde den danske pokalturnering i 2008. Til trods for at klubben har vundet bronzemedaljer i tre af de sidste fire sæsoner, har der været langt til storhedstiden i 1990'erne og starten af 00'erne, hvor danske mesterskaber og deltagelse i europæisk fodbold var en almindelig bedrift i Brøndby IF. Derfor var 2006 udgangspunkt for den værste sportslige nedtur i klubbens historie. Ikke desto mindre har klubbens interessenter, aktionærer, spillere, medier, sponsorer og fans høje forventninger og ambitioner til klubbens sportslige succes.

De seneste års globale finanskriser er heller ikke gået ubemærket hen for selskabet bag klubben. Finanskrisen har betydet, at klubben har måttet erkende en dårligere økonomi og faldende aktiekurs, der sammen med de manglende sportslige resultater har medført en kæmpe medieeksponering, der har tegnet et billede af Brøndby IF som en klub i krise.

Brøndby IF var i månederne op til afhandlingens skæringsdato (8. marts 2013) truet af konkurs, da selskabet havde likviditetsproblemer og ikke var i besiddelse af et nødvendigt kapitalberedskab til overholdelse af dets forpligtelser. Pr. 8. marts 2013 indtog klubben sidstepladsen i superligaen, og derfor var nye handlingsplaner nødvendige for at undgå konkurs og nedrykning.

Det var fra bestyrelsens side derfor nødvendigt senest ultimo maj 2013 at fremskaffe ca. 50 mio. kr. i ny kapital til selskabet for dels at sikre driften i de kommende måneder, og dels at forsøge at bringe klubben tilbage i toppen af dansk fodbold. Det blev besluttet, at kapitaltilførslen skulle komme fra en aktieemission, som blev gennemført i andet kvartal 2013.

2.1 Afhandlingens formål og målgruppe

Formålet med denne afhandling er at lave en værdiansættelse af Brøndbyernes IF Fodbold A/S pr. 8. marts 2013 (i det følgende kaldet Brøndby IF). Værdiansættelsen vil blive sammenholdt med aktiekursen



på Københavns Fondsbørs med henblik på at vurdere investeringspotentialer for potentielle investorer og for at vurdere, om selskabet er over- eller undervurderet.

Resultatet af en værdiansættelse er en subjektiv vurdering, hvilket kan resultere i mange forskellige estimater på et selskabs aktiekurs. Fra et investorperspektiv adskiller denne afhandling sig fra andre afhandlinger om værdiansættelser, eftersom der er tale om en værdiansættelse af et selskab med fodboldforretning som den primære aktivitet. Køb af aktier i fodboldklubber handler i højere grad om følelser og identitet end afkast og profit, og netop dette forhold kommer ofte til udtryk i svingende aktiekurser, da det typisk er de sportslige resultater, der afgør, hvordan aktiekursen på den pågældende aktie udvikler sig. Aktiekursen i Brøndby IF er faldet meget de seneste par år og kan primært henledes til periodens sportslige nedtur. Til trods herfor viser tendensen, at der fortsat er investorer, som ønsker at købe aktier i klubben. Forklaringen herpå skyldes, at investorerne ofte investerer i klubben af følelsesmæssige årsager.

Ovenstående er dog ikke ensbetydende med, at det kun er investorer med tilhørsforhold til klubben, der vil investere i denne. Det vurderes, at der eksisterer investorer, som investerer i fodboldaktier med profit for øje, men at disse er beredt på at løbe de risici, som er forbundet med, at fodboldaktier er en risikabel investering.

Den primære målgruppe for denne afhandling er potentielle investorer, som kan forventes at have interesse i afhandlingens konklusioner i forhold til en værdiansættelse af selskabet.

Sekundært retter afhandlingen sig mod vejleder og censor samt andre, der kan forventes at have interesse i selskabet eller interesse i værdiansættelsesprocessen.

2.2 Problemstilling

I forbindelse med den forventede aktieemission vurderes det at være interessant at tage udgangspunkt i en fiktiv investorgruppe, som overvejer at investere i Brøndby IF. Det forudsættes, at investorgruppen har interesse i at udvikle og videreføre klubbens ambitioner om at skabe såvel sportslige som økonomiske resultater gennem fodboldoplevelser.



2.3 Problemformulering

Med udgangspunkt i problemstillingen kan problemformuleringen udtrykkes som et ønske om at foretage en komplet strategisk analyse og historisk regnskabsanalyse af selskabet. Analyserne skal anvendes til at lave en værdiansættelse af selskabet med henblik på at øge investorgruppens beslutningsgrundlag omkring investeringspotentialer ved investering i Brøndby IF, samt for at vurdere, om selskabets aktie er over- eller undervurderet.

Med dette som udgangspunkt vil der fokuseres på følgende underspørgsmål for at besvare afhandlingens problemformulering (underspørgsmålene er inddelt i følgende tre kategorier: strategisk analyse, historisk regnskabsanalyse og værdiansættelse):

Strategisk analyse:

- Hvilke samfundsmæssige og branchemæssige faktorer har betydning for Brøndby IF og de fremtidige indtjeningsmuligheder?
- Hvilke interne styrker og svagheder har Brøndby IF, og hvordan er dens strategiske position?

Historisk regnskabsanalyse:

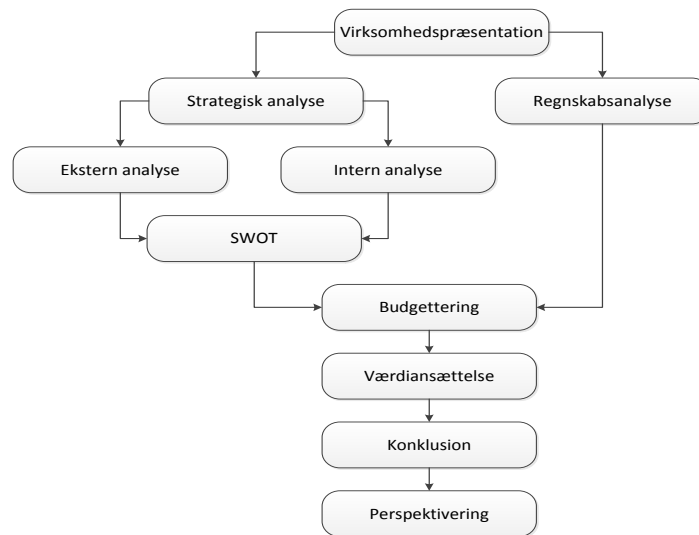
- Hvordan har det historiske niveau for rentabiliteten været for Brøndby IF?
- Hvilke finansielle værdidrivere har været med til at skabe værdi for Brøndby IFs aktionærer?

Værdiansættelse:

- Hvilken værdiansættelsesmetode er bedst til at værdiansætte Brøndby IF?
- Hvilken værdi kan Brøndby IFs aktiekurs estimeres til, og hvor følsom er denne?

2.4 Afhandlingens disposition

Afhandlingens disposition er illustreret ved hjælp af figur 1 og bygger på den praktiske tilgang i henhold til værdiansættelsesprocessens faser.



Figur 1: Opgavens struktur og opbygning¹

Afslutningsvis vil opgaven indeholde en konklusion og perspektivering med det formål at samle op på afhandlingens konklusioner med henblik på besvarelse af problemformuleringen og de tilhørende underspørgsmål.²

2.5 Metodevalg

Opgavens disposition danner grundlag for metodevalget, der kort er beskrevet nedenfor i henhold til værdiansættelsesprocessens faser.

2.5.1 Virksomhedspræsentation

Opgaven indledes med en historisk præsentation af virksomheden, som sikrer, dels at læser opnår kendskab til virksomheden og dens aktiviteter og dels belyser forhold, som forventes at have interesse for læser i forbindelse med værdiansættelsen.

2.5.2 Strategisk analyse

I forlængelse af præsentationen udarbejdes en strategisk analyse, der har til formål at indsamle og analysere selskabets nuværende markeds- og konkurrencemæssige situation. Den strategiske analyse opdeles i en ekstern analyse, som omfatter analyser på samfunds- og brancheniveau og en intern analyse, der omfatter analyser på virksomhedsniveau.

¹ Egen tilvirkning

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 20-23



Selvom der findes andre strategiske analysemodeller, vurderes det dog, at de udvalgte modeller i opgaven er tilstrækkelige og egnede til anvendelse i den strategiske analyse.³

Ekstern analyse

Den eksterne analyse tager udgangspunkt i PEST-modellen, som er en strategisk analyse af virksomhedens forhold til eksterne makroøkonomiske faktorer. Analysen omhandler politiske, økonomiske, sociokulturelle og teknologiske forhold og giver således en forståelse for, hvilke af omverdenens faktorer der kan have indflydelse på virksomheden. Modellen har dog også en svaghed, idet den ikke kan tage højde for alle tænkelige faktorer (eksempelvis "force majeure" og lignende), som påvirker en virksomhed.

Den eksterne analyse vil efterfølgende analysere den branche, som selskabet befinder sig i. Hertil anvendes Porters Five Forces, der består af fem forskellige elementer, der styrer konkurrencen i branchen: leverandørernes forhandlingsstyrke, indtrængningsbarrierer for potentielle indtrængere, købernes forhandlingsstyrke, substitutter samt rivalisering i branchen.

En analyse af branchen ved hjælp af Porters Five Forces er således mere detaljeret end en analyse af faktorer på makroniveau, jf. PEST-modellen.

Intern analyse

I den interne analyse vil selskabets materielle, immaterielle, menneskelige og finansielle ressourcer blive analyseret for at klarlægge konkurrencemæssige fordele og værdiskabende aktiviteter.

Efterfølgende analyseres selskabets interne forhold ved brug af Porters værdikæde. Værdikædeanalysen belyser de aktiviteter i organisationen, der er med til at skabe en merværdi i selskabet, og de aktiviteter i værdikæden som skaber størst værdi.

Den interne analyse vil til slut analysere selskabets konkurrence- og vækststrategier med henblik på at se, hvordan selskabet agerer i det eksterne miljø. Til dette formål anvendes hhv. Porters tre generiske strategier og Anshoffs vækstmatrice.

SWOT analyse

Til opsummering af den eksterne og den interne analyse anvendes en SWOT-analyse, som bygger på en forståelse af virksomhedens styrker, svagheder, muligheder og trusler, der henholdsvis repræsenterer de interne og eksterne faktorer for virksomheden.

³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 65-95



Ved at gennemføre SWOT-analysen opnås god forståelse både af selskabets interne forhold, og hvordan selskabets muligheder og trusler ser ud i omverdenen. Modellen bidrager endvidere med indsigt i, hvor selskabet står rent konkurrencemæssigt i forhold til dets konkurrenter, og hvordan fremtidsudsigterne kan udforme sig. Derudover giver modellen – sammen med den historiske regnskabsanalyse – input til udarbejdelse af budgetteringen og skaber et link (kobling) til selskabets værdidrivere i budgetteringen.

2.5.3 Regnskabsanalyse

Der udarbejdes en historisk regnskabsanalyse (for årene 2005-2012) af selskabets finansielle opgørelser for at opnå et kendskab til og forståelse af selskabets årsrapporter, samt som grundlag for værdiansættelsen.

Regnskabsanalysen indledes med at reformulere finansielle opgørelser til analytiske formål, således at selskabets kerneforretning identificeres, samt at der sker en adskillelse af drifts- og finansieringsrelaterede regnskabsposter. Reformuleringen af de finansielle opgørelser fremhæver kilderne til værdiskabelse, og anvendes efterfølgende til beregning og analyse af finansielle nøgletal. Analyse af selskabets rentabilitet foretages med udgangspunkt i DuPont-modellen.⁴

2.5.4 Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og regnskabsanalysen udarbejdes proforma-opgørelser for en budgetperiode på fem år (2013-2017). I forlængelse heraf indeholder opgørelserne også en terminalværdi, der vedrører terminalperioden.⁵

Budgettering og udarbejdelse af proforma-opgørelser kan være forbundet med stor usikkerhed, hvorfor det vurderes nødvendigt at foretage budgettering med udgangspunkt i tænkelige scenarier for fremtiden.

2.5.5 Værdiansættelse

Værdiansættelse af selskabet foretages ved brug af DCF- og RIDO-modellerne, der begge vil give det samme værdiestimat, såfremt modellerne er baseret på samme budgetforudsætninger. RIDO-modellen kan derfor med fordel anvendes til at kontrollere det beregnede værdiestimat fra DCF-modellen. Begge

⁴ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 145-181

⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 249-254



modeller har en fremtrædende rolle indenfor finansieringsteorien, og det anses, at disse modeller er de mest anvendelige i praksis.⁶

Den anvendte diskonteringsfaktor er virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC). WACC består af ejernes afkastkrav, værdien af egenkapitalen, lånerenten og nettorentebærende gæld, og er således et udtryk for afkastkravet til både ejere og långivere. Til fastlæggelse af værdien af egenkapitalen og netto rentebærende gæld anvendes markedsværdier fremfor bogførte værdier, da disse oplysninger er kendte for et børsnoteret selskab.⁷

2.6 Afgrænsninger

For at sikre at opgaven fastholdes inden for de givne rammer i henhold til problemformuleringen har det været nødvendigt, at foretage en række afgrænsninger i afhandlingen, jf. nedenstående.

Indledningsvis skal det pointeres, at denne afhandling vil koncentrere sig om Brøndby som ren fodboldforretning. Selskabet bag fodboldklubben har som bekendt udvidet porteføljen af aktiviteter til andre forretningsområder gennem opkøb og etablering af blandt andet de 100 % ejede datterselskaber Brøndby Food&Mind A/S og Amadeus Speciallægecenter A/S. Virksomhedens forretningsområder vil overordnet blive drøftet i opgaven, men det primære fokus vil som nævnt være fodboldforretningen.

Den tidsmæssige afgrænsning for, hvornår der ikke medtages nye informationer, er fastsat til 8. marts 2013. Denne dato var ligeledes skæringsdato for værdiansættelsen af selskabet, og var dermed den sidste handelsdag på Københavns Fondsbørs i ugen efter offentliggørelsen af selskabets årsrapport for 2012, som fandt sted 4. marts 2013. Derved vurderes det, at aktiemarkedets reaktioner på årsrapportens oplysninger er medtaget og afspejlet i aktiekursen pr. 8. marts 2013.

Regnskabsanalysen vil udelukkende omfatte en rentabilitetsanalyse af Brøndby IF, som tager afsæt i reformulerede resultatopgørelser og balancer for perioden 2005-2012. Derved vil der ikke blive foretaget analyse af virksomhedens finansielle nøgletal til beskrivelse af likviditetsrisikoen, herunder anvendelse af nøgletal til måling af den kort- og langsigtet likviditetsrisiko. Argumentet herfor er, at det ikke vurderes, at historiske nøgletal for likviditetsgraden, finansiell gearing og solvens indeholder væsentlig prognoseværdi, som kan anvendes i forbindelse med budgetteringen og værdiansættelsen.

⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 32-39

⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 42-48



Regnskabsanalysen vil ikke indeholde benchmarking med direkte konkurrenter til vurdering af niveauet for de finansielle nøgletal. Derimod vil niveauet for nøgletallene, herunder afkastningsgraden, blive vurderet i forhold til udviklingen over tid, samt i forhold til et estimat af afkastkravet (WACC).

Den endelige værdiansættelse af Brøndby IF vil endvidere ikke belyse eventuelle restrukturerings- og synergipotentialer i forbindelse med investorgruppens investering i virksomheden.

Såfremt det vurderes nødvendigt at foretage yderligere afgrænsninger, vil disse blive beskrevet under de enkelte kapitler og afsnit.

2.7 Kildekritik

Kvalitetsvurdering af anvendt materiale i afhandlingen er en forudsætning for at skabe troværdighed. Derudover skal alle dele af afhandlingen vurderes, og kvaliteten af data skal overvejes og diskuteres. Kvalitetskriterierne dækker datagyldighed (validitet) og pålidelighed (reliabilitet). Alt materiale og litteratur, som er anvendt i opgaven, har derfor været kritisk belyst med henblik på graden af gyldighed og pålidelighed for at skabe et hensigtsmæssigt og troværdigt billede.⁸

Afhandlingen vil primært gøre brug af sekundære data, det vil sige data, der allerede foreligger, idet anvendelse heraf er tidsbesparende og mindre ressourcekrævende. Den strategiske analyse vil gøre brug af tilgængelige statistikker, årsrapporter samt artikler. Regnskabsmateriale og andet talmateriale stammer fra reviderede årsrapporter. Indsamling af data gennem sekundære kilder vurderes at overholde kvalitetskravene, hvorfor alle anvendte kilder i opgaven vurderes at være troværdige. Det antages endvidere, at ledelsens regnskabsmæssige skøn og estimater stemmer overens med sandheden, og dermed ikke er forbundet med væsentlig usikkerhed og manipulation.

Infomedia vil blive anvendt til indsamling af data fra artikler, som vil blive brugt til at underbygge analyser og konklusioner.⁹

Det har ikke været nødvendigt at gøre brug af primære data. I forlængelse heraf skal det også nævnes, at der hverken før eller under udarbejdelse af afhandlingen har været kontakt til ledelsen eller andre ansatte i Brøndby IF. Således er værdiansættelsen udelukkende baseret på offentligt tilgængeligt materiale.

⁸ Den skinbarlige virkelighed, side 83-84

⁹ Infomedia er en søgbar dansk database med artikler, virksomhedsdata og markedsinformation og er endvidere en af CBS' anbefalede databaser - www.informedia.dk



3. Præsentation af Brøndby IF

Dette afsnit har til formål at præsentere virksomheden Brøndby IF og dets historie frem til afhandlingens skæringsdato. Præsentationen skal sikre, at læser opnår kendskab til kerneforretningen og udviklingen i selskabets aktiekurs.

3.1 Historie

Brøndbyernes Idrætsforening blev etableret den 3. december 1964, som en sammenslutning af Brøndbyøster Idrætsforening og Brøndbyvester Idrætsforening. Brøndbyernes IF Fodbold A/S (Brøndby IF) blev grundlagt den 15. maj 1978 og er selskabet bag fodboldklubbens professionelle ligahold og ungdomsafdelinger. Selskabet blev børsnoteret i 1987 og var den anden klub i verden, som blev noteret på en fondsbørs.¹⁰

Brøndby IF betragtes som en af de førende fodboldklubber i skandinavisk fodbold. Klubbens sportslige succes og præstationer frem til 2005 blev bemærket på den danske og internationale fodboldscene, særligt efter klubbens deltagelse i UEFA Europa League. I 1991 formåede klubben at kvalificere sig til semifinalen i UEFA Europa League, som var et af deres største resultater i international sammenhæng.

Selskabet bag fodboldholdet startede som en ren fodboldforretning. Efterfølgende har det vist sig nødvendigt, at skabe et forretningsmæssigt grundlag ved at udvide porteføljen gennem opkøb og etablering af andre aktiviteter. Det øgede antal aktiviteter skulle understøtte risikospredningen således, at indtjeningen ikke alene afhang af de sportslige præstationer.

Ifølge vedtægterne er selskabets formål:¹¹

"... at drive professionel fodbold, handel samt investering, herunder investering i fast ejendom i såvel ind- som udland."

Selskabets kerneaktiviteter fra fodboldforretningen omfatter den professionelle side af fodboldspillet, samt køb og salg af fodboldspillere. Andre forretningsområder - såsom sponsorer, samarbejdspartnere, samt entre- og tv-indtægter - er direkte afledt af fodboldforretningen og bidrager væsentligt til selskabets

¹⁰ Historien om Brøndby IF. Udgivet af Brøndby.com.

Internetadresse: <http://brondby.com/article.asp?aid=40> - Besøgt d. 02.02.2013

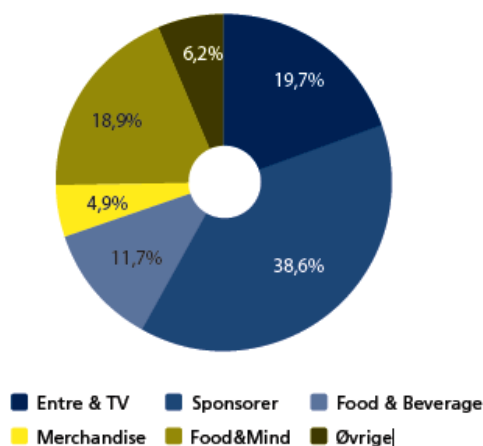
¹¹ Brøndby IF - Vedtægter, april 2012



indtjening. Som eksempler kan nævnes Food & Beverage, arrangementer, som vedrører salg af føde- og drikkevarer fra salgsboder, samt arrangementer på Brøndby Station på såvel kampdage som ikke-kampdage. Salg af merchandise m.v. er også tilknyttet fodboldforretningen.

Som tidligere nævnt har selskabet bag klubben også andre indtægtskilder, der ikke alene stammer fra fodboldforretningen. Brøndby IFs forretningsområder kan illustreres ved hjælp af figur 2. Forretningsområder tilknyttet fodboldforretningen beskrives nærmere i afsnit 4.1.2, og de øvrige tilknyttede forretningsområder er beskrevet i afsnit 3.4.¹²

Nettoomsætning 2012 (129,9 mio. kr.)



Figur 2: Nettoomsætning per forretningsområde¹³

3.2 Bestyrelse og direktion

Brøndby IFs ledelsesstruktur omfatter både bestyrelse og direktion.¹⁴

3.2.1 Bestyrelse

Selskabets bestyrelse tæller pr. 8. marts 2013 nedenstående medlemmer:¹⁵

- Sten Lerche (formand)
- Erik Benny Winther (næstformand)
- Bjarne Jensen

¹² Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 16

¹³ Jf. fodnote 12

¹⁴ Brøndby IF - Vedtægter, april 2012

¹⁵ Erhvervsstyrelsen: Fuldstændig rapport for Brøndbyernes IF Fodbold A/S, 8. marts 2013



- Johnny Nederskov Nielsen
- Tommy Sommer Håkansson

I perioden 31. august 2007 til 21. juli 2012 var Per Anders Bjerregaard bestyrelsesformand, og var før dette administrerende direktør i selskabet siden børsintroduktionen i februar 1987.

Den tidligere bestyrelsesformand har været omdrejningspunkt for meget af mediernes kritik under den turbulente periode de seneste par år. Kritikken har primært været begrundet i problemer og uenigheder mellem direktion og bestyrelse omkring klubbens ledelsesmæssige aspekt og forretningsmodel, samt at bestyrelsen blandede sig for meget i direktionens arbejde. Resultatet heraf var adskillige udskiftninger i direktion og bestyrelse, hvor direktionen blev udskiftet med fem personer og bestyrelsen med ni personer, hvilket vidner om, at klubben ikke kun var præget af sportslig uro, men også internt i topledelsen.¹⁶

3.2.2 Direktion

Selskabets direktion tæller pr. 8. marts 2013 direktør Tommy Sommer Håkansson, der tiltrådte som konstitueret administrerende direktør den 12. juni 2012, efter at have siddet som medlem i bestyrelsen siden 2. december 2010.¹⁷

Tommy Sommer Håkansson afløste direktør Jan Lockhart, der fratrådte sin stilling med omgående virkning efter en periode på 15 måneder.¹⁸

3.3 Aktionærforhold

Som tidligere nævnt blev Brøndby IF børsnoteret på Københavns Fondsbørs i 1987. Selskabets aktiekapital er opdelt i to aktieklasser, henholdsvis A- og B-aktier. A-aktierne er ikke noteret, men B-aktierne er optaget til handel på Nasdaq OMX under forbrugsgoder. Aktiefordelingen er stemmedifferentieret således, at der med hver A-aktie medfølger 10 stemmer, mens der ved hver B-aktie medfølger 1 stemme. Formålet med stemmedifferentieringen er at forhindre mulighed for fjendtlig overtagelse fra nye investorer.

¹⁶ "Nye bomber på ledelsesgangen i Brøndby", Udgivet af Ritzaus Bureau den 04.11.2010. [Artikel-id: e246acd9](#)

¹⁷ Erhvervsstyrelsen: Fuldstændig rapport for Brøndbyernes IF Fodbold A/S, 8. marts 2013

¹⁸ "Jan Lockhart stopper som Brøndby-direktør", Udgivet af Ritzaus Bureau den 12.06.2012. [Artikel-id: e346e974](#)



Aktionærsammensætningen pr. 31. december 2012					
	Antal A aktier	Antal B aktier	Antal aktier i alt	Kapital i %	Stemmer i %
Brøndbyernes IF Fodbold Fond	300.000	0	300.000	5,3	32,4
Øvrige	100.000	5.250.000	5.350.000	94,7	67,6
I alt ekskl. egne aktier	400.000	5.250.000	5.650.000	100,0	100,0
Egne aktier	0	0	0	0,0	0,0
I alt inkl. egne aktier	400.000	5.250.000	5.650.000	100,0	100,0

Figur 3: Aktionærsammensætning pr. 31. december 2012¹⁹

A-aktionærerne består af Brøndbyernes IF Fodbold Fond og omfatter klubbens amatørafdeling og veteraner. Det fremgår af figur 3, at fondens stemmeandel på generalforsamlingen er betydelig på trods af en lille kapitalandel.

Brøndby IFs nuværende ejerstruktur har været udsat for meget kritik. Stemmedifferentieringen har ført til mange protester fra utilfredse interessenter, som ønsker at have mere indflydelse på det organisatoriske niveau, herunder på klubbens sportslige og økonomiske udvikling. Investorerne er utilfredse med, at stemmedifferentieringen ikke giver dem mulighed for at få gennemført nye ideer og tiltag, som skal vende udviklingen i Brøndby IF. Som eksempel kan nævnes "Det nye Brøndby" og "Brøndby Supporters Trust", som er sammenslutninger af B-aktionærer.²⁰ Selvom B-aktionærerne har finansielle mål, er de også passionerede tilhængere af klubben og ønsker ikke, at klubben styres af enkeltpersoner eller på anden udemokratisk vis. Foreningerne har derfor til formål at organisere B-aktionærerne for dermed at kunne stå samlet og i givet fald indkalde til en ekstraordinær generalforsamling, hvor man om nødvendigt kan stille den siddende bestyrelse et mistillidsvotum.

Som følge af ovenstående aktionærsammensætning er det ikke sandsynligt, at der kan opnås flertal af stemmer fra B-aktionærer på selskabets generalforsamling. Selskabets interessenter, herunder foreningen og andre B-aktionærer, skaber dog meget opmærksomhed i medierne omkring forholdene, hvilket er med til at skabe en krisestemning omkring klubben.

Efter den megen kritik er det dog blevet besluttet, at A- og B-aktierne lægges sammen til én aktieklasse. Sammenlægningen af aktieklasser skal ske i forbindelse med den aktieemission, som forventes gennemført i andet kvartal 2013.²¹

¹⁹ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 21

²⁰ Foreningernes hjemmesider: www.detnyebrondby.dk og www.brondbytrust.dk

²¹ Brøndby IF - Fondsbørsmeddelelse nr. 06/2013



3.4 Koncernforhold

Brøndby IF indgår i en koncern med de 100 % ejede datterselskaber Brøndby Food&Mind A/S og Amadeus Speciallægecenter A/S. Brøndby Food&Mind A/S blev stiftet i 2009, er fodboldklubbens cateringselskab, står for at levere maden til klubbens fodboldkampe og arrangementer, samt for at drive Sportscafeen 1964 og restauranten Brasserie B, som er beliggende på henholdsvis Brøndby Stadion og i Brøndby Hallen.²²

I 2008 stiftede Brøndby IF speciallægecenteret Amadeus Speciallægecenter A/S, men allerede i 2010 blev det fra bestyrelsens side besluttet, at aktiviteten i selskabet skulle ophøre pr. 31. december 2010. Årsagen hertil var ønsket om at styrke koncernens økonomi og fokus på kerneforretningen.²³

3.5 Udvikling i aktiekursen

Nedenstående figur 4 viser udviklingen i selskabets aktiekurs fra 4. juli 2008²⁴ til 8. marts 2013, som i henhold til afgrænsningen er valgt som skæringsdato for værdiansættelsen af selskabet. Aktiekursen udgjorde DKK 11,20 pr. 8. marts 2013.



Figur 4: Udvikling i aktiekurs, 4. juli 2008 – 8. marts 2013²⁵

²² Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 14

²³ Brøndby IF - Årsrapport 2010, side 46

²⁴ Perioden starter 4. juli 2008, da der kun er data tilgængeligt fra dette tidspunkt

²⁵ Brøndby IF B. Udgivet af Euroinvestor. Internetadresse:

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/broendby-if-b/203417> - Besøgt d. 08.03.2013



Udviklingen i aktiekursen har gennem længere tid været faldende i takt med manglende sportslige resultater og svingende økonomi. Aktien blev 1. februar 2013 solgt til kurs DKK 8,25, hvilket var den laveste prissætning af aktien siden 2008. Faldet i aktiekursen var primært foranlediget af, at selskabet lå i tætte forhandlinger med banker og andre kreditorer omkring sikring af likviditet og etablering af grundlag for normal drift frem til kapitaltilførslen i andet kvartal 2013. Som eksempel havde selskabet ikke udbetalt løn til dets ansatte, hvilket forstærkede rygter om konkursfare m.v. Det lykkedes dog klubben at indgå forlig og undgå en umiddelbar konkurs, hvorfor januar lønnen kunne udbetales til klubbens ansatte den 4. februar 2013.²⁶

3.6 Værdigrundlag, vision og målsætning

Det følgende afsnit har til formål at præsentere selskabets konkurrencestrategier og værdier, samt klubbens nye plan og økonomiske målsætninger for de kommende år.

3.6.1 Mission

Selskabet bag fodboldklubben er som tidligere nævnt en virksomhed inden for sports- og underholdningsbranchen. Ifølge årsrapporten 2012 er Brøndby IFs mission:²⁷

"Gennem positive fodboldoplevelser, sportslige og økonomiske resultater skaber vi værdi for vores aktionærer, samarbejdspartnere, tilskuere, fans og medierne, samt for de der føler et tilhørsforhold til Brøndby IF, og for os selv. Brøndby IF vil fastholde og udvikle et socialt ansvarligt image og styrke Brøndby IF's positive branding."

3.6.2 Vision

Brøndby IFs vision er formuleret i fire punkter, jf. nedenstående:²⁸

- Brøndby IF skal være den bedste fodboldklub i Danmark
- Brøndby IF skal have den mest solide økonomi i dansk fodbold
- Brøndby IF skal have den største opbakning i befolkningen
- Brøndby IF skal have det bedste talentarbejde i Danmark

²⁶ "Brøndby tilbageholder lønnen indtil videre", Udgivet af Ritzaus Bureau den 31.01.2013. [Artikel-id: e3a21873](#)

²⁷ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 3

²⁸ Jf. Fodnote 27



3.6.3 Værdier

Klubbens værdigrundlag er bygget op omkring klubbens lange historie og udvikling.²⁹

- **Vilje**, der sammenfatter mod og fight.
- **Ambitioner**, der signalerer, at Brøndby IF er offensiv. Af ambitioner udspringer stolthed over det, Brøndby IF har opnået. Det er ligeledes Brøndby IFs professionelle tilgang til fodbold og forretning, der gør selskabet i stand til at have ambitioner.
- **Engagement**, der fremhæver den glæde og entusiasme, der knytter sig til at være en del af Brøndby IF, passion hos fans og frivillige samt det sociale ansvar, som udspringer af engagementet.
- **Underholdning**, der udtrykker den fodboldfest, det skal være både at gå til fodbold på Brøndby Stadion og følge Brøndby IF på udebane.

3.6.4 Vision 2015

I forbindelse med offentliggørelsen 4. marts 2013 af selskabets årsrapport for 2012 blev klubbens vision og økonomiske målsætninger for de kommende år præsenteret under betegnelsen "Vision 2015".

Hovedpunktet og beskrivelsen af Vision 2015 er formuleret som følgende:³⁰

"Gennem stabilitet og kontinuitet at skabe sportslig succes på et økonomisk forsvarligt grundlag i et tillidsfuldt samarbejde med aktionærer, medarbejdere, fans, sponsorer og amatørklub."

Klubbens målsætninger for sportslig succes præsenteres nedenfor:

- Sportslig succes skabes ved gode præstationer på fodboldbanen og sejr over modstanderne. Gode resultater vil skabe succes både sportsligt og økonomisk.
- Klubben har visioner om at vinde medaljer i 2015. Ledelsens fokus er, at klubben skal overleve nedrykning i Superligaen i 2013, slutte blandt de seks bedste i 2014 og slutte blandt de tre bedste i 2015. Fremadrettet skal klubben udelukkende høre til i toppen af dansk fodbold.

²⁹ Jf. Fodnote 27

³⁰ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 5



- Bestyrelsen arbejder med etableringen af et "Advisory Board", bestående af repræsentanter fra dansk og international fodbold og erhvervsliv, der skal rådgive og sparre med bestyrelsen i udviklingen af klubben.

3.7 Delkonklusion – Præsentation af Brøndby IF

Brøndby IF har historisk set været en af Danmarks førende fodboldklubber og er uden tvivl et af de største sportsbrand i Danmark. Men i løbet af de seneste par år har klubben været præget af intern uro i klubben, hyppig udskiftning i ledelsen, svigtende sportslige resultater og presset økonomi. Klubbens nuværende aktionærsammensætning har været udsat for meget kritik og været et af de grundlæggende forhold, som er blevet hyppigt diskuteret. Stemmedifferentieringen har ført til mange protester fra utilfredse interessenter, som ønsker at have mere indflydelse på det organisatoriske niveau, herunder på klubbens sportslige og økonomiske udvikling.

I forhold til værdiansættelse af selskabet vurderes det, at denne vil blive påvirket i en negativ retning som følge af tilstedeværelsen af stemmedifferentiering i aktieklasserne samt Fondens bestemmende indflydelse i klubben. Fra et investorperspektiv vil potentialet derfor være mindre, og opkøb af aktier vil ofte være forbundet med problemer. Det er dog fra bestyrelsens side besluttet, at der skal foretages en sammenlægning af aktieklasserne i forbindelse med den kommende aktieemission, hvilket alt andet lige vurderes at vil påvirke værdiansættelsen i en positiv retning.



4. Strategisk analyse

Dette afsnit har til formål at indsamle oplysninger om Brøndby IFs markeds- og konkurrencemæssige situation samt identificere selskabets ikke-finansielle værdidrivere.

4.1 Ekstern analyse

4.1.1 PEST

4.1.1.1 Politiske faktorer (P)

Selskabet bag fodboldklubben har til formål at drive professionel fodbold og er derfor underlagt særlig lovgivning fra DBU (Dansk Boldspil-Union), som er det øverste ledelsesorgan for fodbold i Danmark.

DBU udsteder retningslinjer og sætter rammerne indenfor dansk fodbold, som skal overholdes af fodboldklubber i landets bedste fodboldrække, herunder spillerrettigheder for klubbens fodboldspillere. Klubberne har tilladelse til at anvende et ubegrænset antal spillere med statsborgerskab i EU- og EØS-lande, hvorimod der pr. kamp maksimalt må anvendes tre spillere, der ikke er statsborgere i ovenfor nævnte lande. Det er endvidere en betingelse, at de pågældende spillere har fast bopæl i Danmark.³¹ Denne begrænsning kan påvirke en fodboldklub som Brøndby. Såfremt klubben råder over flere udenlandske spillere, kan det være en begrænsende faktor i forhold til anvendelse af de bedste profiler i truppen. Konsekvenserne heraf kan i sidste ende være udslagsgivende for kampe om mesterskaber.

DBU er underlagt lovgivning fra FIFA og UEFA, som repræsenterer de øverste administrative fodboldorganer hhv. på verdensplan og i Europa. Sidstnævnte lancerede i 2009 et nyt koncept, som går under navnet "Financial Fairplay". Ideen bag konceptet er, at europæiske fodboldklubbers økonomi og bæredygtighed skal forbedres ved at fastsætte lige vilkår og konkurrencemæssige rammer for klubberne. Flere europæiske storklubber har de seneste år fået nye ejere, der kan karakteriseres som yderst velhavende. Dette har skabt en forvridding af konkurrencen, eftersom disse ejere er i stand til at indskyde store pengebeløb til klubberne til betaling af gæld og køb af spillere. Eftersom mange mindre klubber

³¹ Propositioner for Herre-DM. Udgivet af DBU.dk. Internetadresse:

http://www.dbu.dk/Faelles/turneringer_og_resultater/Love_og_regler/Landsdaekkende_turneringer/Turneringspropositioner/Propositioner%20for%20Danmarksturneringen.aspx# - Besøgt d. 19.02.2013



forsøger at konkurrere med de store, ender det ofte med, at klubberne overskrider budgetterne og dermed kommer i økonomiske vanskeligheder.³²

Som tidligere nævnt har Brøndby IF på det seneste været truet af konkurs, da selskabet ikke har været i stand til at overholde dets forpligtelser, herunder løn til spillere m.v. Som konsekvens heraf kan klubben blive mødt med sanktioner fra blandt andet DBU og UEFA.

Beskatning af fodboldspillere kan påvirke vilkårene i danske fodboldklubber. Danske fodboldspillere er omfattet af kildeskattelovens (herefter KSL) § 1, som fastsætter fuld skattepligt for personer med fast bopæl, og personer der opholder sig i et længere tidsrum i Danmark, jf. § 1, stk. 1, nr. 1-2. Udenlandske spillere har derimod mulighed for at opnå en mere gunstig skattemæssig situation, eftersom beskatningen af disse kan ske med en væsentlig lavere skatteprocent. Ordningen, også kaldet forskerordningen, er mest kendt for at blive brugt af udenlandske eller danske fodboldspillere, der tager ophold i Danmark – sidstnævnte efter flere års ophold i udlandet (minimum 10 år). Ansættelse under forskerordningen medfører en lempeligere beskatning af indkomsten, svarende til 25 pct. i de første tre år af ansættelsen, jf. KSL § 48 E og F, og bliver udnyttet af fodboldklubberne til at tiltrække og fastholde udenlandske fodboldspillere. Ændringer og nye regler for den såkaldte forskerordning kan skræmme udenlandske profiler væk, eftersom lønforholdene ikke er gunstige som følge af det høje skattetryk i Danmark. Alternativet vil være, at klubben kompenserer den høje beskatning ved at forhøje lønnen for at sikre at nettolønnen er uændret for den enkelte spiller. Dette vil dog blot føre til voldsomt stigende lønomkostninger.

Den aktuelle sag om feriepenge i danske fodboldklubber har ligeledes stor indflydelse på landets klubber. Ifølge Spillerforeningen, der er fagforening for danske fodboldspillere i og udenfor Danmark, har mange danske fodboldklubber i flere tilfælde ikke overholdt de kontraktmæssige betingelser med hensyn til betaling af feriepenge, pension af bonusser og sign-off fees³³ siden fodboldspillernes overenskomst i 2004. Efter Spillerforeningens opfattelse er der på landsplan tale om ca. 1500 spillere i 40 danske klubber, som har penge til gode.

³² Financial fair play. Udgivet af UEFA.com Internetadresse:

<http://www.uefa.com/uefa/footballfirst/protectingthegame/financialfairplay/index.html> - Besøgt d. 19.02.2013

³³ Sign-off fees: Engangsbetaling i forbindelse med kontraktunderskrivelse



Feriepengesagen har vundet stor opmærksomhed i Brøndby IF, hvor Spillerforeningen på vegne af 57 medlemmer har opgjort det skyldige beløb siden 2004 til i alt at udgøre 23.398.754 kr.³⁴ Tre af sagerne har været behandlet i Fodboldens Voldgiftsret, der afgjorde, at klubben skulle efterbetale ca. 4 millioner kr. vedrørende de tre spillere. Fodboldklubben har afvist, at Voldgiftsrettens kendelse skal danne præcedens for øvrige spillerkrav, hvorfor alle sagerne skal efterprøves i Fodboldens Voldgiftsret.³⁵ Dog har Brøndby IF i årsrapporten for 2012 valgt at hensætte det maksimale beløb, som Spillerforeningen mener at kunne afkræve i sagen.³⁶

Endelig skal det nævnes, at beskatning af klubbens transferindtægter og evt. indførelse af loft over spillerlønninger³⁷ kan have indflydelse på klubbens økonomi. Disse aspekter vil ikke blive inddraget i analysen og vil derfor ikke blive yderligere beskrevet.

4.1.1.2 Økonomiske faktorer (E)

Brøndby IF har gennem de seneste par år haft svært med at skabe gode regnskabsmæssige resultater, ligesom klubben blev hårdt ramt af finanskrisen. Da Brøndby IFs produkter er en form for luksusgode, er det primært et forbrug, som bliver foretaget, når der er overskud i økonomien. Et lavere rådighedsbeløb kan på den baggrund afholde forbrugere fra at besøge stadion i forbindelse med kampdage. Konsekvensen af faldende tilskuertal vil ikke kun være lavere entréindtægter, men også lavere afledte indtægter fra salg af mad- og drikkevarer, og merchandise m.v. på stadion.³⁸

Det er derfor relevant at se på udviklingen i forbrugertillidsindikatoren, der giver et billede af forbrugernes forventninger til fremtiden, jf. bilag 1. Forbrugertilliden er i februar 2013 omkring -2, hvilket betyder, at forbrugerne overvejende har en negativ forventning til fremtiden. For at afklare om forbedringen i forbrugertilliden udmønter sig i reelt forøget privatforbrug, må der dog foretages yderligere undersøgelser, hvilket ikke foretages i denne afhandling.

Ligeledes er klubbens sponsorer og samarbejdspartnere ofte aktører i det danske erhvervsliv, hvorfor det også er sandsynligt, at disse kan være påvirket af lavkonjunkturen, hvilket kan resultere i faldende

³⁴ "Her er spillernes krav i feriepengesagen", Udgivet af Ritzaus Bureau den 10.09.2012. [Artikel-id: e3652538](#)

³⁵ "Brøndby har udbetalt feriepenge til tre spillere", Udgivet af Ritzaus Bureau den 17.02.2013. [Artikel-id: e3a8f710](#)

³⁶ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 4

³⁷ "DBU overvejer lønloft", Udgivet af Ritzaus Bureau den 01.03.2009. [Artikel-id: e16d16e7](#)

³⁸ Finanskrisen har ramt dansk fodbold. Udgivet af Idrættens Analyseinstitut. Internetadresse: <http://www.idan.dk/da/Nyheder/906fodboldregnskaber.aspx> - Besøgt d. 20.02.2013



sponsorindtægter. Af årsrapporten 2012 fremgår det, at indtægter fra sponsorer i 2011 er faldet fra TDKK 58.964 til TDKK 50.088 i 2012, hvilket indikerer, at sponsoraftaler kan være ophørte eller reducerede.³⁹

En yderligere vigtig faktor er renteniveauet, idet lavere rente giver fordelagtige finansieringsmuligheder gennem banker og kreditinstitutter. Ændringer i renteniveauet kan dog også have stor indflydelse på Brøndby IFs kapitalomkostninger, da størstedelen af selskabets gæld kan klassificeres som kortfristet (2012: kortfristede forpligtelser udgør 55 % af forpligtelser i alt).⁴⁰ Stigninger i renteniveauet vil derfor kunne have stor betydning på selskabets finansielle omkostninger.

Brøndby IFs dårlige økonomi kan have en selvforstærkende effekt, eftersom det bliver svære at fastholde og tiltrække nye stærke fodboldspillere til klubben. Dette vil derfor alt andet lige gøre det sværere for klubben at skabe sportslige resultater, der igen vil bidrage til at svække klubbens økonomi. En stærk økonomi er derfor grundlæggende for overlevelse i en konkurrencepræget branche, jf. afsnit 4.1.2.

4.1.1.3 Sociale og kulturelle faktorer (S)

Brøndby IF er landskendt for sin bemærkelsesværdige historie, traditioner og trofæer. Klubbens værdier og fodboldoplevelser tiltrækker mange tilskuere til Brøndby Stadion, og mange succesfulde fodboldspillere har startet deres karriere her. Endvidere har klubbens værdier og underholdende fodboldspil bidraget til at skabe positive fodboldoplevelser, hvilket har skabt en særlig fankultur omkring klubben, som i stor grad er præget af sammenhold og fællesskab. Klubbens motto lyder også: "Supra Societatem Nemo", der på dansk betyder "Ingen over fællesskabet".⁴¹

Brøndby IF har iværksat flere tiltag for at fastholde og øge fællesskabet mellem klubben og dens fans - eksempelvis ved lancering af hjemmeside med en webshop til salg af merchandise. Endvidere arrangerer klubbens officielle fanklub, Brøndby Support, busture, som gør det muligt for fans at overvære udebanekampe.⁴²

³⁹ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 43

⁴⁰ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 56

⁴¹ Amatøraftdelingen. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse:

<http://brondby.com/article.asp?aid=92> - Besøgt d. 19.02.2013

⁴² Busture. Udgivet af Brøndby Support. Internetadresse:

http://www.brondbysupport.dk/index.php?option=com_content&view=frontpage - Besøgt d. 19.02.2013



Den vigtigste faktor for tilslutningen er dog sportslig succes. For at opretholde og tiltrække fans er det en forudsætning, at klubben skaber resultater og vinder titler i såvel danske som udenlandske turneringer, hvilket alt andet lige vil øge interessen for at overvære klubbens kampe på stadion.

Såfremt resultaterne udebliver, vil tendensen tilnærmelsesvis være modsatrettet, således at kun meget loyale og passionerede fans møder op til klubbens kampe. Denne negative tendens har været synlig den seneste tid, og årsagen hertil er blandt andet større udbud og øget konkurrence fra andre internationale udbydere af fodbold, samt Brøndby IFs manglende sportslige resultater. Selvom Brøndby IF historisk set altid har været en af de største seermagneter, har den sportslige nedtur haft en negativ indvirkning på seertallet.⁴³

En anden nævneværdig samfundstrend er udviklingen af oplevelsesøkonomien i Danmark. Dette er beskrevet i Erhvervsstyrelsens rapport fra 2011, hvor der fremlægges en række konklusioner omkring oplevelsesøkonomiens hastige vækst og store betydning for erhvervsliv og forbrugere – både på nationalt og på globalt plan. Virksomhederne anvender oplevelsesaspektet til innovation og vækst, hvorimod det for forbrugerne skaber værdi gennem positive oplevelser.⁴⁴

En lille del af klubbens fans volder dog også klubben problemer, eftersom disse kan betegnes som dysfunktionelle fans, hvor kulturen bærer præg af hooliganisme. Optøjerne og den voldsomme adfærd fra gruppen er med til at skabe en massiv negativ medieopmærksomhed, hvilket skader klubben og dets image. Sponsorer, forretningspartnere og andre interessenter er stærkt påvirket af situationen, eftersom disse ikke ønsker at blive forbundet med eller relateret til denne lille gruppe.

Herudover kan konsekvensen være økonomisk straf i form af bøde m.v. udstedt af DBU. Dette skete senest i november 2012, hvor klubben blev idømt en bøde på 150.000 kr., samt at klubben skulle spille de to efterfølgende superligakampe hjemme uden tilskuere. Dommen blev efterfølgende anket, men DBUs appeludvalg stadfæstede disciplinærudvalgets dom.⁴⁵

⁴³ Tv-seere fravælger Superligaen. Udgivet af Bold.dk. Internetadresse:

<http://www.bold.dk/nyt/Tv-seere-fravaelger-Superligaen> - Besøgt d. 19.02.2013

⁴⁴ Erhvervs- og Byggestyrelsen: Vækst via oplevelser 2011 – en analyse af Danmark i oplevelsesøkonomien

⁴⁵ "Brøndby-appel afvises: Mindst to kampe uden tilskuere", Udgivet af Ritzaus Bureau den 19.02.2013. [Artikel-id: e3a9c611](#)



4.1.1.4 Teknologiske faktorer (T)

Udviklingen i teknologien har for Brøndby IF betydet, at markedsføring og kommunikation med klubbens tilhængere og sponsorer er blevet enklere og billigere. Klubben anvender såvel en hjemmeside, en online webshop og en applikation kaldet "Brøndby IF". Sidstnævnte løsning anvendes til at informere og kommunikere med klubbens tilhængere om kampprogrammer, stillinger, resultater, nyheder og live opdateringer fra kampe. De sociale medier bruges som officielle fansider, som bringer informationer omkring kommende events.

Klubbens hjemmeside og telefonapplikation har betydet større eksponering, samtidig med at budskabet er blevet kommunikeret. Herudover har den teknologiske udvikling gjort det lettere at komme i kontakt med sponsorer og samarbejdspartnere.

4.1.2 Porters Five Forces

Selskabets formål er, som tidligere nævnt, at drive professionel fodbold, handel og investering. Der foretages en opdeling af selskabsaktiviteterne, således at branchen for hvert forretningsområde kan analyseres særskilt med udgangspunkt i de fem markedskræfter i Porters Five Forces, jf. afsnit 3.1:

1. Entré, TV og præmier
2. F&B og arrangementer
3. Merchandise m.v.
4. Køb og salg af spillere
5. Sponsorer og samarbejdspartnere

Truslen fra nye indtrængere

Det vurderes, at indtrængningsbarriererne er ens for alle ovenstående grupper, eftersom de alle er forbundet med fodboldvirksomhed i landets bedste fodboldrække. Det er en forudsætning for at spille med i toppen af dansk fodbold, at der er tilstrækkelig kapital til investering i såvel spillere som stadion og andet personale, som skal drive driften og faciliteterne.

Op- og nedrykningsreglerne i Superligaen baner vejen for, at der kontinuerligt sker en naturlig udskiftning af klubberne i landets bedste række.⁴⁶ Det er således en forudsætning for klubbernes fortsatte tilstedeværelse i Superligaen, at de har tilstrækkelig kapital til at foretage køb af stærke spillere og

⁴⁶ Jf. Fodnote 31



dermed sikre sig mod nedrykning. Omvendt skal klubber i landets næstbedste række foretage markante investeringer for at kvalificere sig til at spille med i toppen af dansk fodbold.

Såfremt et hold slutter i toppen af Superligaen, er der adgang til deltagelse i større europæiske turneringer, såsom UEFA Europa League og Champions League. Deltagelse i disse turneringer er meget lukrative, og er typisk forbundet med store indtægter og indtjeningsmuligheder.

I 1991 formåede Brøndby IF at kvalificere sig til semifinalen i UEFA Europa League, hvilket er et klubbens største resultater i en europæisk turnering.

4.1.2.1 - Gruppe 1: Entré, TV og præmier

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Konkurrencesituationen indenfor fodboldens verden er intens. Der konkurreres om indtægter fra entré, TV-rettigheder og præmier i alle landets større turneringer. Størrelsen af indtægterne har en klar sammenhæng med gode sportslige resultater, idet disse er med til at øge såvel præmieindtægter, tilskuertal på stadion som TV-seere. Konkurrenterne er i den forbindelse de øvrige hold i landets bedste række, Superligaen.

Brøndby IFs dominans i dansk fodbold er blevet alvorligt testet siden 2005, hvor det kun er lykkedes at vinde en pokalturnering (2008). Den sportslige nedtur har haft konsekvenser for klubbens økonomi, blandt andet på grund af faldende præmie- og TV-indtægter samt faldende tilskuertal.⁴⁷

Fordelingen af Superligaens TV-penge afgøres af fodboldklubbernes placering i rækken. Pr. 8. marts 2013 indtog Brøndby IF 12. pladsen og får dermed den laveste andel af de eftertragede TV-penge.

Truslen fra substituerede produkter

Som tidligere nævnt er underholdningsværdien fra fodboldoplevelser individuel, ligesom der findes mange substituerende produkter, eksempelvis andre sportsbegivenheder og sportsgrene. I forlængelse heraf skal det nævnes, at en geografisk afgrænsning af substituerende produkter også kan gøre en forskel, eksempelvis håndbold som spilles i Brøndby Hallen.

⁴⁷ Jf. Fodnote 39



Truslen fra substituerende produkter kan også stamme fra andre ting end sportsaktiviteter, eksempelvis teateret, biografen, operaen, TV-serier og film i fjernsynet. Fællesnævneren er, at de alle skaber en oplevelse og tilfører en underholdningsværdi, der konkurrerer med den fodboldoplevelse, som Brøndby IF udbyder til fodboldkampene.

Det vurderes, at truslen er høj, da der findes en utal af substituerende produkter, som kan lokke tilhængere væk fra Brøndby Stadion og TV-kampe. Konsekvenserne heraf vil være faldende tilskuertal og TV-indtægter, m.v.

Købernes forhandlingsstyrke

Køberne i gruppe 1 er forskellige, hvorfor det er nødvendigt at foretage en opdeling af typerne:

1. Tilskuere på Brøndby Stadion
2. TV-selskaber
3. Præmieindtægter fra DBU og UEFA

Type 1 - Tilskuere på Brøndby Stadion

Betalende tilskuere, som overværer klubbens kampe på Brøndby Stadion, har en høj forhandlingsstyrke. Klubbens sportslige nedtur de seneste par år har betydet faldende tilskuertal, da mange tilskuere fravælger at gå ind og se klubbens hjemmebanekampe. En stor del af forhandlingsstyrken påvirkes af de sportslige præstationer, eftersom sportslig succes er lig med stigende interesse og efterspørgsel på billetter til klubbens kampe.

Det vurderes ikke, at tilskuernes forhandlingsstyrke påvirkes af prisniveauet på billetterne, hvorfor prisfølsomheden ikke er en afgørende faktor. De betalende gæster på Brøndby Stadion tilhører en fanskare, der i stor udstrækning ikke bekymrer sig om prisen, men derimod om kvaliteten af fodboldoplevelsen. Kvaliteten afhænger af klubbens positive præstationer på fodboldbanen, og efterspørgslen er derfor tydeligt påvirket af underholdningsværdien.

Type 2 – TV-selskaber

Den teknologiske udvikling har givet medfart til TV-selskabernes live transmittering af fodboldkampe. Nye sportskanaler dukker hele tiden op, og udbuddet udvides konstant med kampe fra andre ligaer, særligt fra øvrige europæiske lande. Ligeledes kan mange fodboldkampe både ses i fjernsynet og over



internettet. Kombineret med den kommercielle udvikling, som har fundet sted de seneste par år, har fodboldklubberne mulighed for at tjene en del penge fra salg af TV-rettigheder og reklamer.

Dette forudsætter dog, at Brøndby IF har sportslig succes, da dette alt andet lige vil øge efterspørgslen, hvilket igen betyder, at klubben kan indgå en mere gunstig og fordelagtig aftale med TV-selskaberne. Omvendt vil forhandlingsstyrken ikke være stærk, såfremt de sportslige resultater udebliver.

Type 3 – Præmieindtægter fra DBU og UEFA

Præmieindtægter udløses ved slutplacering i toppen af danske turneringer, herunder Superligaen og pokalturneringen, samt ved kvalificering og deltagelse i større turneringer. Præmieindtægterne er, alt afhængigt hvor langt den enkelte klub når i turneringerne, yderst lukrative, og er blandt andet en af årsagerne til, at mange store fodboldklubber satser meget på videre advancement i de større europæiske turneringer, særligt Champions League. Senest har de danske mestre fra FC Nordsjælland kvalificeret sig til Champions League 2013 gruppespillet, hvilket alene udløste præmieindtægter på 60-80 millioner kr.⁴⁸

Præmieindtægterne fra deltagelse i de europæiske turneringer er væsentligt højere end de danske, da de tiltrækker stor opmærksomhed ved at have mange af de store succesfulde klubber med, eksempelvis FC Barcelona, Real Madrid, Manchester United og Bayern München. Det må på den baggrund lægges til grund, at store fodboldklubber har en væsentlig større forhandlingsstyrke, da netop deres deltagelse i turneringen er med til at øge interessen fra sponsorer og TV-selskaber. Mindre klubber, som eksempelvis Brøndby IF, vil derimod stå svagere i en forhandlingssituation med UEFA, eftersom deltagelse fra klubbens side ikke trækker de store overskrifter.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Det kan være svært at analysere leverandørernes forhandlingsstyrke, men det kan dog konkluderes, at der er en sammenhæng mellem klubbens sportslige resultater og leverandørens forhandlingsstyrke, jf. ovenstående eksempel med købernes forhandlingsstyrke.

⁴⁸ "Glæd jer FCN: Pengeregn på 5,6 milliarder", Udgivet af Tipsbladet.dk den 13.07.2012. [Artikel-id: e351cd21](#)



4.1.2.2 - Gruppe 2: F&B og arrangementer

F&B (Food & Beverage) og arrangementer, der afholdes på ikke-kampdage (eksempelvis koncerter, konferencer, messer, fester og lignende), vedrører aktiviteter på Brøndby Stadion, hvor der blandt andet sælges mad og drikkevarer.⁴⁹

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

På kampdage er rivaliseringen mellem konkurrenter indenfor F&B-segmentet ikke eksisterende, når tilskuerne først er trådt ind på Brøndby Stadion. Betalende tilskuere har mulighed for at købe mad og drikkevarer i boder og restauranter, der er lokaliseret på stadion, hvor boderne administreres og ejes af klubben, hvilket giver monopollignende tilstande på området for mad og drikkevarer.

I modsætning til F&B-segmentet er konkurrencen mere intens i forbindelse med arrangementer på ikke-kampdage. Som tidligere nævnt har disse arrangementer forskellig karakter, men klubben har med sit store stadion og gode faciliteter skabt nogle gode rammer for afholdelse af disse. Brøndby Stadion er dog i skarp konkurrence med de øvrige udbydere af conferencefaciliteter i Københavnsområdet. Faciliteterne og servicen er således altafgørende indenfor dette segment.

En anden væsentlig konkurrenceparameter er lokaliseringen. Brøndby Stadion er lokaliseret i Brøndby, der er en forstad uden for København. Denne faktor har stor betydning for konkurrencen, idet andre udbydere er lokaliseret i centrum af København. Herudover er klubbens stadion bygget uden tag, hvorfor afholdelse af arrangementer i vinterhalvåret ikke er hensigtsmæssigt eller attraktivt. Derved har klubben ikke mulighed for at udnytte stadionets faciliteter til at drive en helårsforretning, hvad angår udendørs arrangementer og lignende.

Det må på den baggrund formodes, at klubben kan opleve stærk konkurrence på dette område.

Truslen fra substituerede produkter

Indenfor F&B er truslen fra substituerende produkter eksisterende, men ikke stor. Som tidligere fremhævet, er der en monopollignende tilstand på området for mad og drikkevarer på Brøndby Stadion, da alle salgsboder ejes og administreres af klubben. Tilskuere har dog mulighed for selv at medbringe

⁴⁹ Brøndby IF Arrangementer. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse:
<http://brondby.com/arrangementer/artikel.asp?id=444&mid=22> - Besøgt d. 22.02.2013



madpakker og lignende, ligesom de har mulighed for at spise, før de går ind på stadion. Det er derimod ikke muligt at medbringe egne drikkevarer.

Med udgangspunkt i ovenstående vurderes det, at truslen fra substituerende produkter indenfor dette segment er eksisterende, og kan være med til at true klubbens indtjeningsmuligheder på kampdage. Det vurderes dog, at der er mange tilskuere, som gør brug af salgsboderne på stadion, da dette er en del af fodboldoplevelsen.

Arrangementer m.v. på ikke-kampdage er i skarp konkurrence med andre udbydere, hvorfor truslen fra substituerende produkter er høj.

Købernes forhandlingsstyrke

Køberne indenfor F&B-segmentet har, som tidligere nævnt, mulighed for at købe mad og drikkevarer i salgsboderne, selv at medbringe mad eller at spise andetsteds før adgang til stadion, hvorfor forhandlingsstyrken overfor Brøndby IF er stor. Forhandlingsstyrken reduceres dog noget, da det ikke er tilladt at medbringe egne drikkevarer. Området for drikkevarer bærer derfor præg af monopollignende tilstande.

Forhandlingsstyrken indenfor segmentet arrangementer m.v. på ikke-kampdage er stor, da rivaliseringen mellem eksisterende virksomheder i branchen stor og alternativerne mange.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke indenfor F&B-segmentet er lav eller ikke-eksisterende, da leverandørernes input og produkter kan karakteriseres som standardiserede. Der findes mange udbydere af det samme produkt, hvorfor det vurderes, at leverandørernes forhandlingsstyrke er meget lav. Hvis leverandørerne har særlige samarbejdsaftaler med klubben, kan dette dog medføre, at disse leverandørers forhandlingsstyrke er noget højere.

Inden for segmentet arrangementer m.v. vurderes det, at leverandørernes forhandlingsstyrke afhænger af hvilket produkt, der er tale om. Som tidligere nævnt, er der tale om leverandører til forskellige arrangementer på stadion på ikke-kampdage, eksempelvis koncerter, konferencer og lignende. Såfremt klubben ikke selv er i besiddelse af de relevante ressourcer til gennemførsel af arrangementer, vil der være en vis grad af afhængighed af specialiseret viden hos leverandører, der derfor vil have en klar forhandlingsstyrke overfor klubben.



4.1.2.3 - Gruppe 3: Merchandise m.v.

Salg af merchandise m.v. er en central del af fodboldforretningen. Produktporteføljen er bred og omfatter alt lige fra sportstøj og spillertrøjer til køkkenredskaber og lignende, som har relation til klubben. Produkterne sælges i Brøndby Shoppen, som er lokaliseret på Brøndby Stadion, og via dets online webshop, brondbyshoppen.dk.

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Konkurrenceintensiteten indenfor dette segment er lav til mellem, hvorfor det giver klubben gunstige konkurrencevilkår. Som nævnt ovenfor sælger klubben merchandise m.v. gennem fanbutikken på stadion og gennem online webshoppen. Klubbens merchandise sælges dog også af andre større sportsforretninger og online butikker, hvorfor konkurrence i segmentet er eksisterende. Klubben har dog en væsentlig fordel ved at have sin butik lokaliseret på Brøndby Stadion. Herved vil det være muligt at sælge merchandise m.v. på såvel kampdage som ikke-kampdage. I forlængelse heraf bør det også noteres, at både den fysiske butik og webshoppen også sælger kampbilletter, hvilket alt andet lige øger sandsynligheden for mersalg i form af merchandise m.v.

Truslen fra substituerede produkter

Indenfor segmentet merchandise m.v. er truslen fra substituerende produkter eksisterende, men ikke stor. Klubbens spillertrøjer og diverse produkter kan i vid udstrækning substitueres med andre alternativer, som er bedre eller billigere. Sportstøj og spillertrøjer med klubbens logo er oftest lidt dyrere end sportstøj uden klubbens logo, hvorfor truslen fra almindeligt tøj eller sportstøj er eksisterende. Det vurderes dog ikke, at truslen fra substituerende produkter er stor, idet klubbens fans ofte anskaffer sig de officielle produkter for at vise et tilhørsforhold til klubben, eksempelvis ved køb af spillertrøjer.

Købernes forhandlingsstyrke

Køberne indenfor segmentet har som tidligere nævnt mulighed for at købe merchandise dels gennem klubbens egen officielle butik og webshop, og dels hos andre eksterne udbydere. Afhængigt af hvilket produkt, der er tale om, vil købernes forhandlingsstyrke variere hermed. Officielle spillertrøjer og lignende kan i stor udstrækning findes i flere større sportsbutikker og online-butikker, hvorfor købernes forhandlingsstyrke i denne situation er høj. I modsætning hertil vil købernes forhandlingsstyrke være lav, såfremt der er tale om specialiseret merchandise, såsom sengetøj eller køkkenredskaber med klubbens logo, der udelukkende sælges gennem klubbens egne butikker.



Leverandørernes forhandlingsstyrke

Fodboldtrøjer og lignende udstyr er traditionelt udstyret med producentens navn. Efterspørgslen efter at få lov til at producere klubbens officielle spillertrøjer afhænger i stor udstrækning af de sportslige præstationer og den succes, som en fodboldklub oplever. Brøndby IF er en traditionsrig fodboldklub med lang historie og mange succesoplevelser, men efter de seneste års manglende resultater må det formodes, at efterspørgslen er faldet i takt hermed. Det vurderes på den baggrund, at leverandørernes forhandlingsstyrke er øget.

Omvendt vurderes det, at leverandører af mindre merchandiseprodukter m.v. har en lavere forhandlingsstyrke overfor klubben, da der typisk er tale om standardiserede produkter, blot påført klubbens officielle logo.

4.1.2.4 - Gruppe 4: Køb og salg af spillere

Køb og salg af fodboldspillere er en kerneaktivitet for en fodboldklub. Klubberne søger via spillerkøb at skabe en stærk og kompetent truppe af spillere, som kan vinde kampe. Indkøb og salg af spillere foretages oftest i transfervinduet, der åbner to gange årligt (sommer- og vinterperioden).

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Konkurrenceintensiteten på transfermarkedet for fodboldspillere er høj, idet klubberne altid vil ønske at sikre sig de bedste og dygtigste spillere. Med udgangspunkt i Brøndby IF vil de primære konkurrenter i branchen omfatte andre europæiske fodboldklubber, herunder særligt fodboldklubber i Skandinavien, der spiller på samme niveau som Brøndby IF. Klubbernes fokus er dels at sikre sig de mest kompetente profiler, og dels at gøre en god handel ved køb af lovende talenter, der endnu ikke har haft deres professionelle gennembrud.

Klubberne konkurrerer stærkt med hinanden om salg af store profiler til højstbydende, hvilket oftest resulterer i, at mange fodboldspillere bliver solgt til overpris. I forlængelse heraf skal det også påpeges, at klubberne internt kæmper med konkurrencen, idet der oftest fra klubbens sportslige ledelse er et ønske om at forlænge spillerkontrakten.

Truslen fra substituerede produkter

Indenfor segmentet køb og salg af spillere er truslen fra substitutter lav. Truslen afhænger i høj grad af fodboldklubbernes indkøbspolitik, hvorfor det er nødvendigt at tage udgangspunkt i den enkelte klub.



Substitutterne eller alternativerne til køb af spillere er anvendelsen af spillere fra egne rækker. Der er typisk tale om spillere fra klubbens andet hold (B-hold) eller lignende. Såfremt klubben er i besiddelse af kompetente spillere, vil det alt andet lige være fordelagtigt at anvende disse frem for at købe nye. Fordelene tæller blandt andet besparelser i form af transferudgifter, og mulighed for at høste profit ved salg eller udlejning af spillere.

Brøndby IF er som fodboldklub kendt for sit fokus på talentudvikling. Klubben har iværksat flere initiativer til styrkelse heraf, blandt andet etablering af en idrætsefterskole og et samarbejde med Brøndby Gymnasium. Dette medfører, at talenterne kan fokusere både på uddannelse og på fodbolden. Klubben har i løbet af 2012 haft 24 spillere til at repræsentere danske ungdomslandhold, hvilket er det højeste antal blandt danske klubber.⁵⁰

Købernes forhandlingsstyrke

Købernes forhandlingsstyrke indenfor dette segment afhænger i stor grad af klubbens sportslige og finansielle situation. Brøndby IF har de seneste år præsteret dårlige sportslige resultater, hvilket har medført fald i tilskuertallet, TV-indtægter og lignende. En afledt konsekvens af den sportslige nedtur er, at det for klubben er sværere at forhandle sig til gunstige aftaler. Køberne er velvidende om klubbens nuværende situation og har derfor større forhandlingsstyrke. Brøndby IF har således dårligere muligheder for at sælge spillere med avance, og dermed er det sandsynligt, at klubben går glip af transferindtægter ved spillersalg.

Herudover afhænger købernes forhandlingsstyrke også af, hvilken type spiller der er tale om (eksempelvis en stor og eftertragtet profil, eller en aldrende spiller, som får begrænset spilletid). Efterspørgslen efter den enkelte spiller har med andre ord direkte betydning for forhandlingsstyrken.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandøren indenfor dette segment er den sælgende klub, Brøndby IF. Som fremhævet ovenfor afhænger klubbens forhandlingsstyrke i høj grad af dels klubbens sportslige og finansielle situation, og dels efterspørgslen efter den enkelte spiller.

⁵⁰ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 9



4.1.2.5 - Gruppe 5: Sponsorer og samarbejdspartnere

Kommercielle aktiviteter er en central del af kerneforretningen i en fodboldklub. Sponsorer og samarbejdspartnere bidrager væsentligt til selskabets indtjening og har derfor afgørende prioritet i klubbens regnskab. Brøndby IF har som tidligere nævnt været en af landets førende fodboldklubber. Herudover har klubben også landets næststørste station med en samlet kapacitet på 29.000 tilskuere, hvilket gør klubben attraktiv på det kommercielle niveau.

Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen

Konkurrenceintensiteten på markedet for sponsorer indenfor fodboldens verden er hård, som i mange andre sportsgrene. Klubber med sportslig succes er oftest bedst til at tiltrække sponsorer, idet sponsorer ønsker at være tilknyttet og forbundet med sportslig succes og det stærkeste hold. Konsekvensen heraf er, at det til tider kan være svært for mindre eller mindre succesfulde klubber at finde sponsorer.

Brøndby IF har gennem de seneste år iværksat flere tiltag, som skal sikre, at klubben kan konkurrere på lige fod med andre storklubber om sponsorindtægterne. I 1999 iværksatte klubben en ekspansion af Brøndby Stadion, som skulle være et aktivitetscenter for sport, uddannelse og sundhed. Udvidelsen inkluderede sportscafeen 1964, Brøndby Gymnasium og et fitnesscenter. Endvidere blev der etableret en eksklusiv Michael Laudrup lounge, som primært skulle benyttes af klubbens sponsorer og lignende.⁵¹

Ovenstående tiltag skulle alle være med til at skabe kommercielle aktiviteter på såvel kampdage som ikke-kampdage. Formålet med Michael Laudrup loungen var at skabe VIP-gæstfrihed til sponsorerne, hvilket gav klubben og dens sponsorer mulighed for at få kvalitetstid og en unik oplevelse sammen, således at der kunne opbygges loyalitet og et stærkt partnerskab. Klubben formåede således at udnytte den potentielle værdi, der er forbundet med at have et attraktivt stadion.

Truslen fra substituerede produkter

Truslen fra substituerende produkter er som tidligere fremhævet hård. Konkurrenterne omfatter dels andre professionelle fodboldklubber, og dels klubber i andre sportsgrene. De seneste års stigende interesse for eksempelvis håndbold og cykling er med til at kommercialisere branchen yderligere, hvilket alt andet lige øger sponsorernes mulighed for substitution.

⁵¹ 7. etape. Udgivet af Brondby.com. Internetadresse: <http://brondby.com/article.asp?aid=80> - Besøgt d. 22.02.2013



Købernes forhandlingsstyrke

Brøndby IF har de seneste par år gennemført en masse kommercielle initiativer og aktiviteter. Klubben har dog siden starten på den sportslige nedtur haft en del udfordringer indenfor segmentet sponsorer og samarbejdspartnere. Seneste eksempel herpå var, da klubbens tidligere hovedsponsor KasiGroup den 30. december 2009 annoncerede, at sponsoraftalen skulle ophøre tre år før udløb. Argumentet herfor var dels, at KasiGroup ikke var tilfreds med den fremtidige strategi, dels hvordan klubben og dens aktiviteter blev forvaltet, og dels den interne uro i ledelsen. Parterne blev dog enige om en økonomisk kompensation, som betød, at klubbens økonomiske situation ikke ville være anderledes, end hvis kontrakten var fortsat indtil udløbet i slutningen af 2013.⁵²

Situationen omkring klubbens hovedsponsor understreger de problemer, klubben står overfor. Manglende sportslige resultater og intern uro i klubbens ledelse giver et tydeligt billede af, at Brøndby IF de seneste år har været inde i en turbulent periode. Dette forstærkes af den massive medieopmærksomhed og -dækning af situationen. Konsekvenserne heraf har været, at klubben har haft problemer med at finde nye sponsorer, særligt en ny hovedsponsor. Klubben har derfor været tvunget til at tilbyde sponsorerne store rabatter og eksklusive fordele.⁵³

Imidlertid lokker klubbens særlige sportsbrand ikke som tidligere sponsorer og samarbejdspartnere til sig, hvilket i høj grad kan forklares med manglende sportslige resultater og intern uro i klubbens ledelse. Det er svært at forestille sig sponsorer, som ønsker tilknytning til en fodboldklub i krise, hvorfor vurderingen er, at købernes forhandlingsstyrke indenfor dette segment er høj.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Som fremhævet ovenfor afhænger Brøndby IFs forhandlingsstyrke overfor sponsorer og samarbejdspartnere i høj grad af efterspørgslen efter sponsoraftaler m.v., ligesom klubbens nuværende sportslige og finansielle situation er med til at stille sponsorerne i en bedre forhandlingssituation. Klubben vil derfor stå i en ugunstig situation, og forhandlingsstyrken indenfor dette segment vil som følge heraf være lav.

⁵² "Årsagerne bag Brøndby-balladen", Udgivet af TV2 Sport online den 02.12.2010. [Artikel-id: e25323a5](#)

⁵³ "Brøndby erkender: Vanskeligt at finde en hovedsponsor", Udgivet af Ritzaus Bureau den 25.02.2013. [Artikel-id: e3ac0f01](#)



4.2 Intern analyse

Det følgende afsnit omhandler den interne analyse. Analysen vil tage udgangspunkt i Brøndby IFs interne forhold og analysere klubbens ikke-finansielle værdidrivere, jf. afsnit 2.5.

4.2.1 Interne ressourcer

4.2.1.1 Materielle ressourcer

Brøndby Stadion er centrum og omdrejningspunkt for klubbens fodboldforretning. Klubbens stadion er en væsentlig ressource, da klubbens hjemmebanekampe bliver afviklet her, hvilket er med til at generere indtægter fra entré, tv-rettigheder, sponsorer, F&B og merchandisesalg. På ikke-kampdage udnyttes klubbens stadion-faciliteter til afholdelse af forskellige arrangementer, såsom koncerter, konferencer, messer, fester og lignende.

I 1999 og i 2006 iværksatte klubben en omfattende ombygning af Brøndby Stadion, som skulle skabe bedre rammer for fodboldforretningen og understøtte ambitionen om at være en af landets førende fodboldklubber, og skabe et aktivitetscenter for sport, uddannelse og sundhed. I 2000 stod ombygningen færdig, og resultatet var, at klubben ejede landets næststørste stadion med en samlet kapacitet på 29.000 tilskuere til nationale fodboldkampe og 26.000 tilskuere til internationale kampe.⁵⁴

Det vurderes, at ombygning af stadionet alt andet lige skabte konkurrencemæssige fordele, samtidigt med at klubben blev mere attraktiv på det kommercielle niveau, da de nye stadionfaciliteter ikke udelukkende henvender sig til fodboldtilhængerne, men også til ikke-fodboldinteresserede personer.

4.2.1.2 Immaterielle ressourcer

Brøndby IFs immaterielle ressourcer repræsenteres af klubbens sportslige sektor, der udgøres af A-truppen og talentholdene i form af U-trupperne. Udover fodboldspillere omfatter sportssektoren en bred skare af medarbejdere, som bidrager til, at klubben kan fungere og skabe værdi, eksempelvis trænere, assistenttrænere, fysiske trænere, fysioterapeuter, massører og læger. I forlængelse heraf skal medarbejdere i klubbens talentafdeling også nævnes, da talentudvikling og udviklingsaktiviteter er en del af klubbens filosofi om at integrere talentudvikling i fodboldforretningen.⁵⁵ Klubbens vision om være den bedste fodboldklub i Danmark skal således sikres ved at have det bedste talentarbejde, hvorfor der fra

⁵⁴ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 12

⁵⁵ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 9



klubbens side afsættes mange ressourcer hertil. Den sportslige administration varetages af sportsdirektør Ole Bjur, som har stået i spidsen for klubbens sportssektor siden 1. marts 2011. Sportschefen har endvidere haft en fortid som succesfuld fodboldspiller i klubben.⁵⁶

I forhold til talentudvikling og opdagelse af nye talenter har klubben de seneste år ikke haft fastansatte 'scouts'. Denne funktion varetages i dag af blandt andet klubbens talentchef Kim Vilfort, chefræner Auri Skarbalius og talentkoordinator Jan Groth Møller.⁵⁷

Klubbens A-truppe er et væsentligt aktiv og udgøres af i alt 22 spillere (spillertruppe pr. 4. marts 2013), hvoraf 15 spillere repræsenterer A-truppen og 7 spillere repræsenterer A-talent-truppen. I forlængelse heraf skal det nævnes, at 13 ud af de 22 spillere har haft deres opvækst og debut i klubbens talentafdeling. Truppens gennemsnitsalder er 24,2 år, og den enkelte spiller har i gennemsnit spillet 46 professionelle kampe for Brøndby IF. Hertil kommer også, at flere af klubbens nøglespillere har stor erfaring fra landskampe, primært spillet for Danmark.⁵⁸

En anden vigtig ressource er frivillige, ulønnede medarbejdere, som er tilknyttet klubben. De frivillige bidrager hovedsageligt til fællesskabet ved at varetage funktioner i klubbens amatørafdeling. Det kan eksempelvis dreje sig om bemanding af salgsboder på Brøndby Stadion på kampdage eller om besættelse af trænerstillinger i ungdomsafdelingen.⁵⁹ Fællesnævneren for de frivillige er, at de ønsker at blive en del af fællesskabet ved at yde en indsats for klubben og dens medlemmer, og at de ofte er en del af lokalbefolkningen.

4.2.1.3 Menneskelige ressourcer

Klubbens menneskelige ressourcer tager udgangspunkt i de medarbejdere, som til dagligt driver selskabet bag klubbens professionelle fodboldhold, herunder den daglige ledelse. Menneskelige ressourcer fra klubbens sportssektor belyses ikke i dette afsnit, eftersom disse er belyst i afsnit 4.2.1.2. Som nævnt i afsnit 3.2 har klubben en ledelsesstruktur, som både omfatter direktion og bestyrelse. Særligt bestyrelsen har været omdrejningspunktet for meget af den kritik, som har været rettet mod klubben de seneste par år. Blandt kritikken har været beskyldninger om, at bestyrelsen dikterer og involverer sig for meget i

⁵⁶ Brøndby IF - Fondsårsrapport nr. 25/2010

⁵⁷ "Sådan gør de danske klubber", Udgivet af BT den 19.11.2012. [Artikel-id: e3850e0a](#)

⁵⁸ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 10

⁵⁹ Brøndby IF søger trænere og andre hjælpere, som har lyst til at være med i klubfællesskabet. Udgivet af Brøndbyif.net. Internetadresse: <http://www.brondbyif.net/page.aspx?id=17931> - Besøgt d. 25.02.2013



direktionens arbejde, herunder at det er bestyrelsen, som sætter dagsordnen. Dette var specielt tilfældet under den tidligere bestyrelsesformand Per Anders Bjerregaard.

Bjerregaard var bestyrelsesformand i perioden 31. august 2007 til 21. juli 2012, og var inden da administrerende direktør i selskabet siden børsintroduktionen i februar 1987. Bjerregaard var en af drivkræfterne bag klubbens succes frem til i dag, og det var under hans ledelse, at klubben gik fra at være et hold i Danmarksserien til i dag at være en af Danmarks førende fodboldklubber.⁶⁰ Ikke desto mindre har der de seneste år været meget kritik af hans person og arbejde. Kritikken er vokset i takt med klubbens sportslige og økonomiske nedtur, og er særligt gået på mistillid i organisation og ledelse, samt Brøndby IFs nuværende aktiestruktur med henholdsvis A- og B-aktier.

Den sportslige og økonomiske nedtur har således vist, at klubbens vilkår har ændret sig markant, hvorfor nye ideer og handleplaner har været nødvendige for at sikre klubben sportslig succes og en sund økonomi. Det blev derfor modtaget positivt af klubbens interessenter og investorer, da Bjerregaard den 21. juli 2012 valgte at trække sig fra posten som bestyrelsesformand.⁶¹

Efter Bjerregaards afgang har klubben konstitueret sig med Sten Lerche som formand, og Benny Winther som næstformand.⁶², der begge har en fortid i klubbens regi.⁶³ Det formodes, at bestyrelsesformand og næstformand i form af deres engagement, erfaring og loyalitet gennem årene har egenskaberne og kompetencerne til at drive klubben videre og til at skabe værdi for alle interessenter. Dog skal det bemærkes, at begge, ligesom Bjerregaard, har fulgt klubben tæt igennem flere årtier. Derved kan der være en risiko for, at den nuværende bestyrelse ikke er i stand til at tænke "out of the box", således som udefra kommende investorer kan gøre. Det er med andre ord omstillingsparathed og tilpasning efter omstændigheder, som kan være i fare, hvis ledelsen ikke er dynamisk og kan lede en moderne virksomhed alt efter omstændighederne.

Klubbens øvrige bestyrelse tæller pr. 8. marts 2013 også Bjarne Jensen, Johnny Nederskov Nielsen og Tommy Sommer Håkansson, hvor sidstnævnte til dagligt ligeledes fungerer som konstitueret administrerende direktør. Bjarne Jensen har en fortid i klubben som fodboldspiller, og har ligesom Johnny

⁶⁰ "Blå bog om Per Bjerregaard", Udgivet af Ritzaus Bureau den 21.07.2012. [Artikel-id: e353f4e9](#)

⁶¹ "Brøndbyfans: Fornuftigt, Per Bjerregaard", Udgivet af Ritzaus Bureau den 19.09.2012. [Artikel-id: e368c003](#)

⁶² Brøndby IF - Fondsbørsmeddelelse nr. 09/2012

⁶³ Brøndby IF - Fondsbørsmeddelelse nr. 20/2010



Nederskov Nielsen og Tommy Sommer Håkansson har været tilknyttet klubben i gennem flere år - de to sidstnævnte blandt andet som sponsorer i Brøndby IF.⁶⁴

Fælles for alle bestyrelsesmedlemmer i klubben er, at disse også besidder bestyrelses- og/eller direktionsposter i andre selskaber i erhvervslivet. Det vurderes, at sammensætningen af medlemmer med forskellig akademisk og erhvervsmæssig baggrund giver en hensigtsmæssig bredde i bestyrelsens tilgang til at løse opgaver og tage beslutninger. Derved må det formodes, at bestyrelsen med en gennemsnit alder på omkring 54 år har de rette erfaringer, færdigheder og beslutningsevner til at drive klubben og skabe merværdi ved at opbygge vedvarende konkurrencefordele. Dog kan det som tidligere nævnt være en ulempe, at alle medlemmer af bestyrelsen er og har været tilknyttet klubben gennem længere tid, hvilket kan betyde, at den nuværende bestyrelse – set i lyset af klubben nuværende situation – ikke er i besiddelse af de rette kompetencer til føre klubben tilbage i toppen af dansk fodbold. Som følge heraf kan der være et behov for at udskifte bestyrelsen eller dele heraf med nye medlemmer, der gennem en ny forretningsstrategi kan genskabe en bæredygtig fodboldforretning.⁶⁵

4.2.1.4 Finansielle ressourcer

Som fremhævet i afhandlingens indledning har Brøndby IF i vinteren 2013 været truet af konkurs, da klubben havde likviditetsproblemer med henblik på at fortsætte driften resten af 2013, og ikke var i besiddelse af et nødvendigt kapitalberedskab til overholdelse af dens forpligtelser. Derudover har finanskrisen medført, at klubben har haft sværere ved at låne kapital.⁶⁶

I forhold til klubbens aktionærer og potentielle investorer kan det være svært at fremskaffe den fornødne kapital, selvom klubben på grund af dens selskabsstruktur "blot" kan foretage en aktieemission, og derved komme likviditetsproblemerne til livs.⁶⁷ Argumentet herfor skal dels findes i, at klubbens interessenter har mistillid til organisation og ledelse, og dels i klubbens nuværende aktiestruktur. Det kan således være uinteressant for udefra kommende investorer at investere i klubben, primært fordi B-aktionærerne reelt står uden indflydelse. Hertil kommer også, at klubben i øjeblikket befinder sig i en sportslig og økonomisk nedtur, hvorfor investeringslysten og investeringspotentialet kan være formindsket.

⁶⁴ Jf. Fodnote 63

⁶⁵ Jf. Fodnote 63

⁶⁶ "Brøndby: Nordea klar til at sikre lønudbetalinger", Udgivet af RB-Børsen den 04.01.2013. [Artikel-id: e397ae22](#)

⁶⁷ "Økonom: Brøndby kan bare trykke egne penge", Udgivet af Ritzaus Bureau den 20.02.2012. [Artikel-id: e31bab1c](#)

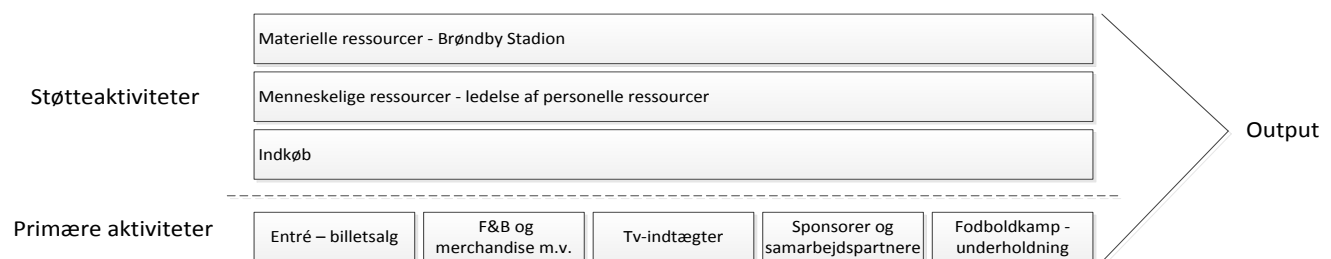


4.2.2 Porters værdikæde

I forbindelse med udarbejdelse af den interne analyse vurderes det at være relevant at analysere Brøndby IF med udgangspunkt i Porters værdikæde. Værdikæden belyser hvor og hvilke aktiviteter, der skaber værdi for forbrugerne i forhold til virksomhedens produkter. Derved kan det udpeges, hvor i værdikæden, der skabes værdi, og hvilke kernekompetencer klubben er i besiddelse af. Porters værdikæde tager udgangspunkt i produktionsvirksomheder, men det vurderes, at modellen med fordel kan tilpasses og anvendes til analyse af servicevirksomheder.

Analysen vil blive belyst fra to perspektiver, idet det formodes, at aktiviteterne i værdikæden er forskellige, alt efter om der er tale om kampdage eller ikke-kampdage. I forhold til kampdage er der tale om klubbens hjemmefanekampe på Brøndby Stadion, men på ikke-kampdage udnyttes klubbens stadionfaciliteter til afholdelse af forskellige arrangementer.

Med udgangspunkt i værdikæden i figur 5 kan det konstateres, at de primære aktiviteter danner grundlag for værdiskabelse. Støtteaktiviteterne danner grundlag for, at klubbens primære aktiviteter kan fungere og sikrer samtidigt, at disse kan forbedres og effektiviseres. Klubbens hjemmefanekampe afholdes på Brøndby Stadion, og hertil er forbundet billetsalg fra entre, salg af mad- og drikkevarer fra salgskiosker samt salg af klubmerchandise m.v. Til kampdage hører også, at der sker en eksponering af sponsorer og samarbejdspartnere. Underholdningsværdien fra fodboldkampene antages at have mest værdiskabende betydning for tilskuere på Brøndby Stadion. Hertil kommer også, at spillerne er det mest værdiskabende aktiv for klubben og skaber formentlig mere end 80-90 procent af værdikædens værdier, eftersom disse er forudsætningen for, at der kan leveres underholdning, genereres tv-indtægter, tiltrække tilskuere m.v.

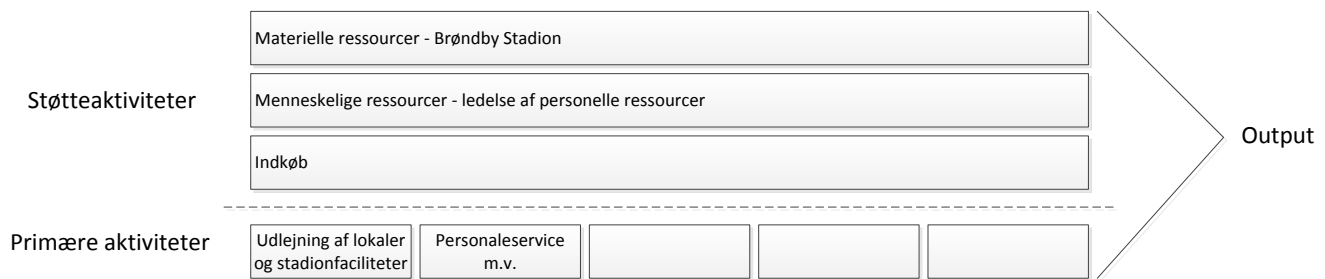


Figur 5: Porters værdikæde på kampdage⁶⁸

⁶⁸ Egen tilvirkning



I forhold til værdikæden i figur 6 nedenfor kan det konstateres, at de primære aktiviteter omfatter udlejning af lokaler og faciliteter på Brøndby Stadion samt servicering. Det må på baggrund af disse aktiviteter formodes, at klubben skaber værdi ved at kunne udbyde gode og konkurrencedygtige faciliteter, samtidigt med at personalet yder god service. Den værdiskabende oplevelse kan derved sikre, at klubben får tilfredse og tilbagevendende kunder.



Figur 6: Porters værdikæde på ikke-kampdage⁶⁹

Som supplement til den interne analyse ville man også kunne anvende Boston-modellen til at analysere Brøndby IFs sammensætning af forretningsområder med henblik på at kunne vurdere, om klubbens portefølje er hensigtsmæssig sammensat, samt for at kunne fastlægge virksomhedens fremtidige strategi.⁷⁰

Imidlertid vil modellen ikke kunne frembringe væsentlig prognoseværdi af relevans for besvarelse af nærværende afhandling. Modellen vil derfor ikke blive inddraget i analysen og vil ikke blive beskrevet yderligere.

4.2.3 Konkurrence- og vækststrategier

Brøndby IF præsenterede i årsrapporten 2012 klubbens fremtidige vision og økonomiske målsætninger, kaldet "Vision 2015". Med dette som udgangspunkt vil nærværende afsnit analysere klubbens strategiske muligheder i form af konkurrence- og vækststrategier indenfor de forretningsområder, som relaterer sig til Brøndby IFs fodboldforretning (se venligst afsnit 4.1.2).⁷¹

4.2.3.1 Konkurrencestrategier

Ifølge Porter kan en virksomhed anvende tre generiske strategier til at opnå konkurrencefordele:

⁶⁹ Egen tilvirkning

⁷⁰ Boston-model. Udgivet af Systime.dk.

Internetadresse: <http://toolbox.systime.dk/index.php?id=506> - Besøgt d. 27.02.2013

⁷¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 85-93



- Omkostningslederskab
- Differentiering
- Fokus

Det vurderes, at klubbens forretningsområder følger differentieringsstrategier, eftersom alle forretningsområder søger at skabe værdi gennem differentiering. Formålet med at følge en sådan strategi er at udbyde et produkt, som skaber højere værdi for forbrugeren, end det konkurrenterne udbyder. I forhold til klubbens forretningsområder er dette blandt andet kommet til udtryk i form af målet om at være den bedste fodboldklub i Danmark gennem positive fodboldoplevelser samt udvikling af et varemærke, som skal styrke klubbens brand.

4.2.3.2 Vækststrategier

Med udgangspunkt i Anshoffs vækstmatrice kan det fastlægges, hvilken vækststrategi en virksomhed følger. Vækstmatricen er præsenteret i bilag 2.

I forhold til forretningsområderne nævnt ovenfor vurderes det, at disse primært tager afsæt i at følge vækststrategien markedspenetrering, da klubbens vækststrategi tager udgangspunkt i at opnå vækst i fremtiden ved at forøge salget af eksisterende produkter på eksisterende markeder.

Det skal i forlængelse af ovenstående dog nævnes, at forretningsområdet for arrangementer på ikke-kampdage også kan følge vækststrategien markedsudvikling, da klubben konstant søger at øge salget af eksisterende produkter (Brøndby Stadion og stadionfaciliteterne) på nye markeder.

Ligeledes vurderes det, at forretningsområdet merchandise m.v. kan følge vækststrategien markedsudvikling. Klubben har lanceret en online webshop, hvorved der er banet vej for, at klubbens merchandise m.v. kan sælges på nye markeder og ikke nødvendigvis kun til fans, som har mulighed for at besøge Brøndby Shoppen, der er fysisk forankret på Brøndby Stadion.

4.2.3.3 Vision 2015

Af den fremlagte "Vision 2015" fremgår, at klubben vil vende den sportslige og økonomiske nedtur til succes ved blandt andet at skabe gode præstationer på fodboldbanen. Klubben har store ambitioner på talentområdet, og det forventes i høj grad, at talentmassen skal være med til at sikre sportslig succes. Fokus på talentområdet stemmer overens med klubbens filosofi, og klubben har da også tidligere haft stor succes med dette.



Herover forventes det, at klubben i 2015 vil slutte sæsonen i Superligaen blandt de tre bedste. Visionen om, at klubben kan vinde medaljer i 2015, kan virke en smule virkelighedsfjern. Klubben indtog pr. 8. marts 2013 sidstepladsen i Superligaen, og med 12 kampe igen i sæsonen 2012/13 kan det virke som et for optimistisk mål at slutte i top tre allerede i 2015. Det samme gælder for ambitionerne om at slutte blandt de seks bedste i 2014 – specielt taget i betragtning at nedrykningsfaren fortsat er til stede – hvorfor bestyrelsens vision og plan kan fremstå for optimistisk og mangelfuld, hvis klubben skulle rykke ned i 1. division, når sæsonen slutter.

Bestyrelsens sportslige målsætninger i "Vision 2015" udviser udadtil optimisme og fortsat tro på, at klubben hører til i toppen af dansk fodbold. Men fra et investorperspektiv kan dette synes at være for optimistiske eller ligefrem urealistiske mål, selvom klubben er kendt for et højt ambitionsniveau. Herudover har klubbens sportslige og økonomiske nedtur de seneste år har været en blanding af manglende sportslige resultater, en skrantende økonomi, og af uoverensstemmelser og mistillid i organisationen. Det formodes derfor, at der fra klubbens side skal arbejdes på langsigtede løsninger og skabelse af kontinuerlige resultater for at vende udviklingen.

Det vurderes, at planerne om at etablere et "Advisory Board" er et fornuftigt tiltag for at sikre klubbens strategiske udvikling. Det anbefales dog, at sammensætningen af medlemmerne bør tage udgangspunkt i klubbens behov og ønsker, hvorfor boardet bør sammensættes af personer med erfaringer indenfor de områder, hvor bestyrelsen er svagt repræsenteret, således at boardet repræsenterer klubbens interesser.

4.3 Delkonklusion – Strategisk analyse: SWOT-analyse

Nærværende afsnit har til formål at opsamle de observationer, der er foretaget i den strategiske analyse og konkludere på denne. Til dette formål anvendes en SWOT-analyse, der dels skaber overblik over Brøndby IFs nuværende styrke- og konkurrencesituation med udgangspunkt i klubbens interne og eksterne forhold, dels giver et billede af fremtidige strategiske handlingsmuligheder, og dels hvilken påvirkning identificerede værdidrivere har på budgettering og værdiansættelse. SWOT-analysen bygger på en forståelse af virksomhedens interne forhold, som repræsenteres af styrker og svagheder, samt af eksterne forhold der repræsenteres ved muligheder og trusler.

De interne og eksterne forhold er i hovedform opstillet i figur 7.



Interne forhold			
Styrker (S)	Værdi-driver	Svagheder (W)	Værdi-driver
- Historisk førende fodboldklub med flotte sportslige resultater i Danmark og Europa - Brøndby Stadion, herunder stadionfaciliteter - Et af Danmarks største sportsbrands (høj brandværdi) - Stærk fankultur og fællesskab - Stor talentafdeling - Fokus på talentudvikling - Sportslig sektor i form af bred organisation, stor amatørafdeling og mange frivillige - Spillertrup med bred erfaring	Oms. Oms. Oms. Oms. Oms. Oms. Oms.	- Fodboldforretningen er afhængig af sportslige resultater - Ejerforhold og personer med stærk indflydelse på fodboldforretningen - Finansielle ressourcer - Fravær af hovedsponsor - Nuværende aktiestruktur - Bred spillertrup	Oms. Ingen Oms. Oms. Ingen Oms.
Eksterne forhold			
Muligheder (O)	Værdi-driver	Trusler (T)	Værdi-driver
- Beskatning af spillere via forskerordning - Udvikling i teknologien (kommunikation med fans, sponsorer m.v.) - Høje indtrængningsbarrierer for nye konkurrenter - Udbygning af Brøndby Stadion (tag til overdækning af stadionet – helårsforretning) - Mulighed for at landskampe i fremtiden afholdes på Brøndby Stadion	EBIT Ingen Ingen Oms. Oms.	- Regulering fra DBU, FIFA og UEFA - Begrænsning i anvendelse af udenlandske spillere (ikke EU/EØS borgere) - Financial Fairplay - Indførelse af lønloft - Feriepengesagen - Økonomisk lavkonjunktur - Intens konkurrence i branchen, Superligaen - Reduktion af TV-indtægter - Substituerende produkter til underholdning - Købernes forhandlingsstyrke - Faldende tilskuertal i Superligaen	Oms. Oms. Oms. Oms. EBIT Oms. Oms. Oms. Oms. Oms. Oms.

Figur 7: SWOT-analyse



Med udgangspunkt i SWOT-analysens hovedpunkter er det tydeligt, at flere makrofaktorer har indflydelse på værdiskabelsen i fodboldmarkedet. Det vurderes, at Brøndby IF er særligt eksponeret overfor politiske og økonomiske faktorer, eftersom disse i langt højere grad har indflydelse på klubbens strategiske muligheder. Brøndby IF har som nævnt været udfordret på økonomien de seneste par år, hvilket derudover er blevet forstærket af de generelle makroøkonomiske tendenser, herunder finanskrisen og lavkonjunktur.

Brøndby IF står derudover overfor en lang række udfordringer af såvel organisatorisk, sportslig som finansiell art. Det vurderes derfor, at der er et klart behov for organisatoriske restruktureringer, samt at der udarbejdes en bæredygtig plan, som skal løfte klubben tilbage til toppen af dansk fodbold.

Som fremhævet i analysen er fællesnævneren for på bedst mulig vis at positionere sig i forhold til konkurrenterne, at opnå sportslig succes. Den sportslige succes er dog betinget af, at klubben har tilstrækkelig kapital til at investere i dygtige fodboldspillere. Såfremt det lykkes at vinde kampe og mesterskaber, vil det alt andet lige øge indtjeningen, eftersom det vil medføre stigende interesse og indtægter fra fodboldfans, TV-rettigheder, sponsorer m.v. Klubben vil derved få kapital til at investere i nyere og bedre spillere, som alt andet lige vil vinde flere kampe og øge indtjeningen yderligere. Dette er med andre ord en kontinuerlig proces, der kan gå begge veje i form af noget positivt eller noget negativt, Jo bedre Brøndby IF præsterer på fodboldbanen, jo større sandsynlighed er der for, at klubbens strategiske position går i en positiv retning. Sammenhængen er forsøgt illustreret i figur 8.⁷²



Figur 8: Fodboldens cyklus – sammenhæng mellem sportslig succes, indtjening og spillerkøb

⁷² Egen tilvirkning



5. Regnskabsanalyse

I dette afsnit udarbejdes der en historisk regnskabsanalyse af selskabets finansielle opgørelser, som skal klarlægge den historiske rentabilitet i Brøndby IF. Analysen har herudover til formål at identificere selskabets finansielle værdidrivere for derved at kunne vurdere fremtidige indtjeningsmuligheder.

Regnskabsanalysen tager udgangspunkt i klubbens finansielle opgørelser for regnskabsårene 2005-2012, der således udgør analyseperioden. Perioden tager udgangspunkt i en længere tidsserie, eftersom det vurderes at være mere retvisende at få et billede virksomhedens rentabilitet i såvel op- og nedgangstider. De officielle regnskabstal fra resultatopgørelser og balancer fremgår af bilag 3 og 4.

I forbindelse med regnskabsanalysen vil regnskabskvaliteten også blive vurderet, for derved at kunne vurdere dels kvaliteten i de finansielle opgørelser og dels kvaliteten af anvendt regnskabspraksis.

5.1 Gennemgang af revisionspåtegninger

Revisors primære funktioner som uafhængig tredjepart er at revidere et selskabs årsrapport og udtrykke en konklusion gennem revisionspåtegningen. Hvor årsrapporterne er forsynet med påtegning uden forbehold eller supplerende oplysninger forudsættes det, at disse opfylder årsregnskabslovens grundlæggende bestemmelser og kvalitetskrav.

Revisionspåtegninger for aflagte årsrapporter i analyseperiode er gennemgået med henblik på at vurdere kvaliteten i de af ledelsen aflagte årsrapporter samt identificere væsentlige forhold, der kan have haft betydning for revisors konklusion.

Det er konstateret, at KPMG har forestået revision af Brøndbyernes IF Fodbold A/S (Brøndby IF) i hele analyseperioden.

I perioden 2005 til 2010 er selskabets årsrapporter blevet forsynet med revisionspåtegninger uden forbehold eller supplerende oplysninger. Det forudsættes således, at disse kan anvendes til analysebrug. Revisor har i regnskabsårene 2011 og 2012 udarbejdet revisionspåtegningerne uden forbehold, men med supplerende oplysninger.⁷³

⁷³ ISA 706, punkt 1-2: Revisor kan kommunikere igennem supplerende oplysninger, såfremt der kan være forhold, der kan være afgørende for: 1) regnskabslæseres forståelse af regnskabet, 2) regnskabslæseres forståelse af revisionen



I revisionspåtegningen for 2011 henledes regnskabslæseres opmærksomhed på den likviditetsrisiko, der knytter sig til selskabets tilgodehavender hos KasiGroup, herunder forventningerne til likviditeten i 2012, jf. årsrapportens note 27. Ved nærmere gennemgang af noten vurderes det, at regnskabsmaterialet fortsat er validt og kan anvendes til analysebrug.⁷⁴

Det fremgår af den seneste årsrapport for 2012, at revisor i de supplerende oplysninger fremhæver tilstedeværelsen af en væsentlig usikkerhed, der kan rejse betydelig tvivl om klubbens evne til at forsætte driften (going concern).⁷⁵ I forhold til regnskabsanalysen vurderes det dog ikke, at dette forhold vil have betydning, eftersom analysen tager udgangspunkt i tal fra regnskabsårene 2012 og tidligere.

5.2 Gennemgang af anvendt regnskabspraksis

I forbindelse med vurdering af regnskabskvaliteten er anvendt regnskabspraksis gennemgået for alle regnskabsår i analyseperioden. Gennemgangen af regnskabspraksis har til formål at identificere og korrigere regnskabsmæssig "støj", som kan være opstået som følge af, at virksomheden ikke kontinuerligt har anvendt samme regnskabspraksis over tid. Såfremt der har været ændringer, er det nødvendigt at vurdere effekten af ændringerne, eftersom disse kan have indflydelse på regnskabsposternes sammenlignelighed, herunder nøgletallene.

Brøndby IF er et børsnoteret selskab og som følge heraf er det et krav, at alle årsrapporter aflægges i overensstemmelse med de internationale regnskabsstandarder (IFRS) gældende fra 31. december 2005. Ændring i regnskabspraksis fra 2004 til 2005 som følge af overgangen til IFRS vurderes ikke at have haft væsentlig indflydelse på regnskabstallene.⁷⁶

Efter gennemgang af anvendt regnskabspraksis for Brøndby IF for perioden 2005-2012 er der ikke konstateret ændringer i regnskabspraksis, der har væsentlig indflydelse på regnskabstallenes sammenlignelighed, herunder på de beregnede nøgletal, jf. afsnit 5.4. Det vurderes på baggrund heraf, at regnskabsposternes regnskabskvalitet er baseret på et ensartet grundlag, og at anvendt regnskabspraksis udviser kontinuitet i hele analyseperioden.

⁷⁴ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 53

⁷⁵ ISA 570, punkt 18-19

⁷⁶ IFRS 1: Førstegangs anvendelse af IFRS



5.3 Reformuleringer

Som nævnt i afsnit 2.5.3, vil regnskabsanalysen indledes med at reformulere finansielle opgørelser til analytiske formål, således at selskabets kerneforretning identificeres, samt at der sker en adskillelse af drifts- og finansieringsrelaterede regnskabsposter. Reformuleringen af de finansielle opgørelser har til formål at fremhæve kilderne til værdiskabelse, og anvendes efterfølgende til beregning og analyse af rentabiliteten. Analyse af selskabets rentabilitet foretages med udgangspunkt i DuPont-modellen.

Der vil foretages reformulering af resultatopgørelser og balancer til analysebrug. Det vurderes i forlængelse heraf ikke at være nødvendigt at reformulere egenkapitalopgørelser, da disse indeholder følgende poster, som ikke vurderes at have væsentlig prognoseværdi:

- Værdiregulering af sikringsinstrumenter
- Tilbageførsel af værdiregulering af sikringsinstrumenter
- Skat af egenkapitalbevægelser/ skat af anden totalindkomst

Der er således primært tale om reguleringer af tidligere års egenkapitalbevægelser.

Jf. afgrænsningen i afsnit 2.6 vil denne afhandling koncentrere sig om Brøndby IF. Det vurderes, at fodboldforretningen er den primære aktivitet, og at denne er tilknyttet moderselskabet. Ikke desto mindre vil der i regnskabsanalysen blive taget udgangspunkt i regnskabstallene for den samlede koncern, og det vurderes, at der kan ses bort fra opdelingen mellem regnskabstallene fra koncern- og moderselskabet. Det er dermed underforstået, at aktiviteten fra datterselskaberne er blevet konsolideret ind i koncernregnskabet. I 2008 var Brøndby IF ikke en koncern, hvorfor indtægter og udgifter fra datterselskaberne først er indregnet fra 2009.

5.3.1 Reformulering af resultatopgørelser

Reformulering af resultatopgørelser har til formål at identificere og adskille drifts- og finansieringsrelaterede regnskabsposter. Opdelingen skal efterfølgende anvendes til beregning af finansielle nøgletal til vurdering af rentabiliteten fra Brøndby IFs drifts- og finansieringsaktiviteter.

Virksomhedens driftsaktiviteter opdeles i henholdsvis kerne driftsforretning og transferaktiviteter. Transferaktiviteterne udgør en væsentlig regnskabspost, men historisk set har denne været meget



svingende og uforudsigelig. Opdelingen er derfor valgt med henblik på at vurdere den historiske rentabilitet i hver af overskudskomponenter for sig.

- Driftsresultatet opdeles i driftsresultat fra salg og driftsresultat fra andet (transfer). Ved denne opdeling tydeliggøres det, hvor der i selskabet skabes og tabes penge.
- Resultat fra transfer er medtaget særskilt under andet driftsoverskud, da det vurderes at denne post vil skabe for meget regnskabsmæssig "støj".

Som tidligere nævnt vil der ikke blive foretaget en reformulering af egenkapitalopgørelsen, hvorfor der heller ikke vil blive taget højde for egenkapitalbevægelser og "dirty surplus"-poster. Poster under anden totalindkomst vil med andre ord ikke blive medtaget i den reformulerede resultatopgørelse, og bundlinjen bliver som følge heraf ikke totalindkomst men årets resultat.

Der er til klassificeringen af en række regnskabsposter i de reformulerede resultatopgørelser anført kommentarer, idet det vurderes, at disse kan give anledning til tvivl om, hvorvidt de er en del af selskabets drifts- eller finansieringsaktiviteter.

- Resultat af transferaktiviteter. Det vurderes, at denne regnskabspost vedrører en tilbagevendende aktivitet (ikke engangskaraktér), samt at den er tæt relateret til den primære drift i en fodboldklub. Regnskabsposten er på baggrund heraf klassificeret under andet driftsoverskud.
- Skatteallokering. Virksomhedens drifts- og finansieringsaktiviteter har begge skattemæssige konsekvenser, hvorfor den rapporterede skatteomkostning af årets resultat er allokeret ud på de enkelte overskudskomponenter. Det er dog vigtigt at påpege, at der har været underskud i flere regnskabsår, og at den afholdte skattebetaling som følge heraf er påvirket af reguleringer fra udsudte skatteaktiver fra tidligere år. Eftersom analysen har til formål at belyse effekten fra den gennemsnitlige beskatning af al indkomst i virksomheden, vil den effektive skattesats frem for den danske selskabsskattesats blive anvendt i perioden.

De reformulerede resultatopgørelser fremgår af bilag 5.

5.3.2 Reformulering af balancer

Der er anført kommentarer til klassificeringen af en række regnskabsposter i de reformulerede balancer, eftersom det vurderes, at disse kan give anledning til tvivl om, hvorvidt de er en del af selskabets drifts- eller finansieringsaktiviteter.



- Likvide beholdninger. For at opretholde driften og imødekomme daglige betalinger vurderes det, at en andel af de likvide beholdninger kan kategoriseres som driftskapital. De likvide beholdninger er opdelt i driftslikviditet og finansielle aktiver, hvor driftslikviditeten er skønnet til at udgøre 0,5 pct. af nettoomsætningen for alle år i hele analyseperioden.⁷⁷
- Aktiver bestemt for salg. Aktiver bestemt for salg vedrører ejendommen Brøndbyvester Boulevard 2-18 (Gildhøj Centeret). Disse aktiver samt forpligtelser relateret hertil, vil ikke bidrage til fremtidig værdiskabelse og er derfor i de reformulerede balancer betragtet som en del af henholdsvis finansielle aktiver og rentebærende gæld.⁷⁸

De reformulerede balancer fremgår af bilag 6.

5.3.3 Korrektion af regnskabstal til analysebrug

I forbindelse med reformuleringen er indholdet af de enkelte regnskabsposter analyseret nærmere for derved at sikre, at der ikke optræder udsædvanlige poster eller engangsposter, som kan skabe regnskabsmæssig "støj". Det er derfor vigtigt at diskutere og adskille transitoriske regnskabsposter fra tilbagevendende regnskabsposter. Transitoriske poster har karakter af at være engangsposter, der samtidig vurderes til ikke at være tilbagevendende eller som værende del af primære drift, hvorfor disse er ekskluderet fra de reformulerede opgørelser. Der er foretaget korrektioner af såvel driftsposter som balanceposter.

Reformulerede resultatopgørelser og balancer efter korrektioner for transitoriske poster fremgår af bilag 7 og 8. Specifikation af transitoriske poster er præsenteret nedenfor.

2009

Nettoomsætningen er steget fra 182,1 mio. kr. i 2008 til 249,3 mio.kr. i 2009, svarende til en vækst på 36,9 %. Stigningen skyldes primært sponsoraftalen med KasiGroup, som skulle ophøre tre år før aftalens egentlige udløb. Brøndby IF og KasiGroup blev enige om en økonomisk kompensation, hvilket medførte en ekstraordinær indtægt på 53,6 mio. kr.

⁷⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 164

⁷⁸ Hotel Brøndby Park A/S var den største lejer i Gildhøj Centeret, men denne gik konkurs i 2008. Det blev fra klubbens side besluttet at en andel af Gildhøj Centerets samlede areal skulle afhændes til Brøndby Idrætsefterskole. I 2010 er den del af Gildhøj Centeret som Brøndby IF fortsat ejer sat til salg.



2012

Børsnoterede selskaber skal i henhold til IAS 36 og IFRS 3 fra 2005 foretage nedskrivning på anlægsaktiver, såfremt genindvendingsværdien er lavere end den regnskabsmæssige værdi. I tilfælde af indikationer på værdiforringelser skal der foretages en nedskrivningstest, hvor genindvendingsværdien opgøres.

For Brøndby IF antages nedskrivninger og nedskrivningstests at være en normal aktivitet, eftersom der løbende kan foretages nedskrivninger på virksomhedens anlægsaktiver med henblik på at afstemme de regnskabsmæssige værdier. I forbindelse med en nedskrivningstest pr. 30. september 2012 er der dog foretaget nedskrivning på bl.a. Brøndby Stadion, Gildhøj Centeret og andre driftsaktiver i størrelsesordenen 179,9 mio. kr. Nedskrivningen udgør et væsentligt beløb og ligger på et niveau langt over de historiske nedskrivninger.

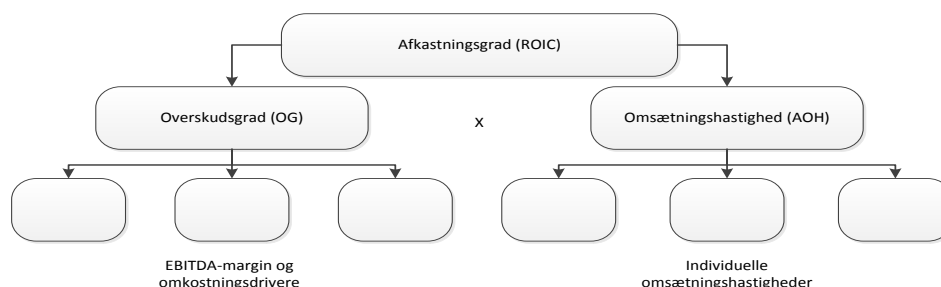
Herudover er der foretaget hensættelser i forbindelse med feriepengesagen og til KasiGroup, svarende til 53,7 mio. kr. I forhold til hensættelserne vurderes det, at der er tale om usædvanlige hensættelser og tab, som adskiller sig væsentligt fra almindelig driftsrisiko.

5.4 Rentabilitetsanalyse

Hvor den strategiske analyse har til formål at identificere og vurdere ikke-finansielle værdidrivere, har rentabilitetsanalysen til formål at identificere og vurdere historiske finansielle værdidrivere, som er forbundet med Brøndby IF. Analysen skal klarlægge, hvilke finansielle værdidrivere, der driver den nuværende rentabilitet og dermed identificere fremtidige indtjeningsmuligheder, der kan anvendes som fundament i udarbejdelsen af proforma-opgørelser.

Rentabilitetsanalysen vil tage udgangspunkt i de reformulerede opgørelser, som er klar til analysebrug. Til beregning af finansielle nøgletal anvendes gennemsnitstal for balancen, eftersom gennemsnitværdier er jævne og mere retvisende i forbindelse med beregning af rentabilitetsnøgletal, jf. bilag 9.

Rentabilitetsanalysen tager udgangspunkt i DuPont-modellen, som er illustreret i figur 9.



Figur 9: Struktur for rentabilitetsanalyse⁷⁹

Det fremgår figur 9, at afkastningsgraden (ROIC) er det overordnede nøgletal, som måler rentabiliteten fra driften. Det fremgår ligeledes, at afkastningsgraden kan dekomponeres, således at det er muligt at årsagsforklare udviklingen heri.

5.4.1 Samlet driftsoverskud

Som tidligere nævnt opdeles driftsaktiviteterne i driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud, som vedrører henholdsvis overskud fra almindelig drift af fodboldforretning og overskud fratransferaktiviteter. Nøgletal for den samlede rentabilitet fremgår af tabel 1 nedenfor. Dekomponering og beregning af nøgletal for den samlede rentabilitet fremgår af bilag 10.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	7,1%	12,7%	-1,4%	-1,0%	-7,5%	-4,9%	-6,4%	-6,9%
OG	18,8%	45,8%	-6,4%	-3,5%	-20,3%	-13,6%	-19,2%	-21,4%
AOH	0,38	0,28	0,22	0,30	0,37	0,36	0,33	0,32

Tabel 1: ROIC – dekomponering⁸⁰

Resultat fra klubbens transferaktiviteter har historisk været meget svingende, hvorfor det vurderes, at denne vil skabe regnskabsmæssig "støj" ved analyse af rentabiliteten fra den primære drift. Det er på den baggrund valgt at driftsoverskud fra salg og andet driftsoverskud analyseres særskilt.

5.4.2 Driftsoverskud fra salg

5.4.2.1 Afkastningsgrad (ROIC)

Rentabilitetsanalysen har til formål at klarlægge dels udviklingen i de finansielle værdidrivere fra kernerdriftsaktiviteterne, og dels hvorvidt virksomheden er rentabel og i stand til at forrente den investerede kapital.

⁷⁹ Egen tilvirkning, jf. Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 150

⁸⁰ Egen tilvirkning



Det overordnede nøgletal for rentabiliteten er afkastningsgraden (ROIC), som måler rentabiliteten i driften og dermed virksomhedens evne til at forvalte sine aktiver til at generere overskud. Afkastningsgraden er således uafhængig af, hvordan virksomheden er finansieret. Afkastningsgraden forklarer midlertidigt ikke, hvorvidt rentabiliteten i virksomheden er drevet af et bedre indtægts-/omkostningsforhold, eller om rentabiliteten er drevet af en forbedret udnyttelse af kapitalapparatet og den investerede kapital. Det er derfor nødvendigt at foretage en dekomponering af afkastningsgraden i en overskudsgrad (OG) og en omsætningshastighed (AOH).

Afkastningsgraden kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel.⁸¹

$$\text{Afkastningsgraden (ROIC)} = \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat}}{\text{Investeret kapital}} \cdot 100$$

Brøndby IFs udvikling i afkastningsgraden fremgår af tabel 1, der også viser dekomponeringen af afkastningsgraden i en overskudsgrad og en omsætningshastighed.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	3,8%	1,3%	0,4%	1,5%	1,8%	-0,8%	-5,1%	-6,3%
OG	10,0%	4,6%	1,6%	5,1%	4,8%	-2,1%	-15,3%	-19,4%
AOH	0,38	0,28	0,22	0,30	0,37	0,36	0,33	0,32

Tabel 2: ROIC fra driftoverskud fra salg – dekomponering⁸²

Vurdering af afkastningsgraden foretages med udgangspunkt i udvikling i afkastet over tid, men afkastningsgradens niveau sammenholdes også med et skøn herover, eksempelvis ved at sammenholde denne med virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), som angiver afkastkravet for både ejere og långivere.⁸³

Det fremgår tydeligt af tabel 2, at udviklingen i afkastningsgraden har været svingende gennem analyseperioden, samt at udviklingen fra 2010 til 2012 har været negativ. Dette kan primært henføres til en svingende overskudsgrad, da udviklingen heri også er gået fra positiv til negativ som følge af faldende nettoomsætning og stigende omkostningsniveau. Udviklingen i afkastningsgraden kan midlertidigt ikke tilskrives omsætningshastigheden, eftersom denne har været forholdsvis stabil over hele analyseperioden. Udviklingen af Brøndby IFs ROIC vil blive gennemgået yderligere ved at dekomponere

⁸¹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 150

⁸² Egen tilvirkning

⁸³ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 151-152

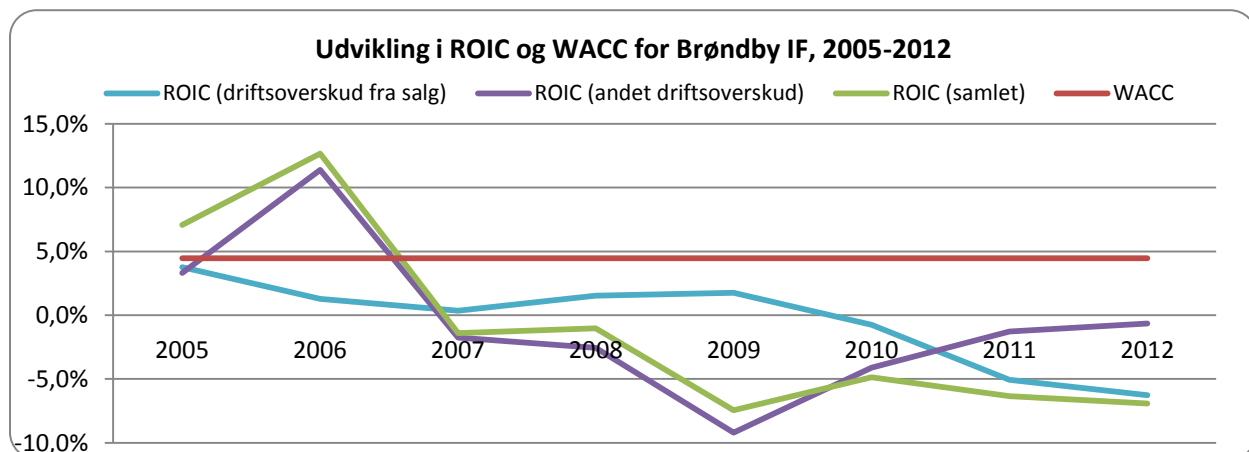


ROIC og analysere udviklingen i overskudsgraden og afsætningshastigheden, jf. afsnit 5.4.2.2 og afsnit 5.4.2.3.

Ved at sammenholde udviklingen i ROIC med virksomhedens WACC kan det ses, hvorvidt Brøndby IF er i stand til at skabe et merafkast af den investerede kapital (det vil sige om ROIC er højere end WACC).⁸⁴

$$\text{Merafkast (EVA)} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \cdot \text{Investeret kapital}$$

Beregning af WACC er foretaget i afsnit 7.1. Det er i forlængelse heraf antaget, at den historiske WACC i analyseperioden er lig den beregnede. Det fremgår af figur 10, at ROIC gennem hele analyseperioden er lavere end WACC, hvorfor Brøndby IF genererede negativt merafkast til ejerne. Dette må derfor vurderes som værende utilfredsstillende. I 2005 udgør forskellen mellem ROIC og WACC kun 0,7 % og det er det mindste spread i hele analyseperioden. Fra 2009 til 2012 har udviklingen i ROIC været negativ, og det har medført, at forskellen mellem ROIC og WACC er blevet yderligere forøget.



Figur 10: Udvikling i ROIC versus WACC⁸⁵

5.4.2.2 Overskudsgrad (OG)

Overskudsgraden måler overskuddet fra driften af én krones salg og angiver dermed den procentvise andel af virksomhedens nettoomsætning, som bliver til overskud efter indregning af alle driftsomkostninger. Overskudsgraden kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel.⁸⁶

⁸⁴ Jf. Fodnote 83

⁸⁵ Egen tilvirkning

⁸⁶ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 164



$$\text{Overskudsgrad (OG)} = \frac{\text{Resultat af primær drift efter skat}}{\text{Nettoomsætning}} \cdot 100$$

Overskudsgraden er dermed en indikator på, hvor god virksomheden er til at tilpasse sine driftsomkostninger til indtægterne. En høj overskudsgrad til alt andet lige viser, at virksomheden er god til at holde driftsomkostningerne nede og dermed øge overskuddet.

Det fremgår af tabel 2, at Brøndby IFs overskudsgrad falder fra 10 % i 2005 til -19,4 i 2012. Til yderligere analyse af udviklingen har det været nødvendigt at foretage en dekomponering af overskudsgraden i en række underliggende drivere. Udviklingen vil blive belyst ved hjælp af trend- og common-size analyser.

Tabel 3 viser overskudsgraden og de underliggende drivere i procent i forhold til nettoomsætningen. Heraf fremgår det, at udviklingen i overskudsgraden primært kan tilskrives den stigende udvikling i driftsomkostningerne (det vil sige eksterne omkostninger og personaleomkostninger). Udviklingen viser, at driftsomkostningerne er steget fra 78 % af nettoomsætningen i 2005 til 109 % i 2012. Til sammenligning kan det ses, at af- og nedskrivninger gennem analyseperioden udgør en forholdsmæssig fast andel af nettoomsætningen, svarende til gennemsnitlig 11 %.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Drivere for overskudsgraden								
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Driftsomkostninger	-78,4%	-84,6%	-84,9%	-81,1%	-86,0%	-91,3%	-102,4%	-109,3%
EBITDA-margin	21,6%	15,4%	15,1%	18,9%	14,0%	8,7%	-2,4%	-9,3%
Af- og nedskrivninger	-7,8%	-9,4%	-12,6%	-11,9%	-9,0%	-11,0%	-12,9%	-10,2%
EBIT-margin	13,8%	6,0%	2,5%	7,0%	5,0%	-2,3%	-15,3%	-19,4%
Skat på EBIT	-3,8%	-1,4%	-0,9%	-1,9%	-0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
NOPAT-margin	10,0%	4,6%	1,6%	5,1%	4,8%	-2,1%	-15,3%	-19,4%

Tabel 3: Common-size analyse. Overskudsgrad – underliggende drivere⁸⁷

Tabel 4 bekræfter ovenstående påstand om, at den negative udvikling i overskudsgraden primært skyldes stigende driftsomkostninger. Brøndby IFs nettoomsætning er faldet med 16 % fra 2005 til 2012. I samme periode er driftsomkostningerne steget med 17 %, hvilket er med til at trække EBITDA-margin og derved også overskudsgraden i negativ retning. Af- og nedskrivninger stiger også i perioden med 10 %, men regnskabsposten udgør dog en væsentlig mindre andel af de samlede omkostninger, hvorfor effekten fra stigningen heri ikke vil være lige så stor, jf. tabel 3.

⁸⁷ Egen tilvirkning



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100	85	87	118	127	117	98	84
Driftsomkostninger	100	91	94	122	139	136	128	117
EBITDA-margin	100	60	61	104	83	47	-11	-36
Af- og nedskrivninger	100	102	141	181	147	165	163	110
EBIT-margin	100	37	16	60	47	-19	-109	-119
Skat på EBIT	100	32	21	58	9	-6	1	0
NOPAT-margin	100	39	14	60	61	-25	-150	-164

Tabel 4: Trend analyse. Overskudsgrad- underliggende drivere⁸⁸

En dekomponering af driftsomkostningerne viser, at udviklingen fra 2005 til 2012 kan tilskrives udviklingen i personaleomkostninger. Tabel 5 viser, at personaleomkostninger er steget med 66 % fra 2005 til 2012, hvor der primært er tale om en stigning i gager og lønninger til medarbejdere.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	100	85	87	118	127	117	98	84
Driftsomkostninger								
Eksterne omk.	100	85	78	108	111	94	97	77
Personale omk.	100	99	113	140	173	186	166	166
EBITDA-margin	100	60	61	104	83	47	-11	-36

Tabel 5: Trend analyse. Dekomponering af driftsomkostninger⁸⁹

Udviklingen i Brøndby IFs overskudsgrad indikerer, at omkostningsniveauet er for højt, og at overskuddet fra driften som følge heraf er negativt. Virksomheden har ikke formået at tilpasse driftsomkostningerne i takt med faldende nettoomsætning, hvorfor udviklingen i overskudsgraden har været negativ. Dermed kan det konkluderes, at der skal fastsættes en ny omkostningsstrategi med effektiviseringer og besparelser, således at driftsomkostningerne nedbringes til et lavere niveau.

5.4.2.3 Omsætningshastighed (AOH)

Omsætningshastigheden måler kapitalbindingen, og angiver dermed, hvor effektiv virksomheden er til at anvende de ressourcer, der er investeret i driften. Omsætningshastigheden kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel.⁹⁰

$$\text{Omsætningshastighed (AOH)} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Investeret kapital}}$$

⁸⁸ Egen tilvirkning

⁸⁹ Egen tilvirkning

⁹⁰ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 165



Den reciproke værdi af omsætningshastigheden (1/AOH) angiver, hvor meget virksomheden skal investere for hver omsætningskrone. Som fremhævet i tabel 2 har udviklingen i omsætningshastigheden været forholdsmæssig stabil over hele analyseperioden. Der vil dog, for at få et billede af kapitalapparatets effektivitet, blive foretaget en analyse af driverne for omsætningshastigheden, jf. tabel 6.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Drive for omsætningshastigheden								
Varebeholdninger / nettoomsætning	0,03	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Tilgodehavender fra salg / nettoomsætning	0,12	0,35	0,82	0,47	0,48	0,70	0,54	0,34
Andre kortfristede driftsaktiver / nettoomsætning	0,03	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Leverandørgæld / nettoomsætning	-0,14	-0,24	-0,26	-0,23	-0,31	-0,32	-0,29	-0,48
Andre kortfristede driftsforpligtelser / nettoomsætning	-0,04	-0,13	-0,16	-0,08	-0,15	-0,14	-0,04	-0,05
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,00	0,03	0,45	0,21	0,07	0,29	0,25	-0,16
Immaterielle aktiver / nettoomsætning	0,22	0,37	0,50	0,50	0,45	0,28	0,15	0,10
Materielle aktiver	2,43	3,22	3,60	2,63	2,33	2,38	2,62	2,26
Anlægs kapital / nettoomsætning	2,65	3,59	4,10	3,13	2,78	2,66	2,77	2,36
Investeret kapital / nettoomsætning (1/AOH)	2,65	3,62	4,54	3,34	2,85	2,94	3,01	2,20

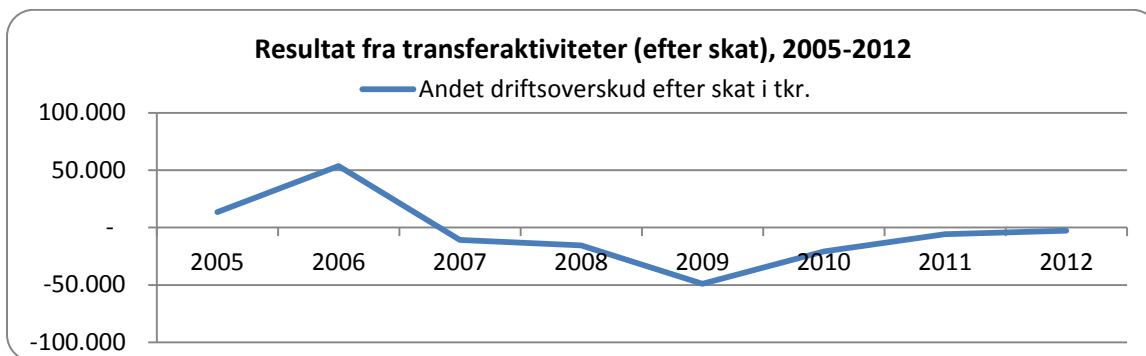
Tabel 6: Dekomponering af omsætningshastigheden⁹¹

Som det fremgår af tabel 6 har Brøndby IF historisk set ikke været god til at generere omsætning af den investerede kapital. Arbejdskapitalen er steget fra 2005 til 2012, hvilket primært skyldes stigninger i tilgodehavende og reducere af leverandørgæld. Således skulle Brøndby IF i 2012 investere 0,16 kr. i arbejdskapital for at skabe 1 kr. omsætning. Forholdet mellem anlægs kapitalen og nettoomsætningen har derimod været faldende, hvilket indikerer en forbedret udnyttelse af anlægs kapitalen og dermed kapitalapparatet.

5.4.3 Andet driftsoverskud

Som tidligere nævnt vedrører andet driftsoverskud virksomhedens transferaktiviteter. Brøndby IFs udvikling i transferaktiviteter fra 2005-2012 fremgår af figur 11.

⁹¹ Egen tilvirkning



Figur 11: Udvikling i transferaktiviteter efter skat⁹²

Udviklingen har de seneste par år været negativ, og virksomheden har siden 2007 ikke formået at skabe positive resultater fra transferaktiviteter. Seneste overskud fra transferaktiviteterne skal findes tilbage i 2005 og 2006, hvor transferindtægterne steg fra 33,1 mio. kr. til 100,9 mio. kr.⁹³

Fra 2007 er transferindtægter fra salg af kontraktrettigheder faldet, samtidigt med at der har været en stigning i såvel omkostninger og afskrivninger forbundet med kontraktrettigheder. Manglende aktivitet på transfermarkedet har været den primære årsag til udviklingen. Herudover gælder også, at der i 2008, 2009 og 2010 har været store nedskrivninger på kontraktrettigheder, som har trukket resultatet i en negativ retning. Nedskrivningerne skal ses i lyset af de seneste års svigtende sportslige resultater.

Udviklingen i afkastningsgraden fremgår af tabel 7 og viser rentabiliteten fra transferaktiviteter, herunder dekomponeringen af afkastningsgraden i en overskudsgrad og en omsætningshastighed.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROIC	3,3%	11,4%	-1,8%	-2,6%	-9,2%	-4,1%	-1,3%	-0,6%
OG	8,7%	41,2%	-8,0%	-8,6%	-25,1%	-11,5%	-3,9%	-2,0%
AOH	0,38	0,28	0,22	0,30	0,37	0,36	0,33	0,32

Tabel 7: ROIC fra andet driftsoverskud – dekomponering⁹⁴

Det ses tydeligt, at den negative udvikling i transferaktiviteterne kan tilskrives en faldende overskudsgrad, eftersom omsætningshastigheden har været forholdsvis stabil over hele perioden. Det er dog værd at bemærke, at overskudsgraden i 2009 vokser fra -25,1 % til -2,0 i 2012, hvilket primært skyldes mindre transferaktivitet, herunder lavere omkostninger, afskrivninger og nedskrivninger.

⁹² Egen tilvirkning

⁹³ Brøndby IF - Årsrapport 2006, side 27

⁹⁴ Egen tilvirkning



5.4.4 Egenkapitalforretning (ROE)

Egenkapitalforrentningen (ROE) er den overordnede måleenhed for egenkapitalens afkast, svarende til investorernes afkast af den investerede kapital. ROE måler rentabiliteten fra driften (ROIC) plus effekten fra finansiell gearing og tager således højde for både drifts- og finansieringsaktiviteter. Egenkapitalforrentningen (ROE) kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel, som også illustrerer, at ROE kan nedbrydes i afkastningsgraden (der måler afkastet fra virksomhedens driftsaktiviteter) og finansieringsaktiviteterne.⁹⁵

$$ROE = ROIC + [FGEAR + (ROIC - r)]$$

Udviklingen i Brøndby IFs forrentning af egenkapitalen har i analyseperioden været meget svingende og har i perioden 2007-2012 udelukkende udviklet sig i en negativ retning. Det fremgår af tabel 8, at egenkapitalforrentningen havde sit toppunkt i 2006, hvor forrentningen lå på 18,5 %, men i 2012 var forrentningen faldet til -10,6 %. Investorernes afkastkrav til egenkapitalforrentningen kan sammenholdes med det afkastkrav, som kan opnås ved at foretage alternative investeringer med samme risiko. Det vurderes, at egenkapitalforrentningen i perioden 2007-2012 har været lavere, end hvad investorer har kunnet få ved at foretage alternative investeringer.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ROE	8,9%	18,5%	-4,2%	-3,4%	-13,2%	-9,0%	-10,1%	-10,6%
ROIC	7,1%	12,7%	-1,4%	-1,0%	-7,5%	-4,9%	-6,4%	-6,9%
FGEAR	0,58	0,59	0,65	0,51	0,44	0,41	0,32	0,29
r	4,0%	2,8%	2,9%	3,7%	5,5%	5,2%	5,4%	5,8%
SPREAD (ROIC – r)	3,0%	9,9%	-4,3%	-4,7%	-13,0%	-10,1%	-11,7%	-12,7%

Tabel 8: Udvikling i egenkapitalforrentningen⁹⁶

Årsagen til den negative udvikling i egenkapitalforretningen kan hovedsageligt tilskrives den negative udvikling i afkastningsgraden, jf. tabel 8.

5.5 Delkonklusion – Regnskabsanalyse

Med udgangspunkt i regnskabsanalysen kan det konkluderes, at Brøndby IFs rentabilitet i høj grad afhænger af den sportslige succes. Svigtende sportslige resultater har medført, at nettoomsætningen fra 2009 til 2012 er faldet med 65.862 tkr., svarende til et fald på 34 %. Parallelt med faldet i

⁹⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 211

⁹⁶ Egen tilvirkning



nettoomsætningen har Brøndby IF ikke formået at tilpasse driftsomkostningerne, hvorfor udviklingen i klubbens overskudsgrad har været negativ.

Resultatet fra klubbens transferaktiviteter har siden 2007 været negativ, og har dermed ikke bidraget til at skabe bedre resultater. Seneste overskud fra transferaktiviteterne skal findes tilbage i 2005 og 2006.

Nøgletallene for rentabiliteten fra det samlede driftsoverskud tegner et tydeligt billede af, at Brøndby IF siden 2007 har bevæget sig i en negativ retning, som primært er forårsaget af faldende overskudsgrader fra den primære drift og transferaktiviteterne. Sammenholdes udviklingen i nøgletallene med de seneste par års sportslige udfordringer er det tydeligt at bemærke, at der er en klar sammenhæng mellem de sportslige og økonomiske resultater. Jf. figur 10 kan det ses, at der senest blev skabt værdi for selskabets aktionærer i 2005-2006 i form af et merafkast af den investerede kapital, hvor klubbens overordnede ROIC oversteg WACC. Fra 2007 og frem til 2012 har udviklingen i den overordnede ROIC været negativ, primært forårsaget af negative resultater fra transferaktiviteterne.



6. Budgettering

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen belyste henholdsvis de ikke-finansielle og finansielle værdidrivere, som har indflydelse på Brøndby IFs indtjening. Budgetteringen har til formål at sammenholde disse værdidrivere med henblik på udarbejdelse af proforma-opgørelser for de fremtidige forventninger til udvikling og vækst, som skal anvendes til værdiansættelsen.

Budgettering og udarbejdelse af proforma-opgørelser kan være forbundet med stor usikkerhed, hvorfor det vurderes nødvendigt at foretage budgetteringen med udgangspunkt i nogle mulige opstillede scenarier, som afspejler sandsynlige udfald for Brøndby IFs fremtidige udvikling.

6.1 Budgetperiode

Med henblik på værdiansættelse af et selskab bør budgetteringen principielt foregå i al uendelighed. Dette vil dog være for omfattende og forbundet med stor usikkerhed, hvorfor der som regel tages udgangspunkt i en fastlagt begrænset budgetperiode.

Proforma-opgørelser udarbejdes for en budgetperiode på fem år. Budgetperiodens længde er valgt ud fra den betragtning, at det historisk set er svært på længere sigt at sandsynliggøre og forudsige udviklingen, eftersom udviklingen afhænger af de sportslige resultater. Hertil kommer, at det vil være for ressourcekrævende, såfremt tidshorisonten overstiger fem år.

Det forudsættes, at budgetperiodens længde (2013-2017) er tilstrækkelig lang til at sikre, at anormale over-/ underskud udlignes, og at vækstraten tilnærmelsesvis vil være stabil. Terminalperioden indtræder i 2018, og fremadrettet forudsættes det, at regnskabsposterne følger en konstant vækstrate.

6.2 Scenarieopstilling

Anvendelse af opstillede scenarier for den fremtidige udvikling for Brøndby IF har til formål at afspejle de fremtidige forventninger til udviklingen i budgetteringen. De mulige scenarier opdeles i henholdsvis: 1) Best case, 2) Base case og 3) Worst case.

Den strategiske analyse og regnskabsanalysen indikerer, at udviklingen i Brøndby IF de seneste par år har været noget turbulent, samt at fremtiden for fodboldklubben er noget usikker. Der er flere modstridende



faktorer med hensyn til at vende udviklingen, og det er med baggrund heri, at de opstillede scenarier vil blive vægtet med sandsynligheder.

Base case scenariet vil være det mest realistiske og sandsynlige fremtidsscenarie for Brøndby IF, og vil tage udgangspunkt i de fundne værdidrivere fra henholdsvis den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Det antages således, at den reelle udvikling tilnærmelsesvis vil følge base case scenariet. Best case og worst case vil i modsætning hertil være mindre sandsynlige, og budgettering heraf vil være udarbejdet på baggrund af egne opstillinger og forventninger med udgangspunkt i værdidrivere fra den strategiske analyse. På baggrund heraf er der fastsat en vægtfordeling af de opstillede scenarier, hvor base case scenariet vurderes at vægte 70 %, og best case og worst case vægtes med henholdsvis 5 % og 25 %.

I de efterfølgende afsnit vil budgetforudsætningerne for hvert scenarie blive beskrevet og budgetteret med henblik på at værdiansætte de enkelte scenarier hver for sig. Det er dog fælles for alle scenarier antaget at going concern forudsætningen er opfyldt, således at den kommende aktieemission sikrer tilstrækkelig likviditet til fortsat drift. Såfremt dette ikke var tilfældet, da ville det resultere i at værdiansættelse af selskabet skulle foretages ved brug af andre modeller, eksempelvis likvidationsmodellen.⁹⁷ Budgetteringen foretages med udgangspunkt i de historisk realiserede værdidrivere for perioden 2005-2012, og sammenholdes med fundne værdidrivere fra den strategiske analyse. Realiserede finansielle værdidrivere for 2005-2012 fremgår af bilag 11.

6.2.1 Best case scenarie

Best case scenariet har i modsætning til Base case scenariet en mere optimistisk tilgang, og det forventes at klubben på kort sigt vil vende den sportslige nedtur til succes. Pr. 8. marts 2013 vurderes det som værende sandsynligt, at Brøndby IF kan slutte sæsonen 2012/2013 af med en placering i top 6. I den efterfølgende sæson og fremadrettet vil klubben kontinuerligt være at finde i toppen af dansk fodbold, hvor slutplaceringen er i top tre.

Den sportslige succes medfører, at omsætningen stiger markant, hvor indtægter fra blandt andet entré, TV-rettigeheder, F&B og sponsorer forventes at stige i takt hermed. Den stigende interesse for klubben vil endvidere medføre, at en gunstig aftale med en hovedsponsor kommer på plads i løbet af 2013, hvilket årligt vil indbringe et tocifret millionbeløb.

⁹⁷ Financial Statement Analysis, side 235



Herudover forventes det, at man får solgt den resterende del af Gildhøj-centeret, samt at klubben formår at udnytte og videreudvikle stadionfaciliteterne og aktiviteterne i Brøndby Food&Mind A/S. Med hensyn til feriepengesagen vurderes det, at Brøndby IF får medhold i alle sager, og at man som følge heraf ikke skal tilbagebetale feriepenge til såvel nuværende som tidligere Brøndby IF-spillere.

Det forventes endvidere, at Brøndby IF vil kunne kvalificere sig til en eller flere europæiske turneringer, hvilket alt andet lige vil øge indtægter fra kvalifikation, antal vundne kampe, sponsorer, entré fra udsolgte hjemmekampe, salg af merchandise m.v. og TV-retteligheder fra internationale fodboldkampe.

Transferaktiviteterne vil som følge af den sportslige succes og klubbens fokus på anvendelse og udnyttelse af talenter fra egne rækker resultere i, at dette område bliver en lukrativ forretning for Brøndby IF. I best case scenariet antages det, at en stor andel af klubbens talenter er repræsenteret på danske og europæiske U-landshold, og at klubben som følge heraf har en stor eksponeringsværdi.

Alle øvrige forudsætninger antages at følge base case scenariet.

6.2.2 Base case scenarie

Brøndby IFs reelle udvikling vurderes at følge base case scenariet og understøttes delvist af klubbens egne forventninger til fremtiden, herunder den kortsigtede plan for 2013, jf. årsrapporten for 2012.⁹⁸

Det er således overbevisningen, at det vil lykkes Brøndby IF at gennemføre den planlagte aktieemission og sammenlægningen af de to hidtidige aktieklasser. Forudsat at det lykkedes at få tilført tilstrækkelig likviditet til at fortsætte driften i 2013, kan klubben påbegynde det langsigtede arbejde med at få opbygget stabile og kontinuerlige sportslige resultater og dermed indtage pladsen i toppen af dansk fodbold.

Trods den reelle nedrykningsfare pr. 8. marts 2013 vurderes det ikke, at klubben vil rykke ned ved sæsonafslutning. Det vurderes endvidere, at klubben kan spille sig op i tabellen og som minimum opnå en 10. plads i Superligasæsonen 2012/2013. Fremadrettet vurderes, at klubben får implementeret en bæredygtig plan, hvor det strategiske fokus er på de muligheder og styrker, som klubbens ressourcer udgør. Hertil forudsættes, at dele af organisationen restruktureres, således at en ny organisation med klart definerede roller og ansvarsområder kan stå i spidsen for at indfri den vedtagne strategi.

⁹⁸ Brøndby IF - Årsrapport 2012, side 19



Det vurderes, at de sportslige resultater vil blive forbedret, hvor særligt en bedre udnyttelse af klubbens talentmasse skal hjælpe med at løfte klubben de efterfølgende år. Det vurderes at være sandsynligt, at klubben på kort sigt kan opnå en placering midt i tabellen, og at det på længere sigt vil være muligt at spille med i ligaens top tre.

Økonomisk vurderes det, at finanskrisens afmatning vil aftage i løbet af de kommende år. Derved vil der være udsigt til, at indtægter fra blandt andet sponsorer vil være stigende. Herudover vurderes det, at der er stor sandsynlighed for, at klubben indgår en aftale med en hovedsponsor i løbet af 2013, at det lykkes at få tilført tilstrækkelig likviditet til at fortsætte driften resten af 2013, samt at den interne uro i klubben ophører. Endelig vurderes det, at indtægter fra TV-rettigeheder vil stige i takt med, at klubben opnår en bedre placering i ligaen.

Ledelsen har haft stort fokus på at få omkostningsniveauet i klubben nedbragt til et lavere niveau, og det vurderes, at dette kan lade sig gøre. En række løntunge spillere har kontraktudløb i sommeren 2013, hvorfor det vurderes at være muligt at opnå besparelser på området for lønninger og personalegoder, og/eller at forhandle lønnen ned på de spillere, som man ønsker at forlænge med.⁹⁹

Det forventes endvidere, at den resterende del af Gildhøj-centeret bliver solgt i løbet af 2013, men videreudvikling af stadionfaciliteterne og aktiviteterne i Brøndby Food&Mind A/S sker i mindre omfang end i best case scenariet. Med hensyn til feriepengesagen er det overvejede sandsynligt, at klubben ikke får medhold i alle sager, og at man som følge heraf er nødsaget til at tilbagebetale feriepenge.

Det vurderes, at transferaktiviteterne fremadrettet vil bidrage positivt. Dette skal ses i forlængelse af klubbens fokus og sportslige strategi om at udvikle og anvende klubbens egne talenter på førsteholdet. Det antages endvidere, at en mindre andel af klubbens talenter er repræsenteret på danske og europæiske U-landshold.

6.2.3 Worst case scenarie

Worst case scenariet har i modsætning til base case scenariet en mere pessimistisk tilgang, og det forventes ikke, at klubben kan vende den sportslige nedtur til succes.

⁹⁹ Jf. Fodnote 98



Sportsligt er der en sandsynlig risiko for, at Brøndby IF ikke er at finde i Superligaen efter sæsonen 2012/2013. I den efterfølgende sæson vil klubben givetvis rykke op i Superligaen igen, men fremadrettet vil klubben skiftevis ligge i bunden af Superligaen eller i toppen af 1. division.

Svigtende sportslige resultater vil medføre faldende omsætning på alle forretningsområder, hvilket alt andet lige vil have en negativ effekt på interessen fra sponsorer, fans og spillere.

I forhold til transferaktiviteterne vil den manglende sportslige succes betyde, at forudsætningerne for transferaktivitet også er blevet mindre. Derved vil transferaktiviteten give et lavere overskud.

Alle øvrige forudsætninger antages at følge base case scenariet.

6.3 Budgettering

I dette afsnit vil budgetforudsætningerne for hvert scenarie blive beskrevet, og det vil fremgå, hvilken betydning hver af disse har i forbindelse med udarbejdelse af proforma-opgørelserne.

Størstedelen af alle regnskabsposter er forbundet med udvikling i nettoomsætningen, hvorfor nøjagtig budgettering heraf er vigtig. Herudover er der i forbindelse med budgettering af nettoomsætning og driftsomkostninger ikke foretaget opdeling i segmenter/forretningsområder, da der er stor forskel på udviklingen i de forskellige segmenter, hvorfor budgettering foretages ved at se på alle segmenterne under ét.

6.3.1 Budgettering af salgsvæksten i nettoomsætningen

Brøndby IF har de seneste år opnået skuffende sportslige resultater og økonomiske resultater. Som fremhævet i regnskabsanalysen har den historiske udvikling i nettoomsætningen været negativ, hvor omsætningen er faldet fra 195.747 tkr. i 2009 til 129.885 tkr. i 2012, svarende til et fald på 34 %.

Med udgangspunkt i den historiske udvikling i nettoomsætningen er værdidrivere fra den strategiske analyse indarbejdet i hvert af de opstillede scenarier nedenfor, således at forventningerne til det fremtidige salg resulterer i en budgetteret salgsvækst.

Best case

Salgsvæksten i best case scenariet forudsætter, at klubben de kommende år opnår markant bedre sportslige resultater, hvilket alt andet lige øger indtjeningen på alle forretningsområder. Således vil den sportslige succes i såvel Superligaen som Pokalturneringen medføre, at klubben kvalificerer sig til en eller



flere europæiske turneringer, hvilket vil udløse markante stigninger i TV- og præmieindtægter. Endvidere vil omsætningen fra arrangementer på kampdage/ikke-kampdage øges, som følge af bedre udnyttelse af aktiviteterne i Brøndby Food&Mind A/S og udbygning af Brøndby Stadion.

Det vurderes, at væksten i nettoomsætningen fra 2013 og fremefter vil være positiv, som følge af sportslig succes, deltagelse i europæiske turneringer, stigende tilskuertal og større interesse fra omverdenen. Det antages, at væksten i terminalperioden vil stabilisere sig på 3 %.

Base case

Brøndby IF har de seneste par år haft faldende omsætning som følge af svigtende sportslige resultater, men til trods herfor vurderes det, at klubben har potentiale til at få rettet op på forholdene. Det forventes, at de sportslige resultater forbedres, samtidig med at en aftale om en hovedsponsor kommer på plads i løbet af 2013. Herudover forventes det, at der kommer ro internt og blandt aktionærerne, således at klubben fremadrettet kan sikre langsigtede løsninger og skabelse af kontinuerlige sportslige resultater. Dette vurderes at have en positiv effekt på blandt andet sponsorer, samarbejdspartnere og hos klubbens fans, hvilket med stor sandsynlighed vil resultere i øget omsætning.

De forbedrede sportslige resultater har afgørende betydning for den fremadrettede udvikling i nettoomsætningen, da en stor del af denne afhænger af, hvordan klubben klarer sig sportsligt. Indtægter fra entré, TV-rettigheder, sponsorer, F&B og salg af merchandise m.v. vurderes alle at stige i takt med klubbens forbedrede sportslige præstationer. Det forventes også, at klubben i 2013 vil få realiseret et salg af Gildhøj-centeret.

Med udgangspunkt i ovenstående vurderes det, at klubben kan mindske faldet i omsætningen for 2013 og fra 2014 budgettere med positiv vækst i nettoomsætningen. I terminalperioden vurderes det, at væksten i nettoomsætningen vil stabilisere sig på omkring 2 %.

Worst case

Worst case scenariet er kendetegnet ved dårlige sportslige resultater og nedrykning fra Superligaen til 1. division allerede ved sæsonafslutning 2012/2013. Rollen som "elevatorhold" mellem Superligaen og 1. division vurderes at have stor indflydelse på omsætningen, eftersom denne i høj grad er påvirket af, om klubben spiller i landets bedste eller næstbedste fodboldrække. Nedrykningen vil medføre faldende TV-indtægter og faldende tilskuertal, hvilket vil have en negativ effekt på blandt andet indtægter fra entré, F&B og salg af merchandise m.v. Herudover vil det være svært for klubben at fastholde og tiltrække nye sponsorer, herunder en ny hovedsponsor.



Salgsvæksten er med udgangspunkt i ovenstående negativ de første år af budgetperioden, men det forventes, at væksten bliver positiv på længere sigt, samt at den stabiliserer sig på omkring 1 % i terminalperioden.

Budgettering af salgsvæksten og beregning af nettoomsætningen fremgår af tabel 9.

Salgsvækst tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Best case - salgsvækst i pct.	-15,9%	-14,2%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%	12,0%	3,0%
Nettoomsætning	151.393	129.885	142.874	160.018	182.421	211.608	237.001	244.111
Base case - salgsvækst i pct.	-15,9%	-14,2%	-4,0%	3,0%	4,0%	5,0%	4,0%	2,0%
Nettoomsætning	151.393	129.885	124.690	128.430	133.567	140.246	145.856	148.773
Worst case - salgsvækst i pct.	-15,9%	-14,2%	-15,0%	-10,0%	-2,0%	1,0%	3,0%	1,0%
Nettoomsætning	151.393	129.885	110.402	99.362	97.375	98.349	101.299	102.312

Tabel 9: Budgetteret salgsvækst og beregning af nettoomsætning¹⁰⁰

6.3.2 Budgettering af aktivernes omsætningshastighed

Budgettering af aktivernes omsætningshastighed foretages med henblik på at beregne virksomhedens netto driftsaktiver i budget- og terminalperioden. Den historiske udvikling i aktivernes omsætningshastighed fremgår af afsnit 5.4.2.3. Det fremgår tydeligt, at den historiske udvikling har været forholdsmæssig stabil og ikke præget af væsentlige udsving gennem årene, men i forhold til de opstillede scenarier vil der i budget- og terminalperioden forekomme ændringer som følge af blandt andet ændringer i nettoomsætning og i den investerede kapital.

Best case

I best case scenariet forventes det, at klubben vil øge investeringerne i takt med, at den sportslige succes medfører stigende nettoomsætning og likviditet. Det forventes, at klubben vil blive effektiv til at anvende de ressourcer, som er investeret i driften, herunder særligt anlægskapitalen. Dette vil medføre, at aktivernes omsætningshastighed vil stige støt i budgetperiodens første fire år, hvorefter den vil stabilisere sig på 0,5 i budgetperiodens sidste år og i terminalperioden.

Omsætningshastigheden for arbejdskapitalen antages at være tilnærmelsesvis stabil i budget- og terminalperioden, da denne primært består af faktorer, som forudsættes at følge udviklingen i nettoomsætningen. Budgettering heraf foretages derfor med udgangspunkt i den historiske udvikling og udviklingen for nettoomsætningen.

¹⁰⁰ Egen tilvirkning



Base case

Omsætningshastigheden af anlægskapitalen forventes at falde det første budgetår som følge af øgede investeringer i spillerrettigheder for at sikre den sportslige succes. Fremadrettet forventes det, at omsætningshastigheden stiger som følge af stigende nettoomsætning og færre investeringer i spillerrettigheder, da det forudsættes at der sker en stigning i anvendelse og implementering af egne talenter på førsteholdet.

Worst case

I worst case scenariet er der budgetteret med faldende omsætningshastighed for anlægskapitalen i budgetperiodens første to år, som følge af dårligere udnyttelse af kapitalapparatet og den investerede kapital samt faldende omsætning. Til trods herfor vurderes det, at omsætningshastigheden fremadrettet vil vokse positivt, og at den i terminalperioden vil stabilisere sig på 0,35.

Budgettering af aktivernes omsætningshastighed og beregning af netto driftsaktiver fremgår af tabel 10.

Aktivernes omsætningshastighed tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode T+1
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Best case - AOH	0,36	0,34	0,34	0,38	0,43	0,48	0,50	0,50
1/AOH - Anlægskapital	2,68	2,96	2,80	2,40	2,00	1,90	1,90	1,90
1/AOH - Arbejdskapital	0,13	-0,05	0,15	0,20	0,30	0,20	0,10	0,10
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	421.477	416.048	419.568	444.377	474.002	488.222
Base case - AOH	0,36	0,34	0,32	0,33	0,34	0,36	0,37	0,37
1/AOH - Anlægskapital	2,68	2,96	3,10	3,00	2,80	2,65	2,55	2,55
1/AOH - Arbejdskapital	0,13	-0,05	0,05	0,05	0,10	0,10	0,15	0,15
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	392.772	391.712	387.346	385.676	393.810	401.687
Worst case - AOH	0,36	0,34	0,25	0,24	0,26	0,30	0,35	0,35
1/AOH - Anlægskapital	2,68	2,96	3,80	3,80	3,50	3,10	2,75	2,75
1/AOH - Arbejdskapital	0,13	-0,05	0,15	0,40	0,30	0,20	0,10	0,10
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	436.089	417.321	370.024	324.550	288.702	291.589

Tabel 10: Budgetteret omsætningshastighed og beregning af netto driftsaktiver¹⁰¹

6.3.3 Budgettering af EBIT-margin

EBIT-margin viser overskudsgraden fra salget efter indregning af driftsomkostninger samt af- og nedskrivninger. Overskudsgraden har historisk set været meget svingende, hvor den fra 2005 til 2012 har bevæget sig indenfor intervallet 13,8 % til -19,4 %. Historisk har den gennemsnitligt udgjort 0,3 % for hele analyseperioden, men det er dog værd at bemærke, at den fra 2005 til 2009 gennemsnitligt lå på 7 %.

¹⁰¹ Egen tilvirkning



Af- og nedskrivninger er som regel svære at forudsige og dermed svære at budgettere, eftersom disse er påvirket af flere forskellige faktorer. Af- og nedskrivninger har i perioden 2005-2012 gennemsnitligt udgjort 10,8 % af nettoomsætningen. Budgettering af af- og nedskrivninger i procent af nettoomsætningen kan dog være forbundet med fejl og dermed være misvisende. Ved budgettering af driftsoverskuddet fra salg er dette forsøgt imødegået ved at anvende EBIT-margin, således at driftsomkostninger og af- og nedskrivninger budgetteres linje for linje.

Best case

Den antages, at den sportslige succes vil medføre såvel stigende omsætning som stigende omkostningsniveau i budgetperioden. Omkostningsniveauet vil stige som følge af forøget anvendelse af ressourcer i form af blandt andet spillerlønnings, oprustning af spillertrup og trænerstab. De eksterne omkostninger vurderes også at stige, da klubben skal afholde flere omkostninger i forbindelse med flere aktiviteter samt deltagelse i danske og europæiske fodboldturneringer. På længere sigt vurderes det dog, at ledelsen får gennemført en række besparelser på området for driftsomkostninger, hvilket alt andet lige vil få EBIT-margin til at stige i løbet af budgetperioden. Det forventes, at EBIT-margin i terminalperioden vil stabilisere sig på 8 %.

Base case

I base case scenariet antages det, at ledelsen fremadrettet sætter fokus på få nedbragt omkostningsniveauet ved blandt andet at gennemføre besparelser på lønninger og personalegoder. Anvendelse og prioritering af egne talenter vil ligeledes få EBIT-margin til at stige i fremtiden, eftersom disse ikke er lige så omkostningstunge som købte spillere.

Med udgangspunkt i ovenstående og den stigende omsætning antages det, at EBIT-margin i budgetperioden vil stige, og at den i terminalperioden vil stabilisere sig på et niveau omkring 7 %.

Worst case

I worst case scenariet budgetteres der med negativ vækst i nettoomsætningen som følge af dårlige sportslige resultater. Nedrykningen estimeres til at koste klubben et tocifret millionbeløb i tabte indtægter, primært som følge af TV-rettigheder fra Superligaen. Dette vil medføre, at der skal gennemføres besparelser, som skal dække de tabte indtægter, hovedsageligt gennem lønforhandlinger, reduktion af spillertruppen og salg af løntunge spillere.



Med udgangspunkt i ovenstående budgetteres der i worst case scenariet med negativ EBIT-margin i budgetperiodens første par år, hvorefter det vurderes at være sandsynligt, at EBIT-margin vil stige, samt at den i terminalperioden vil stabilisere sig på omkring 3 %.

Budgettering af EBIT-margin og beregning af driftsoverskud fra salg før skat fremgår af tabel 11.

EBIT-margin tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode T+1
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Best case - EBIT-margin i pct.	-15,3%	-19,4%	-3,0%	3,0%	6,0%	8,0%	10,0%	8,0%
Driftsoverskud fra salg før skat	-23.107	-25.218	-4.286	4.801	10.945	16.929	23.700	19.529
Base case - EBIT-margin i pct.	-15,3%	-19,4%	-1,0%	-3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%
Driftsoverskud fra salg før skat	-23.107	-25.218	-1.247	-3.853	5.343	7.012	8.751	10.414
Worst case - EBIT-margin i pct.	-15,3%	-19,4%	-10,0%	-8,0%	2,0%	3,0%	4,0%	3,0%
Driftsoverskud fra salg før skat	-23.107	-25.218	-11.040	-7.949	1.947	2.950	4.052	3.069

Tabel 11: Budgetteret EBIT-margin og beregning af driftsoverskud fra salg før skat¹⁰²

6.3.4 Budgettering af effektiv skattesats

Som fremhævet i afsnit 5.3.1 og bilag 5 har den effektive skattesats historisk set været meget svingende som følge af reguleringer fra udskudte skatteaktiver fra tidligere år.

Den effektive skattesats er i budget- og terminalperioden fastsat til 25 %, svarende til den gældende selskabsskattesats i Danmark. Der er til budgettering af skattesatsen ikke taget højde for eventuelle skattemæssige reguleringer i fremtiden.

Budgettering af effektiv skatteprocent og beregning af driftsoverskud fra salg efter skat fremgår af tabel 12. Det antages, at den budgetterede selskabsskatteprocent i budget- og terminalperioden er ens i alle scenarier.

Effektiv skattesats tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode T+1
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Best case - effektiv skattesats	-0,2%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-3.215	3.600	8.209	12.696	17.775	14.647
Base case - effektiv skattesats	-0,2%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-935	-2.890	4.007	5.259	6.564	7.811
Worst case - effektiv skattesats	-0,2%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-8.280	-5.962	1.461	2.213	3.039	2.302

Tabel 12: Budgetteret effektiv skattesats og beregning af driftsoverskud fra salg efter skat¹⁰³

¹⁰² Egen tilvirkning

¹⁰³ Egen tilvirkning



6.3.5 Budgettering af andet driftsoverskud efter skat

Budgettering af transferaktiviteterne er forbundet med stor usikkerhed, eftersom disse historisk set har været meget svingende og uforudsigelige. Jf. afsnit 5.4.3 fremgik det, at det seneste overskud på transferaktiviteterne var i 2005/06, hvor resultatet fra transferaktiviteterne efter skat endte på 53.753 tkr.

Best case

Budgettering af resultat fra transferaktiviteter vurderes at være negativ i starten af budgetperioden, eftersom der skal investeres i en række nye spillere, som kan styrke truppen. Fremadrettet vil transferaktiviteterne generere overskud og bidrage positivt til den samlede fodboldforretning. Dette skal ses i lyset af, at den sportslige succes i Danmark og Europa vil skabe interesse og gunstige vilkår for salg af spillere og talenter, hvilket alt andet lige vil medføre, at transferindtægterne vil stige mod slutningen af budgetperioden og stabilisere sig på 5 % i terminalperioden.

Base case

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og det opstillede base case scenarie vurderes det, at resultatet fra transferaktiviteter vil være positivt på længere sigt. I budgetperiodens første par år vil resultatet være negativt, eftersom det forventes, at truppen skal oprustes med enkelte spillere. Fremadrettet vil resultatet været positivt som følge af de forbedrede sportslige resultater samt strategien om at udvikle og anvende talenter. Det forventes, at væksten i terminalperioden vil stabiliseres på 3 %.

Worst case

I worst case scenariet vurderes det, at resultatet fra transferaktiviteterne vil være positivt i det første budgetår, som følge af spillersalg efter nedrykning til 1. division. Fremadrettet vil klubbens sportslige fokus være på udvikling og anvendelse af egne talenter på førsteholdet, hvorfor der budgetteres med mindre overskud fra transferaktiviteter i fremtiden. Der vil være tale om køb og salg af mindre profiler, og det forventes, at et lille overskud fra transferaktiviteterne kan fastholdes i terminalperioden, hvor væksten stabiliserer sig på 2 %.

Budgettering af andet driftsoverskud i procent af nettoomsætningen og beregning af andet driftsoverskud efter skat fremgår af tabel 13.



Andet driftsoverskud efter skat tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Best case - andet driftsoverskud	-3,9%	-2,0%	-5,0%	-3,0%	2,0%	7,0%	4,0%	3,0%
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	-7.144	-4.801	3.648	14.813	9.480	7.323
Base case - andet driftsoverskud	-3,9%	-2,0%	-3,0%	-1,0%	2,0%	4,0%	3,0%	3,0%
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	-3.741	-1.284	2.671	5.610	4.376	4.463
Worst case - andet driftsoverskud	-3,9%	-2,0%	2,0%	-3,0%	-2,0%	2,0%	3,0%	2,0%
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	2.208	-2.981	-1.947	1.967	3.039	2.046

Tabel 13: Budgetteret andet driftsoverskud efter skat i pct. af nettoomsætning og beregning af andet driftsoverskud¹⁰⁴

6.3.6 Budgettering af finansiell gearing

Budgettering af den finansielle gearing tager ligeledes udgangspunkt i historiske værdier. Det forventes, at den fremtidige kapitalstruktur tilnærmelsesvis vil være lig den historiske, hvorfor gennemsnittet for den historiske kapitalstruktur anvendes i budget- og terminalperioden. Den gennemsnitlige finansielle gearing udgør 0,45, hvilket vurderes at være passende til brug for budgettering i budget- og terminalperioden for alle scenarier.

Budgettering af finansiell gearing og beregning af netto finansielle forpligtelser fremgår af tabel 14.

Finansiell gearing tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Best case - finansiell gearing	0,30	0,29	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	421.477	416.048	419.568	444.377	474.002	488.222
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	130.803	129.118	130.211	137.910	147.104	151.517
Egenkapital	327.665	293.465	290.674	286.929	289.357	306.467	326.898	336.705
Base case - finansiell gearing	0,30	0,29	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	392.772	391.712	387.346	385.676	393.810	401.687
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	121.895	121.566	120.211	119.693	122.217	124.661
Egenkapital	327.665	293.465	270.877	270.146	267.135	265.984	271.593	277.025
Worst case - finansiell gearing	0,30	0,29	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
Netto driftsaktiver	424.569	378.155	436.089	417.321	370.024	324.550	288.702	291.589
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	135.338	129.513	114.835	100.722	89.597	90.493
Egenkapital	327.665	293.465	300.751	287.807	255.189	223.828	199.105	201.096

Tabel 14: Budgetteret finansiell gearing og beregning af netto finansielle forpligtelser og egenkapital¹⁰⁵

6.3.7 Budgettering af lånerente efter skat

Den historiske lånerente efter skat er et godt udgangspunkt for den fremtidige lånerente, hvorfor den gennemsnitlige lånerente anvendes i både budget- og terminalperiode. Fra 2005-2012 udgjorde lånerenten i gennemsnit 4,8 %.

¹⁰⁴ Egen tilvirkning

¹⁰⁵ Egen tilvirkning



Budgettering af lånerente efter skat og beregning af netto finansielle omkostninger fremgår af tabel 15. Det antages, at den budgetterede lånerente i budget- og terminalperioden er ens i alle scenarier.

Lånerente efter skat tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode T+1
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Best case - lånerente efter skat	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	130.803	129.118	130.211	137.910	147.104	151.517
Netto finansielle omkostninger	4.651	4.065	6.279	6.198	6.250	6.620	7.061	7.273
Base case - lånerente efter skat	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	121.895	121.566	120.211	119.693	122.217	124.661
Netto finansielle omkostninger	4.651	4.065	5.851	5.835	5.770	5.745	5.866	5.984
Worst case - lånerente efter skat	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	135.338	129.513	114.835	100.722	89.597	90.493
Netto finansielle omkostninger	4.651	4.065	6.496	6.217	5.512	4.835	4.301	4.344

Tabel 15: Budgetteret lånerente efter skat og beregning af netto finansielle omkostninger¹⁰⁶

6.4 Udarbejdelse af proforma-opgørelser

Budgetforudsætninger for Brøndby IFs fremtidige udvikling i drifts- og finansieringsaktiviteter er anvendt til at udarbejde proforma-opgørelser for de fastsatte budget- og terminalperioder og for alle scenarier, jf. afsnit 6.2. Opgørelserne har taget udgangspunkt i den strategiske analyse samt regnskabsanalysen, og anvendes værdiansættelsen (se venligst bilag 12, 13 og 14).

¹⁰⁶ Egen tilvirkning



7. Værdiansættelse

Der findes mange forskellige værdiansættelsesmodeller, men overordnet skelnes der mellem direkte og indirekte nutidsværdimodeller. Det er i denne afhandling valgt at værdiansætte ved brug af de indirekte nutidsværdimodeller, DCF- og RIDO-modellerne. Tilgangen for de indirekte nutidsværdimodeller er kendetegnet ved, at der foretages værdiansættelse af hele virksomheden, hvorefter værdien af egenkapitalen bestemmes ved at fratrække markedsværdien fra virksomhedens rentebærende gæld. De direkte nutidsværdimodeller vil værdiansætte egenkapitalen direkte (heraf navnet).

DCF- og RIDO-modellen er valgt som værdiansættelsesmodeller, da begge modeller måler kapitalværdien fra virksomhedens driftsaktiviteter, uafhængigt af finansieringsaktiviteter. Derved antages det, at Brøndby IF udelukkende skaber værdi for aktionærerne ved drift af fodboldforretningen og ikke fra finansieringsaktiviteter.

DCF- og RIDO-modellerne vil give det samme værdiestimat, såfremt modellerne er baseret på samme budgetforudsætninger. RIDO-modellen kan derfor med fordel anvendes til at kontrollere det beregnede værdiestimat fra DCF-modellen.

Virksomhedens vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) anvendes som diskonteringsfaktor, hvorfor det indledningsvis er nødvendigt at estimere denne. Der skal gøres opmærksom på, at der er tale om en teoretisk værdi af WACC, hvorfor der kan forekomme ændringer heri, såfremt den estimerede værdi sammenholdes med markedsvilkår og praksis. Den estimerede værdi af WACC vil blive vurderet i følsomhedsanalysen, jf. afsnit 7.4.

7.1 Kapitalomkostninger (WACC)

WACC består af ejernes afkastkrav, værdien af egenkapitalen, lånerenten samt nettorentebærende gæld, og er således et udtryk for afkastkravet fra både ejere og långivere. WACC kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel:¹⁰⁷

$$WACC = \frac{NRBG}{NRBG + EK} \cdot LR \cdot (1 - t) + \frac{EK}{NRBG + EK} \cdot k_e$$

hvor,

¹⁰⁷ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 151



k_e = Ejernes afkastkrav

LR = Lånerente

t = Selskabsskattesats

$NRBG$ = Netto rentebærende gæld

EK = Egenkapital

7.1.1 Ejernes afkastkrav (k_e)

Ejernes afkastkrav (k_e) er et udtryk for det afkastkrav til egenkapitalen, som ejere kan opnå ved at foretage alternative investeringer med samme risiko. Til brug for estimeringen af ejernes afkastkrav anvendes Capital Asset Pricing Model (CAPM), som viser sammenhængen og forholdet mellem risiko og forventet afkast for en aktie eller portefølje. Modellen er udtrykt ved nedenstående formel:¹⁰⁸

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

hvor,

k_e = Ejernes afkastkrav

r_f = Risikofrie rente

β_{ek} = Egenkapitalens systematiske risiko

r_m = Afkast på markedsporteføljen

Estimering af risikofrie rente

Den risikofrie rente er et udtryk for, hvad en investor kan få i afkast uden at påtage sig nogen risiko. Det er en grundlæggende antagelse, at statsobligationer (10-årig løbetid) er risikofrie, hvorfor den risikofrie rente kan fastsættes på baggrund heraf. Den effektive obligationsrente udgør 1,48 % i marts 2013.¹⁰⁹

Som følge af finanskrisen og lavkonjunktur vurderes det, at den nuværende obligationsrente befinder sig på et historisk lavt niveau. I forhold til den fremadrettede udvikling vurderes det, at det lave renteniveau på 12 måneders sigt vil være steget til intervallet 2,15-2,65 %.¹¹⁰

¹⁰⁸ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 217

¹⁰⁹ Effektiv obligationsrente. Udgivet af Danmarks statistikbank. Internetadresse:
<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440> - Besøgt d. 03.07.2013

¹¹⁰ Prognose for Danmark. Udgivet af Arbejdernes Landsbank.
Internetadresse: <http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593> - Besøgt d. 03.07.2013



Dette er dog en meget grov måde at estimere den risikofrie rente på, og det kan føre til betydelig forskel i den endelige værdiansættelse. Der forsøges at tage højde herfor i følsomhedsanalysen, jf. afsnit 7.4.

Estimering af beta

Egenkapitalens systematiske risiko, også kaldet beta, er et udtryk for aktiens udsving i forhold til markedsporteføljen og indikerer derfor, hvor risikofyldt en aktie er. De generelle sammenhænge mellem beta og den systematiske risiko er vist nedenfor:

$\beta = 0$ Risikofri investering

$\beta < 1$ Investering med mindre risiko end markedsporteføljen

$\beta = 1$ Investering med risiko som markedsporteføljen

$\beta > 1$ Investering med mere risiko end risikoporteføljen

Der findes flere metoder til estimering af en virksomheds betaværdi, men den typiske fremgangsmåde til estimering af beta er ved at foretage en regressionsanalyse af den historiske korrelation mellem virksomhedens aktieafkast og markedsporteføljens aktieafkast. Alternativt kan betaværdien estimeres ved at foretage en kvalitativ vurdering af virksomhedens driftsmæssige og finansielle risici, eftersom betaværdien er en funktion af den driftsmæssige og den finansielle risiko.¹¹¹

Der er til estimering af beta anvendt fundne værdier, som stammer fra diverse investeringssider. Den anvendte betaværdi er bestemt ved at tage et simpelt gennemsnit af de i forvejen fundne betaværdier, som vurderes at stamme fra pålidelige kilder.

	Proinvestor	Reuters	Bloomberg	Gennemsnit
Betaværdi	0,51	0,77	0,79	0,69

Tabel 16: Fundne betaværdier for Brøndby IF - ifølge medier¹¹²

Den anvendte betaværdi for Brøndby IF fortæller, at aktieafkastet svinger mindre end markedsporteføljens aktieafkast. At aktien svinger mindre end markedet er dog ikke et udtryk for, at det er en mere sikker investering end markedsporteføljen.

¹¹¹ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 238

¹¹² Egen tilvirkning. Se venligst bilag 15



Estimering af risikopræmie

Markedsporteføljens risikopræmie er et udtryk for den kompensation, som investorer kræver for den risiko, der er forbundet med investeringen. Risikopræmien beregnes som forskellen mellem afkastet på markedsporteføljen og afkastet fra risikofrie investeringer (risikofri rente).

I praksis fastsættes risikopræmien på to måder, enten ved brug af ex-post metoden eller ved brug af ex-ante metoden. Ex-post metoden anvender et bagudrettet perspektiv og undersøger de historiske forskelle mellem afkast på markedsporteføljen og afkast på risikofrie investeringer. Omvendt anvender ex-ante metoden et fremadrettet perspektiv og undersøger prognoser fra analytikere omkring virksomhedens fremtidige økonomiske udvikling, for herefter at kunne beregne markedsporteføljens risikopræmie.

I denne afhandling antages det, at markedsporteføljens risikopræmie er estimeret til at udgøre 5 %. Den estimerede risikopræmie er sammenholdt med generelle antagelser om risikopræmiens størrelse, som normalt befinder sig i intervallet 4-5 %. Herudover er det SKATs anbefaling, at der som udgangspunkt anvendes en markedsrisikopræmie på 4,5 % til værdiansættelse i forbindelse med transfer pricing.¹¹³ Det vurderes på den baggrund, at den estimerede værdi af risikopræmiens størrelse er passende, og kan anvendes til beregning af ejernes afkastkrav.

Med udgangspunkt i ovenstående estimeringer kan ejernes afkastkrav (k_e) beregnes, som følgende.

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

$$k_e = 1,48 \% + 0,69 \cdot (5 \%) = 4,93 \%$$

7.1.2 Kapitalstruktur

En vigtig variabel til beregning af de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) er virksomhedens kapitalstruktur, det vil sige forholdet mellem gælds- og egenkapitalandelen. Til estimering heraf anvendes markedsværdier frem for bogførte værdier, eftersom det vurderes, at disse værdier giver et bedre og mere retvisende billede af kapitalstrukturens sammensætning for et børsnoteret selskab.

Markedsværdien af selskabets egenkapital fastlægges ved at multiplicere antallet af aktier i alt med den pågældende aktiekurs pr. 8. marts 2013. Hertil tillægges netto rentebærende gæld for derved at fastlægge

¹¹³ Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse. Udgivet af SKAT. Internetadresse: <http://www.skat.dk/SKAT.aspx?old=1813219&vld=208529&tree=expand> - Besøgt d. 03.07.2013



værdien af virksomheden. Netto rentebærende gæld antages at være i markedsværdier, således at bogført værdi er lig markedsværdi.

Den estimerede kapitalstruktur fremgår af tabel 17.

Kapitalstruktur	
Antal aktier pr. 31. december 2012	5.650.000,00
Aktiekurs pr. 8. marts 2013	11,20
Markedsværdi af egenkapital	63.280.000,00
Nettorentebærende gæld	86.894.425,00
Virksomhedsværdi	150.174.425,00
Egenkapitalandel	0,42
Gældsandel	0,58

Tabel 17: Estimeret kapitalstruktur¹¹⁴

7.1.3 Lånerente

Lånerenten er et udtryk for de finansielle forpligtelsers afkastkrav, og kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel, som viser, at afkastkravet kan estimeres som summen af den risikofrie rente plus et specifikt risikotillæg (r_s):¹¹⁵

$$LR = r_f + r_s$$

Den risikofrie rente i budgetperioden er estimeret til at udgøre 1,48 %. Det forudsættes i afhandlingen, at risikotillægget udgør 4 %, eftersom de finansielle risici vurderes som værende høje. Som tidligere fremhævet, er Brøndby IF presset på likviditeten, og samtidigt har virksomheden en stor andel af rentebærende forpligtelser, som skal afdrages på.

Lånerenten kan herefter beregnes med udgangspunkt i ovenstående formel.

$$LR = 1,48 \% + 4 \% = 5,48 \%$$

7.1.4 Selskabsskat

Som fremhævet i budgetteringen anvendes der en selskabsskattesats på 25 %, jf. afsnit 6.3.4.

¹¹⁴ Egen tilvirkning

¹¹⁵ Regnskabsanalyse for beslutningstagere, side 243



7.1.5 Beregning af WACC

Alle variable, der indgår i beregningen af WACC, er nu beregnet og kan indsættes i nedenstående formel. Virksomhedens kapitalomkostninger er estimeret til at udgøre 4,46 %. Det forudsættes, at WACC er konstant i budget- og terminalperioden.

$$WACC = \frac{NRBG}{NRBG + EK} \cdot LR \cdot (1 - t) + \frac{EK}{NRBG + EK} \cdot k_e$$

$$WACC = 0,58 \cdot 5,48 \% \cdot (1 - 0,25) + 0,42 \cdot 4,93 \% = 4,46 \%$$

7.2 Værdiansættelse med DCF-modellen

Med udgangspunkt i DCF-modellen værdiansættes virksomheden ved at tilbagediskontere fremtidige frie pengestrømme til alle investorer med en diskonteringsfaktor, svarende til de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger. Som tidligere fremhævet er DCF-modellen en indirekte værdiansættelsesmodel, hvorfor værdien af egenkapital først fås ved at fratrække markedsværdien af den rentebærende gæld.

Værdiansættelse ved brug af DCF-modellen kan udtrykkes ved brug af nedenstående formel.¹¹⁶

$$Virksomhedsværdi_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^T}$$

hvor,

$$FCF_t = \text{Driftsoverskud}_t - \Delta \text{Netto driftsaktiver}_t$$

DCF-modellen er to-periodisk, da tilbagediskontering af fremtidige frie pengestrømme er opdelt i henholdsvis budgetperioden (som vedrører budgettering af fremtidige pengestrømme for 2013-2017) og i terminalperioden (som vedrører pengestrømme genereret i al evighed). Det forudsættes ved overgangen fra budgetperioden til terminalperioden, at virksomheden befinder sig i en "steady state", og at alle budgetforudsætninger som følge heraf følger en kontant vækstrate.

Vækstfaktoren (g) i terminalperioden er i base case scenariet estimeret til at udgøre 2 % (jf. konklusionerne fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen). Det forventes, at Brøndby IF på kort sigt får udarbejdet en bæredygtig plan, som kan genrejse klubben og føre denne tilbage til toppen af dansk

¹¹⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 37



fodbold. Vækstfaktoren er estimeret til at udgøre 3 % og 1 % i henholdsvis best case og worst case scenarierne.

På baggrund af den beregnede WACC og de frie pengestrømme fra driften i budget- og terminalperioden kan værdien af Brøndby IF beregnes ved hjælp af DCF-modellen, jf. bilag 16, 17 og 18.

7.2.1 Best case

Det fremgår af bilag 16, at nutidsværdien af de frie pengestrømme fra budgetperioden udgør -39.836 tkr. Nutidsværdien af terminalværdien udgør 426.771 tkr., hvilket samlet giver en virksomhedsværdi på 386.935 tkr.. Det er værd at bemærke, at 110 % af virksomhedsværdien stammer fra terminalværdien, hvilket indikerer en relativ stor usikkerhed ved værdiansættelse af terminalperioden.

Den estimerede værdi af egenkapitalen pr. 8. marts 2013 udgør 302.245 tkr., svarende til en aktiekurs på 53,49 kr. Til sammenligning var kursen på Københavns Fondsbørs 11,20 kr. den 8. marts 2013. Den teoretiske værdi af aktiekursen er betydeligt højere end den faktiske aktiekurs, men dette skal ses i lyset af de optimistiske budgetforudsætninger beskrevet i best case scenariet. Jf. afsnit 3.5 kan det ses, at sidste gang aktiekursen lå på dette niveau var tilbage i oktober 2008. Som tidligere fremhævet vurderes det usandsynligt, at den fremtidige udvikling i Brøndby IF følger dette scenarie.

7.2.2 Base case

Base case scenariet er det mest realistiske og sandsynlige fremtidsscenarie for Brøndby IF. Virksomhedsværdien udgør 150.172 tkr., hvoraf nutidsværdien af pengestrømme udgør 6.449 tkr. og nutidsværdien af terminalværdien udgør 143.723 tkr. Således er det også i dette scenarie værd at bemærke, at 96 % af virksomhedsværdien stammer fra terminalværdien.

Ifølge bilag 17 udgør værdien af egenkapitalen 65.481 tkr. pr. 8. marts 2013, svarende til en kurs på 11,59 kr. Kursen er en smule højere end den faktiske aktiekurs, hvilket indikerer, at Brøndby IFs aktiekurs pr. 8. marts 2013 er undervurderet med 0,39 kr., svarende til 2.201 tkr.

7.2.3 Worst case

Worst case scenariet har en mere pessimistisk tilgang, og det forventes ikke, at Brøndby IF på kort sigt kan vende den sportslige nedtur. Der er derfor i dette scenarie budgetteret med, at klubben rykker ned i 1. division efter 2012/13 sæsonen.



Ifølge bilag 18 udgør kursen 1,93 kr., svarende til en egenkapitalværdi på 10.909 tkr.

7.2.4 Vægtet værdiansættelse

Som fremhævet i afsnit 6.2 vurderes det, at vægtfordelingen af de opstillede scenarier bygger på overbevisningen om, at base case scenariet er det mest sandsynlige fremtidsscenarie, hvorfor scenariet indgår med en vægtning på 70 %. Best og worst case vægtes med henholdsvis 5 % og 25 %. Det endelige værdiestimat foretages ved at tillægge scenariernes vægtede sandsynligheder, for derved at finde et vægtet gennemsnit for et estimat af aktiekursen.

Den vægtede værdiansættelse fremgår af tabel 18.

Vægtet værdiansættelse		
Scenarie	Sandsynlighed	Aktiekurs
Best case scenarie	5%	53,49
Base case	70%	11,59
Worst case	25%	1,93
Vægtet værdiansættelse		11,27

Tabel 18: Vægtet værdiansættelse¹¹⁷

Det vægtede værdiestimat for udgør 11,27 kr., og er lidt lavere end estimatet fra base case scenariet. Sammenholdt med den faktiske aktiekurs pr. 8. marts 2013 på 11,20 kr., kan det konkluderes, at Brøndby IF's aktiekurs er undervurderet med 0,07 kr., svarende til 396 tkr.

7.3 Værdiansættelse med RIDO-modellen

RIDO-modellen tager i modsætning til DCF-modellen afsæt i virksomhedens bogførte værdier af netto driftsaktiver og tilbagediskonterer de fremtidige residualoverskud fra driften. Residualoverskuddet er udtrykt ved driftsoverskuddet efter skat fratrullet netto driftsaktivernes kapitalomkostninger, svarende til de omkostninger, der er forbundet med kapitalfrembringelsen (WACC).

Værdiansættelse ved brug af RIDO-modellen kan udtrykke ved brug af nedenstående formel:¹¹⁸

$$Virksomhedsværdi_0 = Netto\ driftsaktiver_0 + \sum_{t=1}^T \frac{RIDO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{RIDO_{T+1}}{WACC - g} \cdot \frac{1}{(1 + WACC)^T}$$

¹¹⁷ Egen tilvirkning

¹¹⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 35



hvor,

$$RIDO_t = \text{Driftsoverskud}_t - (WACC \cdot \text{Netto driftsaktiver}_{t-1})$$

Ligesom DCF-modellen tager RIDO-modellen udgangspunkt i tilbagediskontering af fremtidig værdiskabelse, hvor WACC anvendes som diskonteringsfaktor. Forudsætninger vedrørende terminalperioden og vækstfaktoren (g) er uændrede i forhold til værdiansættelse med DCF-modellen.

Med udgangspunkt i ovenstående kan værdien af Brøndby IF i alle scenarier beregnes ved hjælp af RIDO-modellen, jf. bilag 16, 17 og 18. Det kan konkluderes, at RIDO-modellen giver de samme værdiestimer, som beregnet ifølge DCF-modellen.

7.4 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelse af Brøndby IF ved brug af både DCF- og RIDO-modellen er afhængig af flere faktorer, som kan have stor betydning for det endelige estimat. Anvendte faktorer og forudsætninger er baseret på egne vurderinger og skøn, hvorfor det endelige estimat kan være forbundet med stor usikkerhed. Der forsøges at tage højde herfor i en følsomhedsanalyse, hvor konsekvenser af ændringer i WACC afspejles.

Som fremhævet i afsnit 7.1 kan det teoretisk beregnede estimat for WACC være forbundet med stor usikkerhed. Den estimerede værdi af WACC udgør 4,46 %, og er et udtryk for afkastkravet til både ejere og långivere, og er dermed det afkast, der er krævet af den gennemsnitlige investor i Brøndby IF. Niveauet for det beregnede estimat vurderes dog at være noget lavt, set i lyset af virksomhedens høje driftsmæssige og finansielle risiko. Det kan derfor formodes, at den gennemsnitlige investor ikke er tilfreds med et afkast svarende til det beregnede estimat.

Der er til beregning af WACC lagt vægt på, at navnlig to faktorer kan have stor betydning for estimatet. Den første faktor er den risikofrie rente, som befinder sig på et historisk lavt niveau. I praksis må det derfor formodes, at den risikofrie rente tillægges en risikopræmie. Den anden faktor er betaværdien, der ligesom den risikofrie rente vurderes at være noget lav - virksomhedens driftsmæssige og finansielle risiko taget i betragtning. Det må derfor også her formodes, at betaværdien er noget højere i praksis.

Ændringer i WACC og effekten på aktiekursen i de opstillede scenarier er illustreret i tabel 19.



Følsomhedsanalyse - ændring i WACC	WACC - 1%	WACC	WACC + 1%
Scenarie	3,46%	4,46%	5,46%
Best case	229,48	53,49	20,74
Base case	31,24	11,59	3,28
Worst case	5,50	1,93	-0,31

Tabel 19: Følsomhedsanalyse af WACC¹¹⁹

Det fremgår af tabel 19, at relativt små ændringer på +/- 1 % i WACC giver store udslag i aktiekurserne. Lavere WACC vil resultere i højere virksomhedsværdi, hvor det primært er nutidsværdien af terminalperioden, som forøges markant. Omvendt vil højere WACC resultere i lavere virksomhedsværdi og dermed også lavere aktiekurs. Det vurderes, at det teoretiske estimat af WACC er beregnet korrekt, hvorfor de fundne estimater for aktiekurserne i de opstillede scenarier er pålidelige.

Sammenfattende giver følsomhedsanalysen et tydeligt billede af, hvor stor betydning relativt små ændringer i WACC kan have for aktiekursen. Dermed fremhæves det også, at WACC er et usikkerhedselement i både DCF- og RIDO-modellen.

¹¹⁹ Egen tilvirkning



8. Konklusion

Denne afhandling har til formål, at foretage en strategisk analyse og historisk regnskabsanalyse af Brøndby IF, med henblik på at lave en værdiansættelse af virksomheden pr. 8. marts 2013. Værdiansættelsen skal anvendes til at understøtte en potentiel investorgruppes beslutningsgrundlag, samt for at vurdere om Brøndby IFs aktie er over- eller undervurderet.

Historisk set har Brøndby IF været en af de førende fodboldklubber i Skandinavien, men de seneste år har været præget af skuffende sportslige og økonomiske resultater. Således var Brøndby IF primo 2013 ikke i stand til at fortsætte den videre drift uden tilførsel af ny kapital. Sideløbende har der været intern uro i ledelsen samtidigt med, at tilliden fra klubbens interessenter og omverden er faldet markant. Utilfredsheden fra omverdenen har primært skyldes, at ledelsen har truffet en lang række fejlbeslutninger, som ikke har formået at vende klubbens sportslige nedtur. Herudover er ejerstrukturen blevet kritiseret for at være for lukket og reel indflydelse forbeholdt A-aktionærerne.

På samfunds- og brancheniveau har flere faktorer væsentlig indflydelse på Brøndby IFs ageren og vilkår, hvilket også fremgår af SWOT-analysen. Klubben er særligt eksponeret overfor politiske og økonomiske faktorer, hvor politiske faktorer kommer til udtryk i form af lovgivning og retningslinjer udstedt af DBU. Økonomisk er hele branchen præget af faldende indtjening, hvilket primært kan tilskrives den økonomiske krise.

Konkurrencesituationen indenfor professionel fodbold i Danmark er præget af hård og intens konkurrence, og fællesnævneren for på bedst mulig vis at positionere sig i forhold til branchens konkurrenter er at opnå sportslig succes. Dette forhold har afgørende betydning, eftersom indtjeningen hovedsageligt er afledt af klubbens sportslige præstationer. Såfremt klubben ikke får udvidet porteføljen af aktiviteter, vil indtjeningen i fremtiden udelukkende afhænge af den sportslige succes. Dermed kan det konstateres, at den nuværende portefølje af aktiviteter ikke er tilstrækkelig til, at underskudsgivende aktivitet fra fodboldforretningen neutraliseres af andre overskudsgivende aktiviteter.

Til trods for at Brøndby IFs strategiske position er blevet svækket som følge af svigtende sportslige resultater, har klubben en række konkurrencefordele, som blandt andet tæller klubbens lange succesrige historie, en bred fanskare samt en stærk fankultur og fællesskab.



På virksomhedsniveau er det tydeligt at se, at Brøndby IF har en lang række kernekompetencer og ressourcer, som skal udnyttes bedre for at sikre, at klubben finder vej tilbage til toppen af dansk fodbold. Fremadrettet skal den sportslige strategi have fokus på talentudvikling, ligesom der skal ske en bedre udnyttelse af Brøndby Stadion og dets faciliteter.

Selvom Brøndby IF i tre af de sidste fire sæsoner har formået at spille sig op i toppen af Superliga-tabellen, er der en reel fare for, at klubben ved udgangen af sæsonen 2012/13 rykker ned i 1. division. Finansielt har klubben udfordringer med blandt andet faldende tilskuer- og sponsorinteresse samt fraværende hovedsponsor. Bundplaceringen i Superligaen resulterer herudover, at klubben må konstatere fraværende TV-indtægter.

Den historiske regnskabsanalyse konkluderer og bekræfter, at Brøndby IFs rentabilitet i høj grad afhænger af de sportslige resultater. De seneste par år svigtende sportslige resultater har medført fald i nettoomsætningen, som primært er forårsaget af en faldende overskudsgrad fra driften. Herudover har resultater fra transferaktiviteter ikke bidraget positivt på bundlinjen siden 2007. Dermed har de regnskabsmæssige resultater også udvist en skuffende udvikling, hvilket kommer til udtryk i udviklingen af egenkapitalforrentningen, som er faldet fra 18,5 % i 2006 til -10,6 % i 2012.

Der er med udgangspunkt i den strategiske analyse, den historiske regnskabsanalyse samt egne forventninger til fremtiden udarbejdet proforma-opgørelser for tre forskellige scenarier i en budgetperiode på fem år plus en terminalperiode. De udarbejdede proforma-opgørelser er anvendt som grundlag for værdiansættelse af Brøndby IF ved brug af DCF- og RIDO-modellen, hvor diskonteringsfaktoren i hele budgetperioden er estimeret til 4,46 %.

Markedsværdien af Brøndby IFs egenkapital pr. 8. marts 2013 blev estimeret til 63.676 tkr., svarende til en aktiekurs på 11,27 kr. Sammenholdt med den faktiske aktiekurs på Københavns Fondsbørs pr. 8. marts 2013 på 11,20 kr., kan det konkluderes at Brøndby IF's aktiekurs er undervurderet med 0,07 kr., svarende til 396 tkr. Forudsat at det lykkes Brøndby IF at gennemføre den planlagte aktieemission og sammenlægningen af aktieklasser, indikerer værdiansættelsen, at der er tale om en undervurderet aktie.



9. Perspektivering

Perspektivering af anvendte metoder og modeller i opgaven

Det er i denne afhandling valgt at værdiansætte Brøndby IF ved brug af de indirekte kapitalværdibaserede modeller, DCF- og RIDO-modellen. Til trods for at modellerne anses for at være de mest anvendelige i praksis, er de dog også forbundet med en del usikkerheder. Modellerne kan kritiseres for at være for statiske og for at mangle fleksibilitet, eftersom der ikke tages højde for ændringer og lignende efter "steady state" i terminalperioden. Nutidsværdien af terminalværdien udgør ofte langt størstedelen af virksomhedsværdien, hvilket indikerer en relativ stor usikkerhed ved værdiansættelse af terminalperioden. Hertil kommer også, at ændringer sjældent vil være symmetriske, eftersom de ofte vil bevæge sig i forskellige retninger som følge af blandt andet selskabets kapitalstruktur. Herudover gav følsomhedsanalysen et tydeligt billede af, hvor stor betydning relativt små ændringer i diskonteringsfaktoren kan have for den endelige værdiansættelse.

Andre værdiansættelsesmodeller ville derfor med fordel kunne anvendes til at understøtte værdiansættelse ved brug af kapitalværdibaserede modeller. Som eksempel kan nævnes anvendelse af multipler og realoptioner. Multipler er – i modsætning til absolutte værdiansættelsesmodeller – en relativ værdiansættelsesmodel, og anvendes primært til at understøtte resultatet fra de kapitalværdibaserede modeller. Realoptioner kan ligeledes anvendes til at understøtte de kapitalværdibaserede modeller, eftersom realoptioner er en metode, som er mere fleksibel og bedre til at håndtere usikkerheder. Realoptioner kan dermed opveje den betydelige usikkerhed, som er forbundet med at kapitalværdibaserede modeller, der kun fremkommer med ét estimat på virksomhedens værdi.

Følsomhedsanalysen tog udgangspunkt i at afspejle konsekvenserne fra ændringer i WACC. Analysen kunne dog også have belyst værdiansættelsens usikkerheder ved at se på ændringer i andre variabler, såsom vækstfaktoren (g) i terminalperioden, andet driftoverskud efter skat (transferaktiviteter), afkastningsgraden, overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed.

Det vurderes imidlertid, at de i afhandlingen anvendte metoder og modeller resulterer i et retvisende billede af værdiansættelsen, hvorfor de overnævnte metoder ikke er inddraget.



Perspektivering af væsentlige begivenheder efter afgrænsningsdatoen

Som følge af den fastsatte afgrænsningsdato for informations- og dataindsamling, har der været en tidsforskydning mellem informationer og data fremkommet i perioden mellem afgrænsningsdatoen og datoen for aflevering af afhandlingen. Tidsforskydningen medfører, at følgende væsentlige begivenheder efter 8. marts 2013, har kunnet have indflydelse på budgetforudsætningerne og den endelige værdiansættelse:¹²⁰

- Den 11. marts 2013: Brøndby IF gennemfører et salg af den resterende del af Gildhøj-centeret.
- Den 12. marts 2013: Brøndby IFs bestyrelse meddeler, at denne ønsker at udtræde af ledelsen.
- Den 3. april 2013: Brøndby IF afholder ordinær generalforsamling, hvor det blandt andet blev besluttet, at der skulle foretages en kapitalnedsættelse med henlæggelse til særlig reserve, ændring af aktiernes stykstørrelse fra 10 kr. til 1 kr., kapitaludvidelse med fortegningsret for eksisterende aktionærer og ophævelse af aktieklasserne.
- Den 5. april 2013: Brøndby IF offentliggør børsprospektet og sætter kapitaludvidelsen i gang. Kapitaludvidelsen omfatter minimum 30.000.000 og maksimalt 73.450.000 nye aktier.
- Den 30. april 2013: Tegningsperioden for de udbudte aktier afsluttes med udstedelse af i alt 54.186.920 nye aktier, svarende til et bruttoprovenu på 108,4 mio. kr. Dermed er Brøndby IFs likviditet sikret i minimum 12 måneder.
- Den 3. maj 2013: Brøndby IF's aktiekapital forhøjes med nominelt 54.186.920 kr. fra 5.650.000 til i alt 59.836.920 kr. fordelt på 59.836.920 aktier á 1 kr.
- Den 20. maj 2013: Brøndby IF undgår nedrykning til 1. division.
- Den 10. juni 2013: Brøndby IF afholder ekstraordinær generalforsamling, hvor seks nye kandidater blev valgt ind i bestyrelsen. Samme dag offentliggøres det, at U19-landstræner Thomas Frank tiltræder som ny chefræner.
- 2. juli 2013: Det offentliggøres, at Per Rud tiltræder som ny sportschef i stedet for Ole Bjur.

Kapitaludvidelsen pr. 3. maj 2013 medfører, at den estimerede aktiekurs pr. 8. marts 2013 skal omregnes, som følge af bruttoprovenuet og det nye antal af aktier. Den omregnede aktiekurs er dog et meget groft estimat, og det kan ikke udelukkes, at den estimerede værdi ser anderledes ud i praksis. En af årsagerne hertil er blandt andet, at der er tale bruttoprovenu og ikke et nettoprovenu.

¹²⁰ Brøndby IF - Fondsbørsmeddelelse nr. 10/2013 – 33/2013



Omregningen af aktiekursen er illustreret i tabel 20.

Omregning af aktiekurs tkr.	Før kapitaludvidelse	Efter kapitaludvidelse
Værdi af egenkapital	63.676	172.076
Aktiekapital, antal aktier (1.000 stk.)	5.650	59.837
Estimeret aktiekurs	11,27	2,88

Tabel 20: Omregning af aktiekurs efter kapitaludvidelse¹²¹

Ovenstående begivenheder vurderes alle at have en positiv effekt på den endelige værdiansættelse, eftersom kapitaludvidelsen sikrede nyt liv til klubben. Overlevelse i Superligaen og udskiftning af den sportslige ledelse vurderes ligeledes at have en positiv indvirkning på værdiansættelsen. Med udgangspunkt i ovenstående begivenheder antages det derfor ikke længere, at den estimerede aktiekurs på 11,27/2,88 kr. pr. aktie er gældende, og bør som følge heraf korrigeres i en positiv retning.

¹²¹ Egen tilvirkning



10. Litteraturliste

Faglitteratur

- Ole Sørensen
Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang. 4. udgave, 1. oplag. Gjøellerup, 2012
- Jens O. Elling
Finansiell rapportering - teori og regulering. 3. udgave, 1. oplag. Gjøellerup, 2012.
- Christian V. Petersen og Thomas Plenborg
Regnskabsanalyse for beslutningstagere. 1. Udgave, 3. oplag. Thomson, 2008.
- Christian V. Petersen og Thomas Plenborg
Financial Statement Analysis. 1. udgave. Pearson, 2012.
- Tim Koller, Marc Goedhart og David Wessels
Valuation. 5. udgave. John Wiley & Sons, Inc., 2010.
- Ib Andersen
Den skinbarlige virkelighed. 4. udgave, 1. oplag. Samfundslitteratur, 2010.

Publikationer

- Brøndbyernes IF Fodbold A/S – Årsrapporter for perioden 2004 – 2012
- Brøndbyernes IF Fodbold A/S, Vedtægter april 2012
- Brøndbyernes IF Fodbold A/S – Fondsbørsmeddelelser:
 - Nr. 20/2010
 - Nr. 25/2010
 - Nr. 09/2012
 - Nr. 06/2013
 - Nr. 10/2013 – 33/2013



- Erhvervsstyrelsen: Fuldstændig rapport for Brøndbyernes IF Fodbold A/S pr. 8. marts 2013
- Erhvervs- og Byggestyrelsen: Vækst via oplevelser 2011 – en analyse af Danmark i oplevelsesøkonomien

Artikler

- "Nye bomber på ledelsesgangen i Brøndby", Udgivet af Ritzaus Bureau den 04.11.2010.
[Artikel-id: e246acd9](#)
- "Jan Lockhart stopper som Brøndby-direktør", Udgivet af Ritzaus Bureau den 12.06.2012.
[Artikel-id: e346e974](#)
- "Brøndby tilbageholder lønnen indtil videre", Udgivet af Ritzaus Bureau den 31.01.2013.
[Artikel-id: e3a21873](#)
- "Her er spillernes krav i feriepengesagen", Udgivet af Ritzaus Bureau den 10.09.2012.
[Artikel-id: e3652538](#)
- "Brøndby har udbetalt feriepenge til tre spillere", Udgivet af Ritzaus Bureau den 17.02.2013.
[Artikel-id: e3a8f710](#)
- "DBU overvejer lønloft", Udgivet af Ritzaus Bureau den 01.03.2009. [Artikel-id: e16d16e7](#)
- "Brøndby-appel afvises: Mindst to kampe uden tilskuere", Udgivet af Ritzaus Bureau den 19.02.2013. [Artikel-id: e3a9c611](#)
- "Glæd jer FCN: Pengeregn på 5,6 milliarder", Udgivet af Tipsbladet.dk den 13.07.2012.
[Artikel-id: e351cd21](#)
- "Årsagerne bag Brøndby-balladen", Udgivet af TV2 Sport online den 02.12.2010.
[Artikel-id: e25323a5](#)
- "Brøndby erkender: Vanskeligt at finde en hovedsponsor", Udgivet af Ritzaus Bureau den 25.02.2013. [Artikel-id: e3ac0f01](#)
- "Sådan gør de danske klubber", Udgivet af BT den 19.11.2012. [Artikel-id: e3850e0a](#)



- "Blå bog om Per Bjerregaard", Udgivet af Ritzaus Bureau den 21.07.2012. [Artikel-id: e353f4e9](#)
- "Brøndbyfans: Fornuftigt, Per Bjerregaard", Udgivet af Ritzaus Bureau den 19.09.2012.
[Artikel-id: e368c003](#)
- "Brøndby: Nordea klar til at sikre lønudbetalinger", Udgivet af RB-Børsen den 04.01.2013.
[Artikel-id: e397ae22](#)
- "Økonom: Brøndby kan bare trykke egne penge", Udgivet af Ritzaus Bureau den 20.02.2012.
[Artikel-id: e31bab1c](#)

Internetsider

- Historien om Brøndby IF. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse:
<http://brondby.com/article.asp?aid=40>
- Brøndby IF B. Udgivet af Euroinvestor. Internetadresse:
<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/broendby-if-b/203417>
- Propositioner for Herre-DM. Udgivet af DBU.dk. Internetadresse:
http://www.dbu.dk/Faelles/turneringer_og_resultater/Love_og_regler/Landsdaekkende_turneringer/Turneringspropositioner/Propositioner%20for%20Danmarksturneringen.aspx#
- Financial fair play. Udgivet af UEFA.com Internetadresse:
<http://www.uefa.com/uefa/footballfirst/protectingthegame/financialfairplay/index.html>
- Finanskrisen har ramt dansk fodbold. Udgivet af Idrættens Analyseinstitut. Internetadresse:
<http://www.idan.dk/da/Nyheder/906fodboldregnskaber.aspx>
- Amatøraftdelingen. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse:
<http://brondby.com/article.asp?aid=92>
- Busture. Udgivet af Brøndby Support. Internetadresse:
http://www.brondbysupport.dk/index.php?option=com_content&view=frontpage



- Tv-seere fravælger Superligaen. Udgivet af Bold.dk. Internetadresse:
<http://www.bold.dk/nyt/Tv-seere-fravaelger-Superligaen>
- Brøndby IF Arrangementer. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse:
<http://brondby.com/arrangementer/artikel.asp?id=444&mid=22>
- 7. etape. Udgivet af Brøndby.com. Internetadresse: <http://brondby.com/article.asp?aid=80>
- Brøndby IF søger trænere og andre hjælpere, som har lyst til at være med i klubfællesskabet. Udgivet af Brøndbyif.net. Internetadresse: <http://www.brondbyif.net/page.aspx?id=17931>
- Boston-model. Udgivet af Systime.dk. Internetadresse:
<http://toolbox.systime.dk/index.php?id=506>
- Effektiv obligationsrente. Udgivet af Danmarks statistikbank. Internetadresse:
<http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1440>
- Prognose for Danmark. Udgivet af Arbejdernes Landsbank. Internetadresse:
<http://www.al-bank.dk/default.asp?id=593>
- Transfer Pricing; kontrollerede transaktioner; værdiansættelse. Udgivet af SKAT. Internetadresse:
<http://www.skat.dk/SKAT.aspx?oId=1813219&vId=208529&tree=expand>
- Foreningen. Udgivet af Det Nye Brøndby. Internetadresse:
<http://detnyebrondby.dk/foreningen/>
- Foreningen. Udgivet af Brøndby Supporters Trust. Internetadresse:
<https://www.brondbytrust.dk/foreningen/>
- Forbrugerforventninger efter indikator. Udgivet af Danmarks Statistik. Internetadresse:
<http://www.statistikbanken.dk/forv1>



11. Bilag

Bilagsoversigt

Bilag 1: Udvikling i forbrugertillidsindikatoren (2008M1-2013M2)

Bilag 2: Anshoffs vækstmatrice

Bilag 3: Officielle resultatopgørelser (2004-2012)

Bilag 4: Officielle balancer (2004-2012)

Bilag 5: Reformuleret resultatopgørelser (2004-2012)

Bilag 6: Reformuleret balancer (2004-2012)

Bilag 7: Reformuleret resultatopgørelser (2004-2012) - korrigeret for engangsposter

Bilag 8: Reformuleret balancer (2004-2012) - korrigeret for engangsposter

Bilag 9: Gennemsnitstal for balanceværdier (2005-2012)

Bilag 10: Beregning af nøgletal - DuPont (2005-2012)

Bilag 11: Realiserede finansielle værdidrivere (2005-2012)

Bilag 12: Best case - proforma

Bilag 13: Base case - proforma

Bilag 14: Worst case - proforma

Bilag 15: Fundne betaværdier for Brøndbyernes IF Fodbold A/S

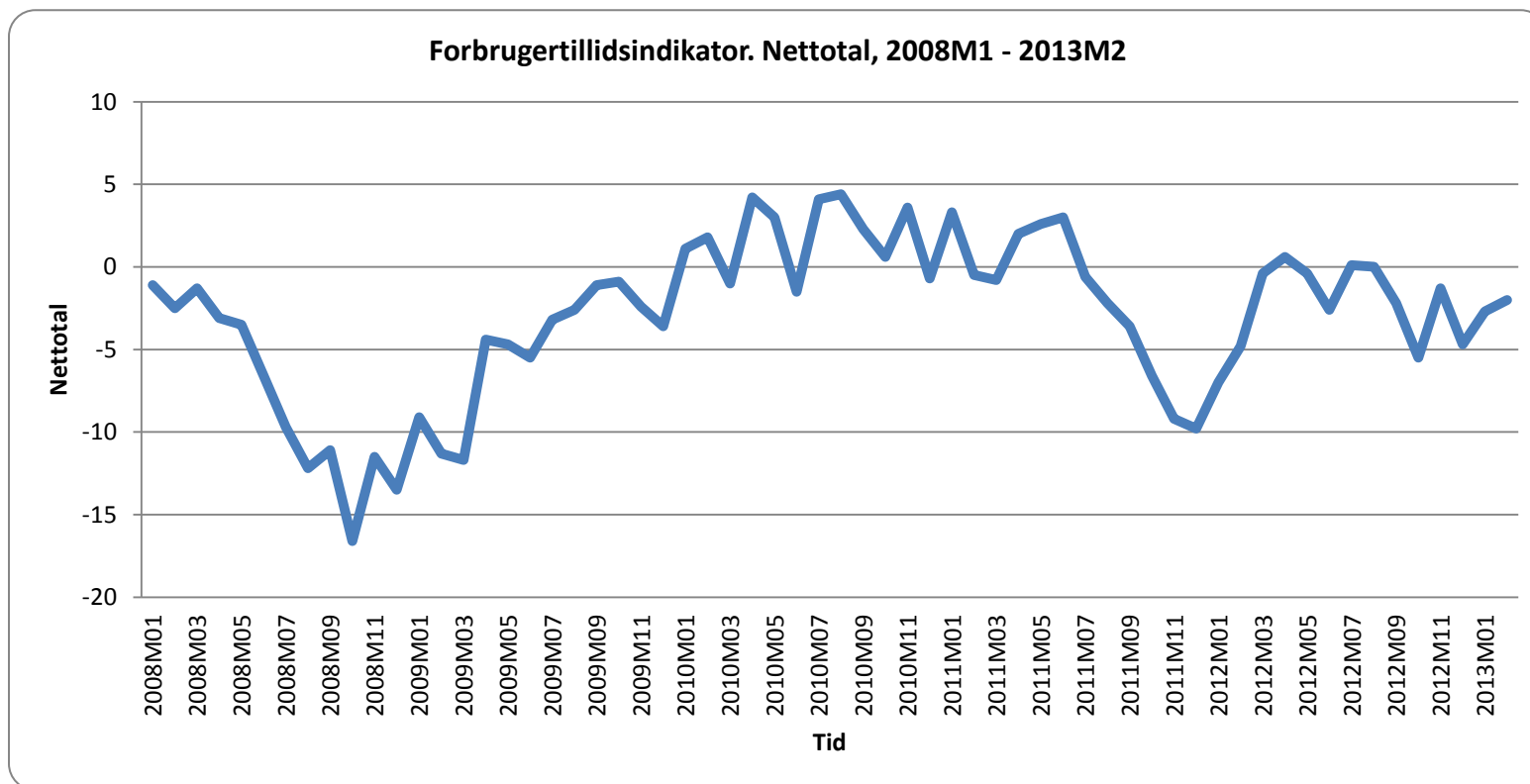
Bilag 16: Værdiansættelse af best case

Bilag 17: Værdiansættelse af base case

Bilag 18: Værdiansættelse af worst case



Bilag 1: Udvikling i forbrugertillidsindikatoren (2008M1-2013M2)¹²²



¹²² Egen tilvirkning. Kilde: www.statistikbanken.dk/FORV1



Bilag 2: Anshoffs vækstmatrice¹²³

	Nuværende produkt	Nyt produkt
Nuværende marked	Markedspenetrering	Produktudvikling
Nyt marked	Markedsudvikling	Diversifikation

¹²³ Egen tilvirkning. Kilde: Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang, side 85-93



Bilag 3: Officielle resultatopgørelser (2004-2012)

Officiel - Resultatopgørelse tkr.	2004	2005	2006	2007	Historisk		2010	2011	2012
					2008	2009			
Indtægter									
Nettoomsætning	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	249.347	179.909	151.393	129.885
Indtægter i alt	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	249.347	179.909	151.393	129.885
Omkostninger									
Eksterne omkostninger	47.716	66.106	56.192	51.657	71.440	73.554	62.327	64.186	90.181
Personaleomkostninger	43.507	54.674	54.102	61.835	76.354	94.776	101.938	90.845	105.435
Af- og nedskrivninger	11.008	11.952	12.205	16.844	21.666	17.541	19.776	19.469	193.050
Omkostninger i alt	102.231	132.732	122.499	130.336	169.460	185.871	184.041	174.500	388.666
Resultat før transferaktiviteter, finansielle poster og skat	25.747	21.230	7.832	3.394	12.689	63.476	-4.132	-23.107	-258.781
Transferaktiviteter									
Resultat af transferaktiviteter	9.759	18.565	70.408	-16.593	-21.309	-51.903	-22.496	-5.847	-2.590
Transferaktiviteter i alt	9.759	18.565	70.408	-16.593	-21.309	-51.903	-22.496	-5.847	-2.590
Resultat før finansielle poster	35.506	39.795	78.240	-13.199	-8.620	11.573	-26.628	-28.954	-261.371
Finansielle poster									
Finansielle indtægter	120	284	941	966	681	193	48	895	546
Finansielle omkostninger	10.043	8.651	7.241	11.765	10.981	9.703	8.340	6.782	5.798
Finansielle poster i alt	-9.923	-8.367	-6.300	-10.799	-10.300	-9.510	-8.292	-5.887	-5.252
Resultat før skat	25.583	31.428	71.940	-23.998	-18.920	2.063	-34.920	-34.841	-266.623
Skat af årets resultat	-7.762	-8.623	-17.017	8.555	5.074	2.836	2.741	-61	-
Årets resultat	17.821	22.805	54.923	-15.443	-13.846	4.899	-32.179	-34.902	-266.623



Bilag 4: Officielle balancer (2004-2012)

Officiel - Balance	Historisk								
tkr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVER									
Langfristede aktiver									
Immaterielle aktiver									
Kontraktrettigheder, spillere	24.490	38.070	54.084	76.946	100.575	69.772	25.456	16.105	6.804
Andre rettigheder	3.467	2.627	1.787	1.230	3.182	3.638	2.326	1.976	889
Immaterielle aktiver i alt	27.957	40.697	55.871	78.176	103.757	73.410	27.782	18.081	7.693
Materielle aktiver									
Grunde og bygninger	369.211	366.754	375.234	473.613	444.855	434.383	392.673	374.492	194.568
Anlæg under opførsel	-	-	85.185	3.816	-	-	-	3.009	-
Driftsmiddel og inventar	5.734	5.321	6.499	17.253	17.545	16.301	12.311	9.681	4.683
Materielle aktiver i alt	374.945	372.075	466.918	494.682	462.400	450.684	404.984	387.182	199.251
Andre langfristede aktiver									
Kapitalandele i datterselskab	-	-	-	-	525	-	-	-	-
Udskudt skatteaktiv	6.805	-	-	-	-	-	60	-	-
Andre langfristede aktiver i alt	6.805	-	-	-	525	-	60	-	-
Langfristede aktiver i alt	409.707	412.772	522.789	572.858	566.682	524.094	432.826	405.263	206.944
Kortfristede aktiver									
Varebeholdninger	3.752	4.140	5.665	5.847	5.037	5.388	4.081	3.040	2.434
Tilgodehavender	25.217	12.269	79.382	138.830	33.980	153.849	99.051	64.196	25.063
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	1.103	-	-	-	-
Periodeafgrænsningsposter	327	172	163	1.430	2.502	2.723	1.928	1.431	189
Værdipapir	65	85	96	96	85	113	120	84	87
Likvide beholdninger	546	3.102	414	550	936	1.309	380	637	6.350
Aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	27.270	-	27.258	27.258	25.054
Kortfristede aktiver i alt	29.907	19.768	85.720	146.753	70.913	163.382	132.818	96.646	59.177
AKTIVER I ALT	439.614	432.540	608.509	719.611	637.595	687.476	565.644	501.909	266.121



Officiel - Balance	Historisk								
tkr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PASSIVER									
Egenkapital									
Aktiekapital	77.100	77.100	77.100	113.000	113.000	113.000	113.000	113.000	113.000
Reserve for sikringstransaktioner	-	-1.632	-362	1.452	-1.394	-1.366	-1.973	-5.550	-7.348
Overført resultat	168.625	193.791	248.650	297.525	282.660	287.598	255.117	220.215	-45.750
Aktionærernes andel af egenkapitalen	245.725	269.259	325.388	411.977	394.266	399.232	366.144	327.665	59.902
Minoritetsinteresser	-	-	-	-	-	-302	-	-	-
Egenkapital i alt	245.725	269.259	325.388	411.977	394.266	398.930	366.144	327.665	59.902
Forpligtelser									
Langfristede forpligtelser									
Udskudt skat	-	2.167	19.678	11.748	5.724	2.883	-	-	-
Kreditinstitutter	131.335	119.453	155.912	141.576	128.933	111.299	95.602	81.102	71.598
Langfristede forpligtelser i alt	131.335	121.620	175.590	153.324	134.657	114.182	95.602	81.102	71.598
Kortfristede forpligtelser									
Kreditinstitutter	12.379	12.381	14.351	51.688	14.485	17.798	15.878	6.917	7.432
Bankgæld	28.050	-	49.407	64.609	37.662	43.568	37.030	13.045	6.805
Anden rentebærende gæld	-	-	-	-	-	-	-	-	10.000
Gæld til tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	-	-	500	500	-
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	17.627	24.562	37.179	33.134	49.522	70.461	43.782	43.773	80.913
Periodeafgrænsningsposter	4.498	4.718	6.594	4.879	7.003	42.537	6.708	6.345	7.570
Kortfristede forpligtelser i alt	62.554	41.661	107.531	154.310	108.672	174.364	103.898	70.580	112.720
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	-	-	22.562	21.901
Forpligtelser i alt	193.889	163.281	283.121	307.634	243.329	288.546	199.500	174.244	206.219
PASSIVER I ALT	439.614	432.540	608.509	719.611	637.595	687.476	565.644	501.909	266.121



Bilag 5: Reformuleret resultatopgørelser (2004-2012)

Reformuleret - Resultatopgørelser	Historisk								
tkr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	195.747	179.909	151.393	129.885
Produktionsomkostninger	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoresultat	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	195.747	179.909	151.393	129.885
Driftsomkostninger	-91.223	-120.780	-110.294	-113.492	-147.794	-168.330	-164.265	-155.031	-141.916
Driftsoverskud fra salg før afskrivninger og skat (EBITDA)	36.755	33.182	20.037	20.238	34.355	27.417	15.644	-3.638	-12.031
Af- og nedskrivninger	-11.008	-11.952	-12.205	-16.844	-21.666	-17.541	-19.776	-19.469	-13.187
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	25.747	21.230	7.832	3.394	12.689	9.876	-4.132	-23.107	-25.218
Skat af driftsoverskud fra salg	-7.812	-5.825	-1.853	-1.210	-3.403	13.577	324	-40	-
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	17.935	15.405	5.979	2.184	9.286	23.453	-3.808	-23.147	-25.218
Andet driftsoverskud									
Transferaktiviteter	9.759	18.565	70.408	-16.593	-21.309	-51.903	-22.496	-5.847	-2.590
Skat af andet driftsoverskud	-2.961	-5.094	-16.655	5.915	5.715	-71.351	1.766	-10	-
Andet driftsoverskud efter skat	6.798	13.471	53.753	-10.678	-15.594	-123.254	-20.730	-5.857	-2.590
Engangsposter - indtægter	-	-	-	-	-	53.600	-	-	-
Engangsposter - omkostninger	-	-	-	-	-	-	-	-	-233.563
Usædvanlige driftsposter	-	-	-	-	-	53.600	-	-	-233.563
Skat af usædvanlige driftsposter	-	-	-	-	-	73.684	-	-	-
Usædvanlige driftsposter efter skat	-	-	-	-	-	127.284	-	-	-233.563
Samlet driftsoverskud efter skat	24.733	28.876	59.733	-8.494	-6.308	27.482	-24.538	-29.005	-261.371
Netto finansielle omkostninger før skat	-9.923	-8.367	-6.300	-10.799	-10.300	-9.510	-8.292	-5.887	-5.252
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	3.011	2.296	1.490	3.850	2.762	-13.073	651	-10	-
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO)	-6.912	-6.071	-4.810	-6.949	-7.538	-22.583	-7.641	-5.897	-5.252
Årets resultat	17.821	22.805	54.923	-15.443	-13.846	4.899	-32.179	-34.902	-266.623
Årets resultat, jf. årsrapport	17.821	22.805	54.923	-15.443	-13.846	4.899	-32.179	-34.902	-266.623
Kontrol - diff	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Effektiv skattesats i pct.	30,3%	27,4%	23,7%	35,6%	26,8%	-137,5%	7,8%	-0,2%	0,0%
Rapporteret skatteomkostning	-7.762	-8.623	-17.017	8.555	5.074	2.836	2.741	-61	-



Bilag 6: Reformuleret balancer (2004-2012)

Reformuleret - Balancer tkr.	2004	2005	2006	2007	Historisk 2008	2009	2010	2011	2012
Driftsaktiver									
Kontraktrettigheder, spillere	24.490	38.070	54.084	76.946	100.575	69.772	25.456	16.105	6.804
Andre rettigheder	3.467	2.627	1.787	1.230	3.182	3.638	2.326	1.976	889
Grunde og bygninger	369.211	366.754	375.234	473.613	444.855	434.383	392.673	374.492	194.568
Anlæg under opførsel	-	-	85.185	3.816	-	-	-	3.009	-
Driftsmiddel og inventar	5.734	5.321	6.499	17.253	17.545	16.301	12.311	9.681	4.683
Kapitalandele i datterselskab	-	-	-	-	525	-	-	-	-
Udskudt skatteaktiv	6.805	-	-	-	-	-	60	-	-
Varebeholdninger	3.752	4.140	5.665	5.847	5.037	5.388	4.081	3.040	2.434
Tilgodehavender	25.217	12.269	79.382	138.830	33.980	153.849	99.051	64.196	25.063
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	1.103	-	-	-	-
Periodeafgrænsningsposter	327	172	163	1.430	2.502	2.723	1.928	1.431	189
Likvide beholdninger - driftslikviditet	640	770	652	669	911	979	900	757	649
Driftsaktiver i alt	439.643	430.123	608.651	719.634	610.215	687.033	538.786	474.687	235.279
Driftsforpligtelser									
Udskudt skat	-	2.167	19.678	11.748	5.724	2.883	-	-	-
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	17.627	24.562	37.179	33.134	49.522	70.461	43.782	43.773	80.913
Periodeafgrænsningsposter	4.498	4.718	6.594	4.879	7.003	42.537	6.708	6.345	7.570
Driftsforpligtelser i alt	22.125	31.447	63.451	49.761	62.249	115.881	50.490	50.118	88.483
Netto driftsaktiver (Investeret kapital)	417.518	398.676	545.200	669.873	547.966	571.152	488.296	424.569	146.796



Reformuleret - Balancer tkr.	2004	2005	2006	2007	Historisk 2008	2009	2010	2011	2012
Finansielle aktiver									
Værdipapir	65	85	96	96	85	113	120	84	87
Likvide beholdninger - overskydende likviditet	-94	2.332	-238	-119	25	330	-520	-120	5.701
Aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	27.270	-	27.258	27.258	25.054
Finansielle aktiver i alt	-29	2.417	-142	-23	27.380	443	26.858	27.222	30.842
Finansielle forpligtelser									
Kreditinstitutter (langfristet gæld)	131.335	119.453	155.912	141.576	128.933	111.299	95.602	81.102	71.598
Kreditinstitutter (kortfristet gæld)	12.379	12.381	14.351	51.688	14.485	17.798	15.878	6.917	7.432
Bankgæld	28.050	-	49.407	64.609	37.662	43.568	37.030	13.045	6.805
Anden rentebærende gæld	-	-	-	-	-	-	-	-	10.000
Gæld til tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	-	-	500	500	-
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	-	-	22.562	21.901
Finansielle forpligtelser i alt	171.764	131.834	219.670	257.873	181.080	172.665	149.010	124.126	117.736
Netto finansielle forpligtelser (Netto rentebærende gæld)	171.793	129.417	219.812	257.896	153.700	172.222	122.152	96.904	86.894
Egenkapital i alt	245.725	269.259	325.388	411.977	394.266	398.930	366.144	327.665	59.902
Netto rentebærende gæld + Egenkapital (Investeret kapital)	417.518	398.676	545.200	669.873	547.966	571.152	488.296	424.569	146.796



Bilag 7: Reformuleret resultatopgørelser (2004-2012) – korrigeret for engangsposter

Reformuleret - Resultatopgørelser	Historisk								
tkr.	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nettoomsætning	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	195.747	179.909	151.393	129.885
Produktionsomkostninger	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttoresultat	127.978	153.962	130.331	133.730	182.149	195.747	179.909	151.393	129.885
Driftsomkostninger	-91.223	-120.780	-110.294	-113.492	-147.794	-168.330	-164.265	-155.031	-141.916
Driftsoverskud fra salg før afskrivninger og skat (EBITDA)	36.755	33.182	20.037	20.238	34.355	27.417	15.644	-3.638	-12.031
Af- og nedskrivninger	-11.008	-11.952	-12.205	-16.844	-21.666	-17.541	-19.776	-19.469	-13.187
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	25.747	21.230	7.832	3.394	12.689	9.876	-4.132	-23.107	-25.218
Skat af driftsoverskud fra salg	-7.812	-5.825	-1.853	-1.210	-3.403	-543	324	-40	-
Driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	17.935	15.405	5.979	2.184	9.286	9.333	-3.808	-23.147	-25.218
Andet driftsoverskud									
Transferaktiviteter	9.759	18.565	70.408	-16.593	-21.309	-51.903	-22.496	-5.847	-2.590
Skat af andet driftsoverskud	-2.961	-5.094	-16.655	5.915	5.715	2.856	1.766	-10	-
Andet driftsoverskud efter skat	6.798	13.471	53.753	-10.678	-15.594	-49.047	-20.730	-5.857	-2.590
Samlet driftsoverskud efter skat	24.733	28.876	59.733	-8.494	-6.308	-39.714	-24.538	-29.005	-27.808
Netto finansielle omkostninger før skat	-9.923	-8.367	-6.300	-10.799	-10.300	-9.510	-8.292	-5.887	-5.252
Skattefordel på netto finansielle omkostninger	3.011	2.296	1.490	3.850	2.762	523	651	-10	-
Netto finansielle omkostninger efter skat (NFO)	-6.912	-6.071	-4.810	-6.949	-7.538	-8.987	-7.641	-5.897	-5.252
Årets resultat	17.821	22.805	54.923	-15.443	-13.846	-48.701	-32.179	-34.902	-33.060
Årets resultat, jf. årsrapport	17.821	22.805	54.923	-15.443	-13.846	4.899	-32.179	-34.902	-266.623
Kontrol - diff	-	-	-	-	-	-53.600	-	-	233.563
Effektiv skattesats	30,3%	27,4%	23,7%	35,6%	26,8%	5,5%	7,8%	-0,2%	0,0%
Rapporteret skatteomkostning	-7.762	-8.623	-17.017	8.555	5.074	2.836	2.741	-61	-



Bilag 8: Reformuleret balancer (2004-2012) – korrigeret for engangsposter

Reformuleret - Balancer tkr.	2004	2005	2006	2007	Historisk		2009	2010	2011	2012
Driftsaktiver										
Kontraktrettigheder, spillere	24.490	38.070	54.084	76.946	100.575	69.772	25.456	16.105	6.804	
Andre rettigheder	3.467	2.627	1.787	1.230	3.182	3.638	2.326	1.976	1.707	
Grunde og bygninger	369.211	366.754	375.234	473.613	444.855	434.383	392.673	374.492	367.162	
Anlæg under opførsel	-	-	85.185	3.816	-	-	-	3.009	-	
Driftsmiddel og inventar	5.734	5.321	6.499	17.253	17.545	16.301	12.311	9.681	8.930	
Kapitalandele i datterselskab	-	-	-	-	525	-	-	-	-	
Udskudt skatteaktiv	6.805	-	-	-	-	-	60	-	-	
Varebeholdninger	3.752	4.140	5.665	5.847	5.037	5.388	4.081	3.040	2.434	
Tilgodehavender	25.217	12.269	79.382	138.830	33.980	100.249	99.051	64.196	64.163	
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	1.103	-	-	-	-	
Periodeafgrænsningsposter	327	172	163	1.430	2.502	2.723	1.928	1.431	189	
Likvide beholdninger - driftslikviditet	640	770	652	669	911	979	900	757	649	
Driftsaktiver i alt	439.643	430.123	608.651	719.634	610.215	633.433	538.786	474.687	452.038	
Driftsforpligtelser										
Udskudt skat	-	2.167	19.678	11.748	5.724	2.883	-	-	-	
Leverandørgæld og andre gældsforpligtelser	17.627	24.562	37.179	33.134	49.522	70.461	43.782	43.773	66.313	
Periodeafgrænsningsposter	4.498	4.718	6.594	4.879	7.003	42.537	6.708	6.345	7.570	
Driftsforpligtelser i alt	22.125	31.447	63.451	49.761	62.249	115.881	50.490	50.118	73.883	
Netto driftsaktiver (Investeret kapital)	417.518	398.676	545.200	669.873	547.966	517.552	488.296	424.569	378.155	



Reformuleret - Balancer tkr.	2004	2005	2006	2007	Historisk 2008	2009	2010	2011	2012
Finansielle aktiver									
Værdipapir	65	85	96	96	85	113	120	84	87
Likvide beholdninger - overskydende likviditet	-94	2.332	-238	-119	25	330	-520	-120	5.701
Aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	27.270	-	27.258	27.258	27.258
Finansielle aktiver i alt	-29	2.417	-142	-23	27.380	443	26.858	27.222	33.046
Finansielle forpligtelser									
Kreditinstitutter (langfristet gæld)	131.335	119.453	155.912	141.576	128.933	111.299	95.602	81.102	71.598
Kreditinstitutter (kortfristet gæld)	12.379	12.381	14.351	51.688	14.485	17.798	15.878	6.917	7.432
Bankgæld	28.050	-	49.407	64.609	37.662	43.568	37.030	13.045	6.805
Anden rentebærende gæld	-	-	-	-	-	-	-	-	10.000
Gæld til tilknyttede virksomheder	-	-	-	-	-	-	500	500	-
Forpligtelser vedrørende aktiver bestemt for salg	-	-	-	-	-	-	-	22.562	21.901
Finansielle forpligtelser i alt	171.764	131.834	219.670	257.873	181.080	172.665	149.010	124.126	117.736
Netto finansielle forpligtelser (Netto rentebærende gæld)	171.793	129.417	219.812	257.896	153.700	172.222	122.152	96.904	84.690
Egenkapital i alt	245.725	269.259	325.388	411.977	394.266	345.330	366.144	327.665	293.465
Netto rentebærende gæld + Egenkapital (Investeret kapital)	417.518	398.676	545.200	669.873	547.966	517.552	488.296	424.569	378.155



Bilag 9: Gennemsnitstal for balanceværdier (2005-2012)

Gennemsnitstal for balanceværdier tkr.	2005	2006	2007	Historisk 2008	2009	2010	2011	2012
Investeret kapital	408.097	471.938	607.536	608.919	532.759	502.924	456.432	401.362
Netto rentebærende gæld	150.605	174.614	238.854	205.798	162.961	147.187	109.528	90.797
Egenkapital	257.492	297.324	368.683	403.122	369.798	355.737	346.905	310.565
Varebeholdninger	3.946	4.903	5.756	5.442	5.213	4.735	3.561	2.737
Tilgodehavender fra salg	18.743	45.826	109.106	86.405	67.115	99.650	81.624	64.180
Andre kortfristede driftsaktiver	4.357	878	1.457	2.756	3.557	3.295	2.538	1.513
Leverandørgæld	-21.095	-30.871	-35.157	-41.328	-59.992	-57.122	-43.778	-55.043
Andre kortfristede driftsforpligtelser	-5.692	-16.579	-21.450	-14.677	-29.074	-26.064	-6.527	-6.958
Arbejdskapital	260	4.157	59.713	38.598	-13.181	24.494	37.418	6.429
Immaterielle aktiver	34.327	48.284	67.024	90.967	88.584	50.596	22.932	13.296
Materielle aktiver	373.510	419.497	480.800	478.541	456.542	427.834	396.083	381.637
Anlægskapital	407.837	467.781	547.824	569.508	545.126	478.430	419.015	394.933
Investeret kapital (Arbejdskapital + Anlægskapital)	408.097	471.938	607.536	608.105	531.945	502.924	456.432	401.362



Bilag 10: Beregning af nøgletal – DuPont (2005-2012)

Nøgletalsanalyse - efter skat	Historisk							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Niveau 1								
ROE	8,9%	18,5%	-4,2%	-3,4%	-13,2%	-9,0%	-10,1%	-10,6%
ROIC	7,1%	12,7%	-1,4%	-1,0%	-7,5%	-4,9%	-6,4%	-6,9%
FGEAR	0,58	0,59	0,65	0,51	0,44	0,41	0,32	0,29
r	4,0%	2,8%	2,9%	3,7%	5,5%	5,2%	5,4%	5,8%
SPREAD	3,0%	9,9%	-4,3%	-4,7%	-13,0%	-10,1%	-11,7%	-12,7%
Niveau 2								
ROIC	7,1%	12,7%	-1,4%	-1,0%	-7,5%	-4,9%	-6,4%	-6,9%
OG	18,8%	45,8%	-6,4%	-3,5%	-20,3%	-13,6%	-19,2%	-21,4%
AOH	0,38	0,28	0,22	0,30	0,37	0,36	0,33	0,32



Nøgletalsanalyse - efter skat	2005	2006	2007	Historisk 2008	2009	2010	2011	2012
Niveau 3								
Drivere for overskudgraden								
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Driftsomkostninger	-78,4%	-84,6%	-84,9%	-81,1%	-86,0%	-91,3%	-102,4%	-109,3%
EBITDA-margin	21,6%	15,4%	15,1%	18,9%	14,0%	8,7%	-2,4%	-9,3%
Af- og nedskrivninger	-7,8%	-9,4%	-12,6%	-11,9%	-9,0%	-11,0%	-12,9%	-10,2%
EBIT-margin	13,8%	6,0%	2,5%	7,0%	5,0%	-2,3%	-15,3%	-19,4%
Skat på EBIT	-3,8%	-1,4%	-0,9%	-1,9%	-0,3%	0,2%	0,0%	0,0%
NOPAT-margin	10,0%	4,6%	1,6%	5,1%	4,8%	-2,1%	-15,3%	-19,4%
Andet driftsoverskud, efter skat	8,7%	41,2%	-8,0%	-8,6%	-25,1%	-11,5%	-3,9%	-2,0%
Samlet OG	18,8%	45,8%	-6,4%	-3,5%	-20,3%	-13,6%	-19,2%	-21,4%
Drivere for omsætningshastigheden								
Varebeholdninger / nettoomsætning	0,03	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02
Tilgodehavender fra salg / nettoomsætning	0,12	0,35	0,82	0,47	0,34	0,55	0,54	0,49
Andre kortfristede driftsaktiver / nettoomsætning	0,03	0,01	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
Leverandørgæld / nettoomsætning	-0,14	-0,24	-0,26	-0,23	-0,31	-0,32	-0,29	-0,42
Andre kortfristede driftsforpligtelser / nettoomsætning	-0,04	-0,13	-0,16	-0,08	-0,15	-0,14	-0,04	-0,05
Arbejdskapital / nettoomsætning	0,00	0,03	0,45	0,21	-0,07	0,14	0,25	0,05
Immaterielle aktiver / nettoomsætning	0,22	0,37	0,50	0,50	0,45	0,28	0,15	0,10
Materielle aktiver	2,43	3,22	3,60	2,63	2,33	2,38	2,62	2,94
Anlægs kapital / nettoomsætning	2,65	3,59	4,10	3,13	2,78	2,66	2,77	3,04
Investeret kapital / nettoomsætning (1/AOH)	2,65	3,62	4,54	3,34	2,72	2,80	3,01	3,09



Bilag 11: Realiserede finansielle værdidrivere (2005-2012)

Realiserede finansielle værdidrivere	Historisk								
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Gns.
Vækst, nettoomsætning	20,3%	-15,3%	2,6%	36,2%	7,5%	-8,1%	-15,9%	-14,2%	1,6%
EBIT-margin	13,8%	6,0%	2,5%	7,0%	5,0%	-2,3%	-15,3%	-19,4%	-0,3%
Effektiv skattesats	27,4%	23,7%	35,6%	26,8%	5,5%	7,8%	-0,2%	0,0%	15,8%
Andet driftsoverskud efter skat / nettoomsætning	8,7%	41,2%	-8,0%	-8,6%	-25,1%	-11,5%	-3,9%	-2,0%	-1,1%
Lånerente	4,7%	2,2%	2,7%	4,9%	5,2%	6,3%	6,1%	6,2%	4,8%
Finansiell gearing	0,48	0,68	0,63	0,39	0,50	0,33	0,30	0,29	0,45
1/AOH - Anlægs kapital	2,68	4,01	4,28	3,11	2,68	2,41	2,68	2,96	3,10
1/AOH - Arbejds kapital	-0,09	0,17	0,73	-0,10	-0,03	0,31	0,13	-0,05	0,13



Bilag 12: Best case – proforma

Best case scenarie tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning	151.393	129.885	142.874	160.018	182.421	211.608	237.001	244.111
Driftsomkostninger inkl. af- og nedskrivninger	-174.500	-155.103	-147.160	-155.218	-171.476	-194.680	-213.301	-224.582
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-23.107	-25.218	-4.286	4.801	10.945	16.929	23.700	19.529
Skat af driftsoverskud fra salg	-40	-	1.072	-1.200	-2.736	-4.232	-5.925	-4.882
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-3.215	3.600	8.209	12.696	17.775	14.647
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	-7.144	-4.801	3.648	14.813	9.480	7.323
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-10.358	-1.200	11.857	27.509	27.255	21.970
Netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-6.279	-6.198	-6.250	-6.620	-7.061	-7.273
Nettooverskud	-34.902	-33.060	-16.637	-7.398	5.607	20.889	20.194	14.697
Balance								
Anlægs kapital	405.263	384.603	400.046	384.044	364.842	402.056	450.302	463.811
Arbejds kapital	19.306	-6.448	21.431	32.004	54.726	42.322	23.700	24.411
Netto driftsaktiver (Investeret kapital)	424.569	378.155	421.477	416.048	419.568	444.377	474.002	488.222
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	130.803	129.118	130.211	137.910	147.104	151.517
Egen kapital	327.665	293.465	290.674	286.929	289.357	306.467	326.898	336.705
Samlet finansiering (Investeret kapital)	424.569	378.155	421.477	416.048	419.568	444.377	474.002	488.222
Pengestrømsopgørelse								
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-10.358	-1.200	11.857	27.509	27.255	21.970
- Ændring i netto driftsaktiver	-63.727	-46.414	43.321	-5.429	3.520	24.809	29.625	14.220
Frie cash flow til alle investorer (FCF)	34.722	18.606	-53.680	4.229	8.337	2.700	-2.370	7.750
+ stigning i netto finansielle forpligtelser	-25.248	-12.214	46.113	-1.685	1.093	7.699	9.194	4.413
- netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-6.279	-6.198	-6.250	-6.620	-7.061	-7.273
Samlet gældsfinansiering	31.145	17.466	-39.834	7.883	5.158	-1.080	-2.133	2.860
Nettodividende	3.577	1.140	-13.846	-3.654	3.179	3.780	-237	4.890
Samlet finansiering	34.722	18.606	-53.680	4.229	8.337	2.700	-2.370	7.750
Nøgletal								
ROE	-10,7%	-11,3%	-5,7%	-2,6%	1,9%	6,8%	6,2%	4,4%
ROIC	-6,8%	-7,4%	-2,5%	-0,3%	2,8%	6,2%	5,8%	4,5%
OG	-19,2%	-21,4%	-7,3%	-0,8%	6,5%	13,0%	11,5%	9,0%
AOH	0,36	0,34	0,34	0,38	0,43	0,48	0,50	0,50



Bilag 13: Base case – proforma

Base case scenarie	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
tkr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning	151.393	129.885	124.690	128.430	133.567	140.246	145.856	148.773
Driftsomkostninger inkl. af- og nedskrivninger	-174.500	-155.103	-125.936	-124.577	-128.225	-133.234	-137.104	-138.359
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-23.107	-25.218	-1.247	3.853	5.343	7.012	8.751	10.414
Skat af driftsoverskud fra salg	-40	-	312	-963	-1.336	-1.753	-2.188	-2.604
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-935	2.890	4.007	5.259	6.564	7.811
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	-3.741	-1.284	2.671	5.610	4.376	4.463
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-4.676	1.605	6.678	10.869	10.939	12.274
Netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-5.851	-5.835	-5.770	-5.745	-5.866	-5.984
Nettooverskud	-34.902	-33.060	-10.527	-4.230	908	5.124	5.073	6.290
Balance								
Anlægs kapital	405.263	384.603	386.538	385.291	373.989	371.652	371.932	379.371
Arbejds kapital	19.306	-6.448	6.234	6.422	13.357	14.025	21.878	22.316
Netto driftsaktiver (Investeret kapital)	424.569	378.155	392.772	391.712	387.346	385.676	393.810	401.687
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	121.895	121.566	120.211	119.693	122.217	124.661
Egenkapital	327.665	293.465	270.877	270.146	267.135	265.984	271.593	277.025
Samlet finansiering (Investeret kapital)	424.569	378.155	392.772	391.712	387.346	385.676	393.810	401.687
Pengestrømsopgørelse								
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-4.676	1.605	6.678	10.869	10.939	12.274
- Ændring i netto driftsaktiver	-63.727	-46.414	14.617	-1.060	-4.367	-1.670	8.134	7.876
Frie cash flow til alle investorer (FCF)	34.722	18.606	-19.293	2.665	11.045	12.539	2.805	4.398
+ stigning i netto finansielle forpligtelser	-25.248	-12.214	37.204	-329	-1.355	-518	2.524	2.444
- netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-5.851	-5.835	-5.770	-5.745	-5.866	-5.984
Samlet gældsfinansiering	31.145	17.466	-31.353	6.164	7.125	6.263	3.342	3.539
Nettodividende	3.577	1.140	12.061	-3.499	3.920	6.275	-537	858
Samlet finansiering	34.722	18.606	-19.293	2.665	11.045	12.539	2.805	4.398
Nøgletal								
ROE	-10,7%	-11,3%	-3,9%	-1,6%	0,3%	1,9%	1,9%	2,3%
ROIC	-6,8%	-7,4%	-1,2%	0,4%	1,7%	2,8%	2,8%	3,1%
OG	-19,2%	-21,4%	-3,8%	1,3%	5,0%	7,8%	7,5%	8,3%
AOH	0,36	0,34	0,32	0,33	0,34	0,36	0,37	0,37



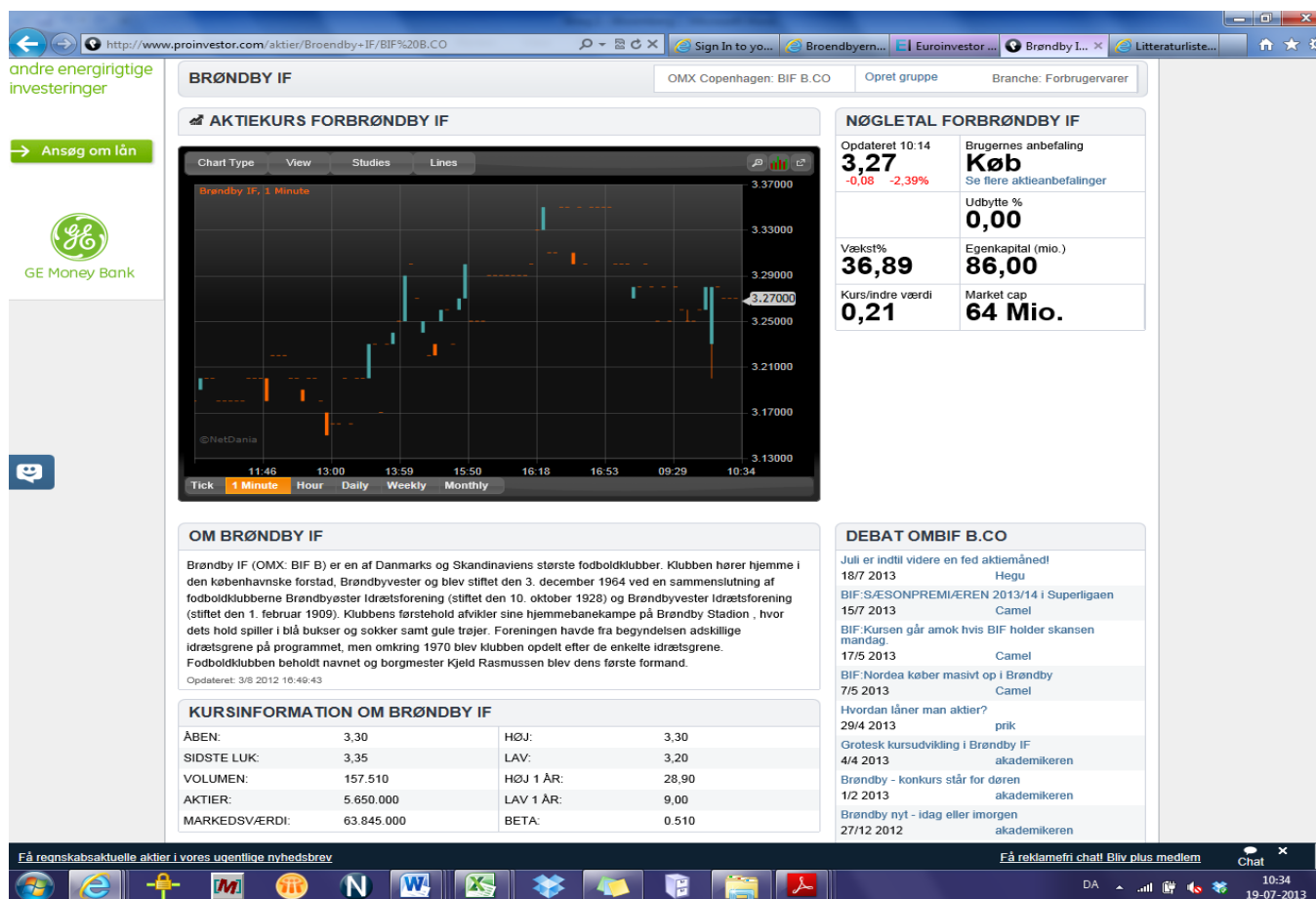
Bilag 14: Worst case – proforma

Worst case scenarie tkr.	Historisk		Budgetperiode					Terminalperiode
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Resultatopgørelse								
Nettoomsætning	151.393	129.885	110.402	99.362	97.375	98.349	101.299	102.312
Driftsomkostninger inkl. af- og nedskrivninger	-174.500	-155.103	-121.442	-107.311	-99.322	-95.398	-97.247	-99.243
Driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-23.107	-25.218	-11.040	-7.949	-1.947	2.950	4.052	3.069
Skat af driftsoverskud fra salg	-40	-	2.760	1.987	487	-738	-1.013	-767
Driftsoverskud fra salg efter skat	-23.147	-25.218	-8.280	-5.962	-1.461	2.213	3.039	2.302
Andet driftsoverskud efter skat	-5.857	-2.590	2.208	-2.981	-1.947	1.967	3.039	2.046
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-6.072	-8.943	-3.408	4.180	6.078	4.348
Netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-6.496	-6.217	-5.512	-4.835	-4.301	-4.344
Nettooverskud	-34.902	-33.060	-12.568	-15.159	-8.920	-655	1.777	5
Balance								
Anlægs kapital	405.263	384.603	419.529	377.576	340.812	304.880	278.572	281.358
Arbejds kapital	19.306	-6.448	16.560	39.745	29.212	19.670	10.130	10.231
Netto driftsaktiver (Investeret kapital)	424.569	378.155	436.089	417.321	370.024	324.550	288.702	291.589
Netto finansielle forpligtelser	96.904	84.690	135.338	129.513	114.835	100.722	89.597	90.493
Egen kapital	327.665	293.465	300.751	287.807	255.189	223.828	199.105	201.096
Samlet finansiering (Investeret kapital)	424.569	378.155	436.089	417.321	370.024	324.550	288.702	291.589
Pengestrømsopgørelse								
Samlet driftsoverskud efter skat	-29.005	-27.808	-6.072	-8.943	-3.408	4.180	6.078	4.348
- Ændring i netto driftsaktiver	-63.727	-46.414	57.933	-18.768	-47.296	-45.474	-35.848	2.887
Frie cash flow til alle investorer (FCF)	34.722	18.606	-64.006	9.826	43.888	49.654	41.926	1.461
+ stigning i netto finansielle forpligtelser	-25.248	-12.214	50.648	-5.825	-14.678	-14.113	-11.125	896
- netto finansielle omkostninger efter skat	-5.897	-5.252	-6.496	-6.217	-5.512	-4.835	-4.301	-4.344
Samlet gældsfinansiering	31.145	17.466	-44.151	12.041	20.190	18.947	15.426	3.448
Nettodividende	3.577	1.140	-19.854	-2.216	23.698	30.707	26.500	-1.986
Samlet finansiering	34.722	18.606	-64.006	9.826	43.888	49.654	41.926	1.461
Nøgletal								
ROE	-10,7%	-11,3%	-4,2%	-5,3%	-3,5%	-0,3%	0,9%	0,0%
ROIC	-6,8%	-7,4%	-1,4%	-2,1%	-0,9%	1,3%	2,1%	1,5%
OG	-19,2%	-21,4%	-5,5%	-9,0%	-3,5%	4,3%	6,0%	4,3%
AOH	0,36	0,34	0,25	0,24	0,26	0,30	0,35	0,35



Bilag 15: Fundne betaværdier for Brøndbyernes IF Fodbold A/S

Proinvestor.com



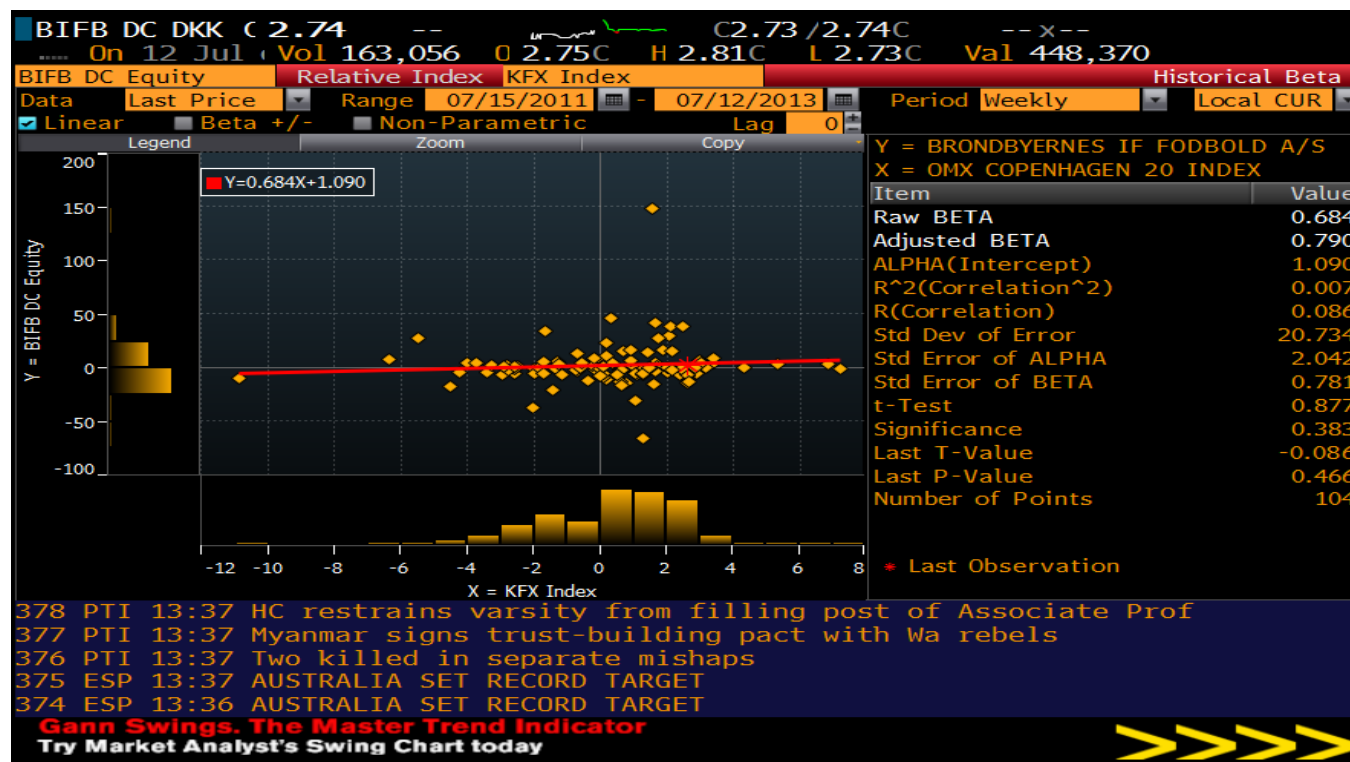


Reuters.com





Bloomberg





Bilag 16: Værdiansættelse af best case

DCF-model

Værdiansættelse - Best case tkr.	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-10.358	-1.200	11.857	27.509	27.255	21.970
Ændring i NDA	43.321	-5.429	3.520	24.809	29.625	14.220
FCF	-53.680	4.229	8.337	2.700	-2.370	7.750
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV FCF	-51.388	3.876	7.314	2.267	-1.905	
PV FCF Sum	-39.836					
PV Terminalværdi	426.771					
Virksomhedsværdi	386.935					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	302.245					
Værdi per aktie (5.650)	53,49					

RIDO-model

Værdiansættelse - Best case tkr.	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-10.358	-1.200	11.857	27.509	27.255	21.970
Normaloverskud	16.866	18.798	18.556	18.713	19.819	21.141
RIDO	-27.224	-19.998	-6.698	8.796	7.436	830
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV RIDO	-26.062	-18.327	-5.877	7.388	5.978	
Bogført værdi af investeret kapital, primo	378.155					
PV RIDO Sum	-36.899					
PV Terminalværdi	45.679					
Virksomhedsværdi	386.935					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	302.245					
Værdi per aktie (5.650)	53,49					



Bilag 17: Værdiansættelse af base case

DCF-model

Værdiansættelse - Base case	Budgetperiode				Terminalperiode	
tkr.	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-4.676	1.605	6.678	10.869	10.939	12.274
Ændring i NDA	14.617	-1.060	-4.367	-1.670	8.134	7.876
FCF	-19.293	2.665	11.045	12.539	2.805	4.398
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV FCF	-18.469	2.443	9.690	10.531	2.255	
PV FCF Sum	6.449					
PV Terminalværdi	143.723					
Virksomhedsværdi	150.172					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	65.481					
Værdi per aktie (5.650)	11,59					

RIDO-model

Værdiansættelse - Base case	Budgetperiode				Terminalperiode	
tkr.	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-4.676	1.605	6.678	10.869	10.939	12.274
Normaloverskud	16.866	17.518	17.470	17.276	17.201	17.564
RIDO	-21.542	-15.912	-10.792	-6.407	-6.262	-5.290
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV RIDO	-20.622	-14.582	-9.468	-5.381	-5.035	
Bogført værdi af investeret kapital, primo	378.155					
PV RIDO Sum	-55.087					
PV Terminalværdi	-172.896					
Virksomhedsværdi	150.172					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	65.481					
Værdi per aktie (5.650)	11,59					



Bilag 18: Værdiansættelse af worst case

DCF-model

Værdiansættelse - Worst case tkr.	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-6.072	-8.943	-3.408	4.180	6.078	4.348
Ændring i NDA	57.933	-18.768	-47.296	-45.474	-35.848	2.887
FCF	-64.006	9.826	43.888	49.654	41.926	1.461
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV FCF	-61.273	9.005	38.503	41.702	33.708	
PV FCF Sum	61.645					
PV Terminalværdi	33.954					
Virksomhedsværdi	95.599					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	10.909					
Værdi per aktie (5.650)	1,93					

RIDO-model

Værdiansættelse - Worst case tkr.	Budgetperiode				Terminalperiode	
	2013	2014	2015	2016	2017	T+1
Driftsoverskud, efter skat	-6.072	-8.943	-3.408	4.180	6.078	4.348
Normaloverskud	16.866	19.450	18.612	16.503	14.475	12.876
RIDO	-22.938	-28.392	-22.021	-12.323	-8.397	-8.528
Diskonteringsfaktor (4,46%)	1,045	1,091	1,140	1,191	1,244	
PV RIDO	-21.959	-26.019	-19.319	-10.350	-6.751	
Bogført værdi af investeret kapital, primo	378.155					
PV RIDO Sum	-84.397					
PV Terminalværdi	-198.159					
Virksomhedsværdi	95.599					
Markedsværdi af rentebærende gæld	84.690					
Egenkapitalværdi	10.909					
Værdi per aktie (5.650)	1,93					