



Værdiansættelse og strategisk regnskabsanalyse af Tivoli A/S

Udarbejdet af: Mike Steve Rasmussen
Vejleder: Kasper Schiøth
Dato for aflevering: 1. Maj 2020
Copenhagen Business School

1 INDHOLD

2	Executive Summary.....	5
3	Indledning.....	6
4	Problemformulering.....	6
4.1	Uddybende spørgsmål.....	6
4.1.1	Strategisk analyse.....	6
4.1.2	Regnskabsanalyse.....	6
4.1.3	Budgettering.....	7
4.1.4	Værdiansættelse.....	7
5	Afgrænsning.....	7
6	Metode.....	8
6.1	Den beskrivende fase.....	8
6.2	Den analyserende fase.....	8
6.3	Den løsningsorienterede fase.....	9
7	Virksomhedsbeskrivelse.....	10
7.1	Tivolis historie.....	10
7.2	Ejerskab og kursudvikling.....	11
7.2.1	Aktiekursens udvikling.....	12
7.3	Vision.....	13
7.4	Mission.....	13
7.5	Værdigrundlag.....	14
7.6	Strategi.....	15
8	PESTEL-analysen.....	17
8.1	Politiske forhold.....	17
8.2	Økonomiske forhold.....	18
8.3	Socio-kulturelle forhold.....	19

8.4	Teknologiske forhold	22
8.5	De miljømæssige forhold	23
8.6	Lovgivningsmæssige forhold	24
9	McKinseys 7 S	25
9.1	Værdier (Shared Values)	26
9.2	Strategi (Strategy)	27
9.3	Struktur (Structure)	28
9.4	Systemer (Systems)	29
9.5	Ledelsesstil (Style)	29
9.6	Medarbejderne (Staff)	30
9.7	Kompetencer og ressourcer (skills)	31
10	Michael Porters Five Forces	32
10.1	Rivalisering mellem eksisterende virksomheder i branchen	33
10.2	Truslen fra nye indtrængere	34
10.3	Kundernes/gæsternes forhandlingsstyrke	34
10.4	Leverandørernes forhandlingsstyrke	35
10.5	Truslen fra substituerende oplevelser	35
11	Delkonklusion – Strategisk analyse	36
11.1	SWOT analyse	36
11.2	Opsummering af den strategiske analyse jf. underpunkterne i problemformuleringen	37
12	Regnskabsanalyse	38
12.1	Kommentar til årsrapporterne	38
12.1.1	Anvendt regnskabspraksis	38
12.1.2	Ledelsespåtegning	39
12.1.3	Revisionspåtegning	39
12.1.4	Kontinuitet	39
12.1.5	Strukturelle ændringer	39

12.1.6	Valutakursgevinster og tab	39
12.2	Reformulering af årsregnskaberne.....	40
12.2.1	Reformulering af egenkapitalen	40
12.2.2	Reformulering af balancen.....	40
12.2.3	Reformulering af resultatopgørelsen.....	41
12.2.4	Reformulering af pengestrømsopgørelsen	41
12.2.5	Indeks.....	42
12.3	Rentabilitetsanalyse	43
12.3.1	Dekomponering af ROE.....	43
12.3.2	Dekomponering af ROIC.....	44
12.3.3	Dekomponering af OG	45
12.3.4	Opsamling af rentabilitetsanalyse	47
12.4	Risikoanalyse.....	47
12.4.1	Driftsmæssig risiko.....	48
12.4.2	Finansiel risiko	49
12.4.3	Opsamling af risikoanalyse.....	50
12.5	Delkonklusion – Regnskabsanalyse	51
13	Budgettering	53
13.1	Ledelsens forventninger	53
13.2	Budgettering af salgsvæksten	53
13.2.1	High End	54
13.2.2	Salg.....	54
13.2.3	Ikke Allokeret.....	54
13.2.4	Spil og Casino.....	55
13.2.5	Food and Beverage	55
13.2.6	Underholdning.....	55
13.2.7	Ejendomme	55

13.3	Budgettering af omkostningerne	56
13.3.1	Personaleomkostninger	56
13.3.2	Andre eksterne omkostninger	56
13.3.3	Af- og Nedskrivninger	56
13.3.4	Valuta og finansielle poster	56
13.3.5	Nøgletal AOH	57
13.3.6	Effektiv skatteprocent	57
13.3.7	Fastsættelse af lånerenten	57
13.4	Vækst i terminalperioden	57
13.5	Delkonklusion – Budgettering	57
14	Værdiansættelse	57
14.1	Værdiansættelsesmodel	58
14.2	WACC	58
14.2.1	Beregning af kapitalstrukturen	58
14.2.2	Gennemsnitlig lånerente	58
14.2.3	Ejernes afkastkrav	59
14.2.4	Beregning af ejernes afkastkrav og WACC	61
14.3	Værdiansættelse af Tivoli	62
14.3.1	FCFF	62
14.3.2	RIDO	62
14.4	Opsamling af FCFF og RIDO	63
15	konklusion	64
16	Kildeangivelse	66

2 EXECUTIVE SUMMARY

The purpose of this paper at CBS is to answer two main questions about the company Tivoli A/S.

- From an investors point of view, what is the value of Tivoli?
- What kind of factors could influence the value?

This written assignment is started with a strategic analysis to show the history of Tivoli, Tivoli's strategy for the next couple of years and any internal and external impacts on Tivoli. It shows that Tivoli is a traditional brand in Denmark with a great location, that is both a strength and weakness to Tivoli. A weakness because they want to expand its surroundings and minimize the influence of the weather by expanding the business to other industries. It also shows that politics has a huge influence, and that the competition is hard in the entertainment industry. There are a lot of alternatives to Tivoli, like the cinema, Bakken, Zoo and so on.

I have also made a reformulation analysis on the annual reports for 2014 to 2018. They show that Tivoli is improving the return of equity (ROE) to an acceptable level of 10,56 %. It also shows that during the last five years, they have focused on cost control - and despite the hard competition, they have increased numbers of guests and the ongoing revenue.

To make a valuation of Tivoli, I have tried to predict the future budgets, based on the strategic analysis and the reformulated budget. I have taken a conservative approach and come up with a sales growth of 2,7 % in the "terminal period".

Afterwards, I have calculated WACC, by making some arguments and assumptions about the risk and expected owners return. I calculated WACC to 3,45 %.

By using the Free Cash Flow model FCFF, I could calculate the value of 1 stock in Tivoli to 1527 DKK. This means that the current stock on the market is underpriced and should be bought. The price of one stock on the market was 632 DKK on the 30th of December 2013.

However, there is some uncertainty on the factors incl. WACC. BETA is a way of calculating the return to the owners, and during a sensitivity analysis, it shows that BETA has a big impact on how the value will end up. The lower the BETA, and therefore the risk, the higher value of the stock. Other factors are the shares of the equity and the debts, the addition of illiquid liquidity and the aforementioned assumptions of the sales growth.

Based on the factors and the calculated value of Tivoli, the assignment is completed.

3 INDLEDNING

I forbindelse med mit afgangsprøje på HD 2. del Finansiering på CBS har jeg valgt at lave en værdiansættelse og strategisk regnskabsanalyse af forlystelsesparken Tivoli.

Årsagen til mit valg af Tivoli er, at det er en virksomhed, alle i Danmark kender og har en holdning til. De er ofte omtalt i medierne og bliver ved med at udvikle sig, som de har gjort det siden opstarten i 1843. Mit primære fokus vil være på virksomheden Tivoli og jeg vil derfor dykke lidt ned i selskabet og se på omverdenens påvirkning, interne forhold, regnskabsmæssige påvirkninger samt forventningerne til fremtiden.

Dette vil resultere i en subjektiv værdiansættelse af Tivoli i forhold til kursen på aktien pr. 31. december 2018 på Københavns Fondsbørs.

Min primære målgruppe for denne opgave vil være vejleder og censor i forbindelse med bedømmelse af den afsluttende opgave. Sekundært vil det være studerende på samme eller tilsvarende uddannelse samt eksisterende/mulige investorer i Tivoli A/S.

4 PROBLEMFORMULERING

Hvad er værdien af Tivoli set ud fra investors synspunkt?

Hvilke faktorer kan påvirke værdiansættelsen og analysen af Tivoli A/S?

4.1 UDDYBENDE SPØRGSMÅL

For at finde frem til en tilfredsstillende besvarelse af de overordnede 2 spørgsmål tages der udgangspunkt i følgende delområder og uddybende spørgsmål:

4.1.1 Strategisk analyse

Hvem er Tivoli?

Branchemæssige og selskabsspecifikke påvirkninger

4.1.2 Regnskabsanalyse

Evner Tivoli at skabe fortsat økonomisk vækst for aktionærerne?

Hvordan er udviklingen i Tivolis rentabilitet?

Hvilken risikoprofil har Tivoli?

4.1.3 Budgettering

Har ledelsen styr på sine forudsætninger for det kommende år, set i forhold til realiserede resultater?

4.1.4 Værdiansættelse

Kan markedskursen og den beregnede kurs sammenlignes?

Hvilke faktorer kan påvirke værdiansættelsen af Tivoli?

5 AFGRÆNSNING

Det vurderes, at de anvendte modeller og teorier er opgavelæser bekendt, hvorfor der afgrænses fra at beskrive dem dybere, udover den praktiske anvendelse. I forbindelse med analyserne vil der i få tilfælde være gentagelser. For at læseren ikke skal miste fokus, er det valgt at minimere referencer til andre steder i opgaven.

Da udarbejdelsen af denne opgave er påbegyndt inden afslutningen af regnskabsåret 2019, vil opgaven tage udgangspunkt i en 5 års periode med regnskabsårene fra 2014 til 2018. Informationer efter denne dato vil ikke indgå i opgaven.

Regnskabsmaterialet er indsamlet fra Tivolis hjemmeside og det vurderes til at være troværdigt med udgangspunkt i, at det er blevet revideret af PriceWaterhouseCoopers (PWC) igennem hele perioden.

Da årsrapporterne ikke er reformuleret, bliver der afgrænset fra de udregnede nøgletal fra PWC.

Da Tivoli har sin primære drift i underholdningsbranchen med selve forlystelsesparken, men også har hoteldrift og spillehaller, vil der blive afgrænset fra sammenligning med andre brancher end underholdningsbranchen.

Relevant lovgivning, lovtekster og paragraffer afgrænses fra regnskabsgennemgangen.

Der afgrænses fra decimalfejl i forbindelse med udarbejdelse af excelark, formler mv.

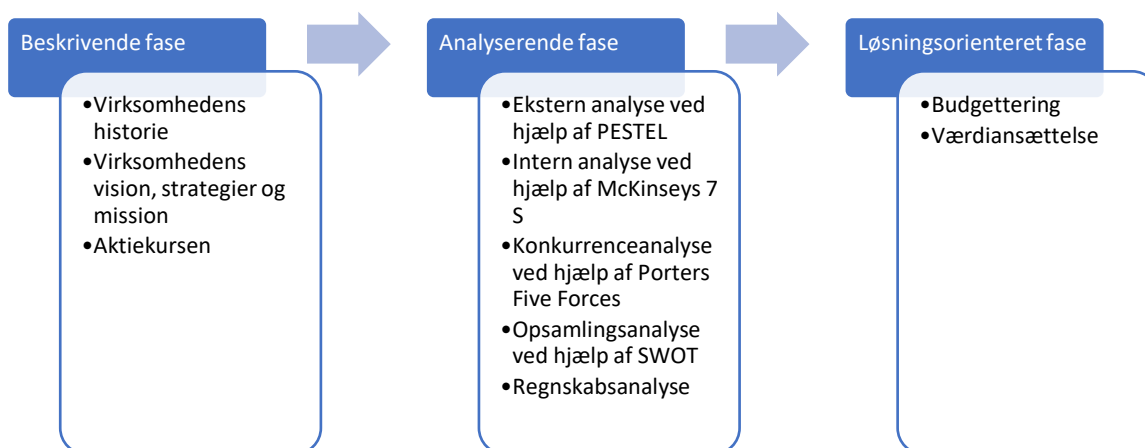
Kildeindsamlingen er sket via offentlige pressemeddelelser, samt hjemmesider på internettet såsom Wikipedia, revisorinformation, Tivolis egen hjemmeside mv.

Udover dette tages der inspiration af ældre værdiansættelsesopgaver i forbindelse med opstilling og kontrol af de udarbejdede beregninger.

6 METODE

Min opgave vil være delt op i 3 faser – en beskrivende, en analyserende og en løsningsorienteret fase.

De individuelle dele af faserne er beskrevet nedenfor:



6.1 DEN BESKRIVENDE FASE

Denne fase er for at beskrive virksomheden og give læseren en grundlæggende indsigt i hvem virksomheden er. Beskrivelsen af virksomheden vil indeholde historien om, hvordan Tivoli blev til samt kortlægge deres vision, mission, værdigrundlag og fremtidige strategier. Ejerstrukturen er beskrevet samt en graf over kursudvikling i hele analyseperioden (1. januar 2014 til 31. december 2018).

6.2 DEN ANALYSERENDE FASE

Denne fase er for at se på hvilke interne og eksterne forhold, der kan påvirke virksomheden.

For at analysere de eksterne forhold vil en PESTEL-analyse blive benyttet – denne ser på de politiske forhold (P), de økonomiske forhold (E), de sociale og kulturelle forhold (S), de teknologiske forhold (T), de miljømæssige forhold (E) og de lovgivningsmæssige forhold (L).

Efter PESTEL-analysen vil jeg se mere ind i virksomheden via McKinseys 7 S-modellen. Denne model bruges til at vurdere de interne forhold ved at se på virksomhedens medarbejdere (Staff), ledelsesstil (Style), færdigheder (Skills), IT-systemer og sammenkobling (Systems), værdier (Shared values), strategi (Strategy) og struktur (Structure).

Denne model kan anvendes, da den giver os en vigtig indsigt i de hårde og bløde faktorer og hvordan disse påvirker og gensidigt påvirkes af ledelsen og kulturen.

Virksomhedens konkurrenceevne analyseres ved hjælp af Porters Five Forces. Denne vil afdække forhandlingsstyrke hos aftagerne/kunderne samt leverandørerne, truslen fra nye aktører, trusler fra alternative produkter og branchen i sin helhed. Modellen vil give et godt overblik og være med til at danne en struktureret tilgang til analysen.

Den opsamlende analyse foretages igennem SWOT-modellen som vil opsummere Tivolis styrker (Strengths), svagheder (Weaknesses), muligheder (Opportunities) og trusler (Threats) via en matrix af resultatet af de foregående analyser og besvare underspørgsmålene fra problemformuleringen.

Regnskabsanalysen vil tage udgangspunkt i regnskabsårene 2014 – 2018 og med hjælp fra reformulering af årsrapporterne og dekomponering af ROE ved hjælp af DuPont-pyramiden vil jeg se nærmere på Tivolis finansielle nøgletal. ROE er det nøgletal, der bedst anvendes til brug for at sammenkoble rentabiliteten og de forskellige risikoparametre. Regnskabsanalysen vil vise udviklingstendenserne og skal være trappetrin mod budgettering og senere værdiansættelse af Tivoli.

6.3 DEN LØSNINGSORIENTEREDE FASE

Ved at kombinere de to forudgående analysedele – den strategiske og den regnskabsmæssige analyse er grundlaget til budgettering og senere værdiansættelse af Tivoli lagt. Ved hjælp af budgetteringen vil de fremtidige forventninger til cashflow og indtjening blive kortlagt med udgangspunkt i strategierne og tendenserne for udviklingen. Reformuleringerne af de seneste 5 årsrapporter vil danne basis for budgetteringen. Jeg har valgt at begrænse budgetteringen til at indeholde 5 års regnskaber, da underholdningsindustrien har et svingende marked.

Værdiansættelsen sker med baggrund i budgetteringen og diskonteringsrente WACC. Der vil være fokus på værdiansættelsesmetoden den indirekte DCF-model, samt den alternative indirekte RIDO-model.

DCF-modellen er den mest anvendte og RIDO er inkluderet for at understøtte resultatet fra DCF-modellen.

7 VIRKSOMHEDSBESKRIVELSE

7.1 TIVOLIS HISTORIE

I 1841 fik Georg Carstensen tilladelse fra Christian d. 8. til at anlægge et forlystelsesetablissement i København, samtidig fik han tilladelse fra Københavns guvernør von Hessen til at benytte jorden. Georg Carstensen havde fundet inspiration til denne anlæggelse fra sine rejser rundt omkring i Europa, hvor de større byer havde fået sådanne underholdningsparker etableret siden 1700tallet til stor morskab for borgerne.

D. 1. maj 1843 begyndte det store arbejde med at få fjernet fæstningsterrænet ved Vesterport, og så snart som d. 15. august samme år åbnede Georg Carstensen dørene til det, som skulle blive en af Københavns mest populære attraktioner – og stadig er det den dag i dag.

Udformningen af Tivoli var en blanding af utrolige landskabelige scenarier, lette pavilloner og udsigtsposter. Georg Carstensen fik inspirationen til navnet Kjøbenhavns Tivoli og Vauxhall fra en forlystelseshave i Paris og Londons Vauxhall park. Tivoli er en landsby i nærheden af Rom, hvor kejser Hadrian havde en sommervilla med smukke haveanlæg og vandfald. Forlystelseshaverne i 1800-tallet fik typisk navne, som satte den rette stemning for gæsterne til at underholdes af de fremmedartede bygninger, musikken og de fantastiske illusionsnumre i Haven.

H.C. Stilling, en ung arkitekt, anlagde og opførte bygningerne i det danske Tivoli. Flere af bygningerne og pavillonerne var designet af Georg Carstensen selv. Der var blandt andet et pantomimeteater til at more de besøgende, og hver dag spillede H. C. Lumbyes orkester.

Selvom den første sæson i Tivolis historie kun var ganske kort – den sluttede allerede d. 11. oktober – havde der allerede været næsten 175.000 besøgende igennem. Endog en velkendt af slagsen – H. C. Andersen, som fandt inspiration i Haven til Nattergalen – hans ”kinesiske eventyr”.

Da Georg Carstensen i 1848 drog i krig i Slesvig, valgte Tivolis bestyrelse – mod Georg Carstensens vilje – at overtage kontrollen med Tivoli. Da de aldrig kom på talefod igen, besluttede Georg Carstensen at åbne en konkurrerende forlystelsespark ved navn Alhambra på Frederiksberg. Han fik dog aldrig selv set parken åbne dørene for befolkningen, da han døde af lungebetændelse i 1857 blot 44 år gammel. Alhambra holdt åbent i 12 år, men pga. den stærke konkurrence fra Tivoli gik det herefter konkurs.

Ingen af de bygninger, Georg Carstensen designede i Tivoli eksisterer den dag i dag. Det nuværende pantomimeteater, som blev bygget i 1874, er Havens ældste bygning.

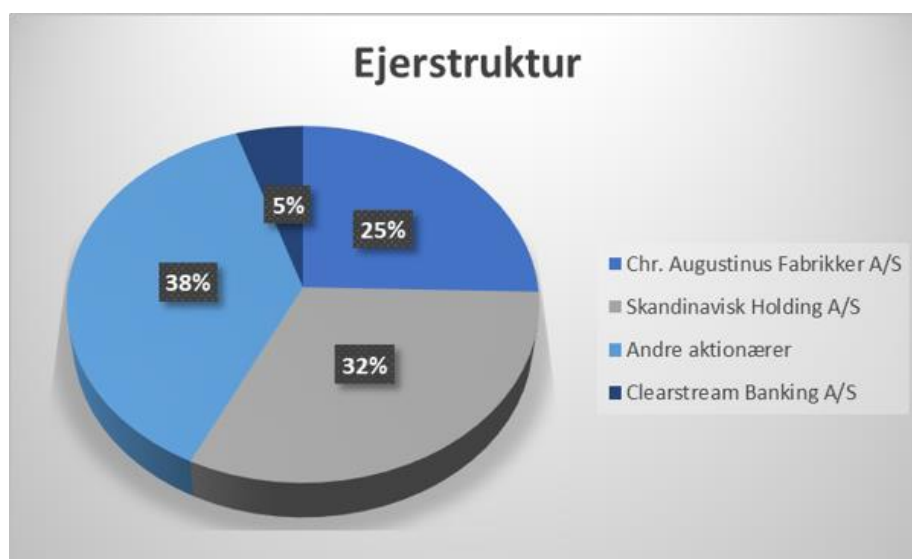
Der er naturligvis sket utrolig mange ændringer gennem årene. Til at starte med eksisterede der kun to forlystelser i hele Haven – en karrusel og en rutsjebane, der varede 7 sekunder. Som teknologien og publikums forventninger er vokset, således er også Haven. Den nuværende rutsjebane, som blev bygget i 1914, er i dag et af Tivolis mest populære varemærker. Men den har også ændret sig undervejs. I 1920'erne blev banens udseende ændret, da Københavns kommune ikke fandt det passende, at det første byens gæster så, når de trådte ud fra Hovedbanen var et falsk bjerg i en forlystelseshave. I forbindelse med rutsjebanens 100-årsdag i 2014 blev den dog ændret tilbage til den oprindelige rutsjebane.

Tivolis profil som national forlystelsespark blev styrket under 2. Verdenskrig, hvor Haven blev set som et fristed, hvor man kunne slappe af og forsøge at glemme krigen for en stund. Desværre var tyskerne ikke af samme indstilling og i 1944 blev der detoneret et større antal bomber i Tivoli, som blandt andet ramte Koncertsalen. Genopbygningen gik dog hurtigt og allerede 2 uger senere kunne Tivoli igen åbne for gæster. De mange restriktioner fra tyskerne formåede Tivoli at undgå og forblev åben – mere populær end nogensinde. I efterkrigstiden eksploderede besøgstallet og i begyndelsen af 1970'erne var det helt oppe over 5 mio. besøgende. Tivoli fulgte med den stigende turisme og forstærkede både bebyggelser og udnyttelsen af Havens arealer.

Desværre faldt det årlige resultat til et utilfredsstillende niveau i 1990'erne, og man satte en række initiativer i værk for at rette op på det. Blandt andet åbnede man for første gang dørene for Tivolis julemarked i 1994. Blot 5 år efter var besøgstallet til julemarkedet alene oppe på 600.000. I 2006 havde Halloween i Tivoli premiere, med et besøgstal på 250.000 gæster det første år.

Tivoli er fortsat Danmarks mest besøgte seværdighed, både for turister og lokalbefolkningen.

7.2 EJERSKAB OG KURSUDVIKLING



Tivoli A/S er et børsnoteret aktieselskab. Pr. 31.12.2018 fordelte aktiebesiddelserne på over 5% sig sådan: Skandinavisk Holding ejer 31,8 % af aktiekapitalen, Chr. Augustinus Fabrikker ejer 25,4 %, Clearstream Banking A/S Nominee ejer 5% og resten af kapitalen er fordelt på ca. 20.000 aktionærer, der får udbytte næsten årligt. Hvis man er i besiddelse af mindst 100 aktier får man desuden aktionærkort til Tivoli, som bl.a. giver gratis adgang for dig og en ledsager pr. dag.

Chr. Augustinus Fabrikker har også en ejerandel på 65% af Skandinavisk Holding A/S, og er dermed både direkte og indirekte ejer af Tivoli A/S. Danske Bank er en af de 20.000 aktionærer og har en ejerandel på mellem 4-5%. Tivoli A/S indgår i koncernregnskabet for Chr. Augustinus Fabrikker aktieselskab.

Tivolis bestyrelse består af:

Formand Tom Knutzen, tiltrådt som formand i 2018. 250 aktier i Tivoli.

Næstformand Mads Lebech, tiltrådt som næstformand i 2010. 10 aktier i Tivoli.

Bestyrelsesmedlem Claus Gregersen, indtrådt i bestyrelsen i 2018. 735 aktier i Tivoli.

Bestyrelsesmedlem Ulla Brockenhuus-Schack, indtrådt i bestyrelsen i 2009. 100 aktier i Tivoli.

Bestyrelsesmedlem John Høegh Berthelsen, indtrådt i bestyrelsen i 2008. 0 aktier i Tivoli.

Bestyrelsesmedlem Tue Krogh-Lund, indtrådt i bestyrelsen i 2015. 0 aktier i Tivoli.

Administrerende direktør Lars Liebst, udnævnt i 1996.

Den øverste ledelse og bestyrelsen har kun et begrænset antal aktier, og de bestemmende poster opnår dermed ikke en privat økonomisk fordel ved at udlodde udbytte.

7.2.1 Aktiekursens udvikling

Fra starten af 2014 til slutningen af 2018 er der sket en stigning af aktiekursen fra 296,6 til 632.





7.3 VISION

At have en vision er at kunne forestille sig, hvor man gerne vil hen i fremtiden – og hvordan det effektueres.

Tivolis vision er: Vi vil være et førende, internationalt oplevelsesbrand.

Så Tivoli vil være en del af den absolutte elite i den internationale oplevelsesbranche. Det er de formentlig ikke de eneste, som vil – så hvad adskiller Tivoli fra de andre? Hvad er det, der gør Tivoli til en unik oplevelse? Og hvordan vil de skabe – eller fortsætte med at skabe – unikke oplevelser for deres gæster. Alle gæster er jo forskellige, og vægter ikke nødvendigvis de samme ting højest.

7.4 MISSION

En mission beskriver firmaets funktion, hvad er det vi gør lige nu og her – hvem gør vi det for og hvordan gør vi det?

Tivolis mission er: Vi vil betage vores gæster

Det stemmer jo fint overens med visionen – hvis ikke gæsterne er glade og tilfredse, (for-)bliver Tivoli aldrig en del af den internationale elite. Det giver sig selv. Hvordan får man så betaget gæsterne gang på gang?

For eksempel ved hele tiden at forny sig, ved at skifte mellem de forskellige sæsoner – Halloween, Julemarked, Vinter i Tivoli og sommer, ved hele tiden at booke nye, spændende bands til Fredagsrock, ved at opsætte nye musicals i Koncertsalen etc., så stamgæsterne hele tiden har noget nyt at se frem til – og for at lokke nye gæster til, som måske kan blive stamgæster på sigt.

Tivolis brand

Danskerne har høje forventninger til Tivolis ydelser og alt, hvad de foretager sig. At Tivoli møder de høje forventninger, er i den grad grundlæggende for, at Tivoli har så stor, vedvarende succes.

Forretningen Tivoli består af 4 grundelementer:

Haveanlæg & arkitektur

Forlystelser & spil

Kultur & underholdning

Mad & drikke

En del af forlystelserne i Haven er spil, tombolaer, skydetelte og spillemaskiner.

Tivoli kan gennemgående tilbyde en bred vifte af ydelser, så der er noget for enhver smag hos deres gæster.

7.5 VÆRDIGRUNDLAG

Tivoli har beskrevet nogle retningslinjer, som supplement til deres vision og mission. Deres værdigrundlag indeholder et ønske om at Tivoli skal associeres med disse punkter:

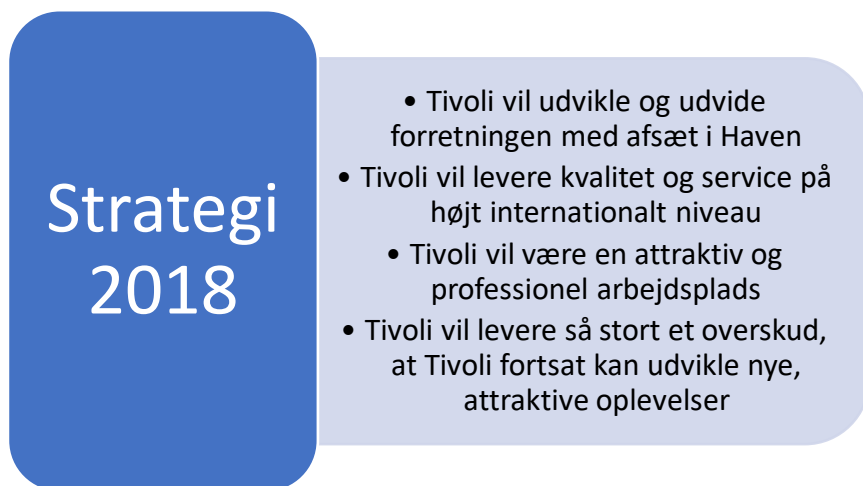
- Høj kvalitet af ydelser og produkter
- Høj standard for service
- Unikt design
- Sikkerhed og tryghed
- At betage
- Engagement
- Være enestående, unik, førende
- Tradition
- Fornyelse
- Mangfoldighed

Tivoli ønsker at skabe et sted, hvor både unge og gamle får en positiv oplevelse i underholdningens tegn. Gæsterne er altid i fokus, med deres forskelligheder og præferencer – uanset om dette angår kultur, fødevarer, om man værdsætter forlystelser eller udsmykning etc. Gæsternes oplevelse og sikkerhed skal supplere hinanden og medarbejderne skal ligeledes føle sig trygge og have et godt arbejdsmiljø.

7.6 STRATEGI

Tivolis fremadrettede strategi skal være en kombination af vision, mission og brand. Vision og mission skal overføres til konkrete handlinger. Tivolis strategi ligger fast for en 3-årig periode ad gangen.

Strategien tager udgangspunkt i Haven og har fire grundlæggende målsætninger:



En del af Tivolis strategi har længe været, at man ønskede at blive en helårsforlystelse, og i 2018 blev dette endelig effektueret, da man åbnede for Vinter i Tivoli for første gang – med omkring 10.000 besøgende pr. dag. Tivoli har hermed åbent i hvert af de fire kvartaler.

Et andet ønske har været at udvikle de digitale løsninger. Blandt andet er det nu muligt med et digitalt Tivolikort, så man altid har kortet på sig, hvis man henter Tivolis app. Men det stopper ikke der – Tivoli ser også på mulighederne indenfor bl.a. Virtual Reality, Augmented reality og diverse former for spil.

De fire dele af Tivolis strategi kan uddybes sådan:

Tivoli vil levere kvalitet og service på højt internationalt niveau – dette viser, at Tivoli ønsker at kunne måle sig med udenlandske konkurrenter på oplevelsen i forlystelseshaven, både i forhold til forlystelserne, spisestederne, kulturen og indretningen og udsmykningerne.

Tivoli vil være en attraktiv og professionel arbejdsplads – dette taler direkte til medarbejderne, og giver dem et løfte om hvordan Tivoli ønsker at fremstå som arbejdsplads. Det forpligter ledelsen til at lytte til medarbejderne, for både at fastholde de nuværende, men også for at kunne tiltrække fremtidige medarbejdere.

Tivoli vil udvikle og udvide forretningen med afsæt i Haven / Tivoli vil levere så stort et overskud, at Tivoli fortsat kan udvikle nye, attraktive oplevelser – dette viser, at Tivoli ønsker at vokse og udvikle sig sammen med både gæsterne og medarbejderne. Tivoli skal til stadighed leve op til forventningerne fra deres gæster – både danske og internationale, og alle skal have en god oplevelse, så de giver fortællingen om Tivoli videre. Georg Carstensen sagde allerede ved Havens anlæggelse at ”Tivoli bliver aldrig færdig”. Det er en attraktion i konstant udvikling.

Tivoli har i 2018 også udvidet brugen af både Glassalen og Koncertsalen, hvilket har givet det højeste antal besøgende til de to sale – omkring 400.000. Derudover har de udviklet sig på andre forretningsområder, bl.a. med erhvervelsen af 50% af rettighederne til Rasmus Klump figuren, som fremover skal bo i Tivoli.

I 2018 blev København udpeget af Lonely Planet som byen, man absolut skal besøge. En af de vigtigste grunde for udvælgelsen er kombinationen af Vinter i Tivoli og Copenhagen Light Festival, som gør februar måned til noget helt særligt i København. Når København og Tivoli bliver nævnt på en sådan måde, skaber det øget fokus på byen og medfører et stort krav til infrastrukturen, så turisterne har nemt ved at komme rundt. Det er afgørende, at der fortsat er stor opmærksomhed på dette område fra myndighedernes side, så turismen i København fortsat kan udvikle sig, til gavn for os alle.

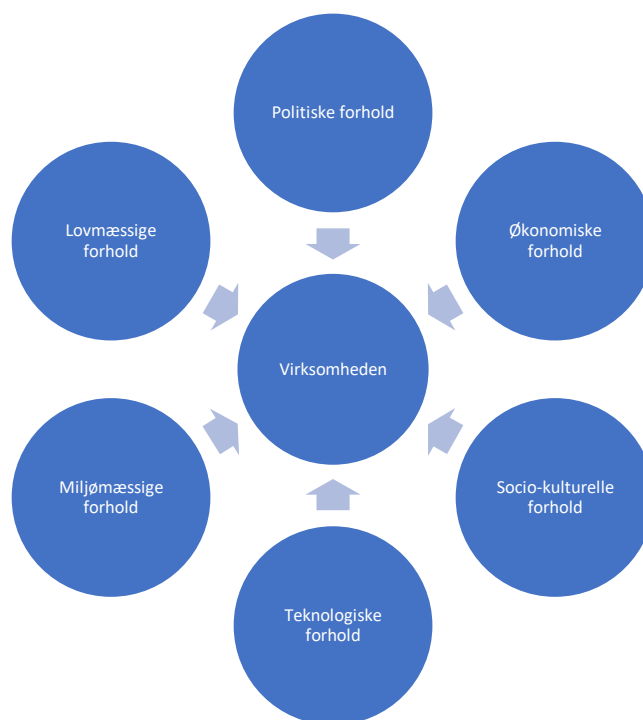
Tivoli sluttede 2018 med et besøgstal på 4,85 mio. – en stigning på 11% fra 2017, og det højeste besøgstal i nyere tid. Dette bekræfter bl.a. strategien om at blive en helårsvirksomhed.

Tivoli har været sårbar overfor det skiftende vejr i løbet af året, og en måde man kunne øge omsætningen i første kvartal var at få udnyttet de bygninger, der ellers var tomme. Starten af året har tidligere været tiden til ombygninger og reparationer, så omkostningstungt uden anden indkomst end fra de enkelte forretninger i udkanten af Haven, hvor der var adgang fra gaden. Nimb hotel og de tilhørende restauranter samt Nimb Roof har givet øget aktivitet året rundt. Ligeså er det Nimb, der står for Tivolis selskabsafdeling, Nimb Event. Tivoli har udvidet deres lokaler i 2018 til også at omfatte flere lokaler i Axelborg, som bruges til diverse møder og selskaber, og altså også er tilgængelige året rundt.

I 2008 indgik Tivoli et strategisk partnerskab med Arp-Hansen Hotel Group om Tivoli Hotel – dette partnerskab passede sin 10-års dag i 2018, og hotellet rummer nu knap 700 værelser samt et kongrescenter.

I slutningen af 2017 åbnede Tivoli Hjørnet, som er et byggeri på hjørnet af Bernstorffsgade og Vesterbrogade, bl.a. med Tivoli Food Hall med 16 forskellige spisesteder, en udvidelse af Nimb Hotel med 21 nye værelser med udsigt over Tivoli, Espresso House, en Sticks n' Sushi og en italiensk restaurant; Vapiano. Disse har også adgang fra gaden, så de kan benyttes året rundt, uanset om Haven er åben eller ej.

8 PESTEL-ANALYSEN



8.1 POLITISKE FORHOLD

De politiske forhold handler om forholdene omkring Christiansborg, dansk lovgivning, kriser og købekraften hos forbrugerne.

Den økonomiske krise har haft massiv indflydelse på Tivoli, både direkte og indirekte, men der er trods alt kommet gang i forbruget igen, via Statens hjælpepakker som f.eks. håndværkerfradraget, bankpakker og vækstpakker. Den danske borger skal have større råderum for at kunne løfte forbruget. Tivoli vil have gavn af dette, da det vil betyde flere gæster og et større forbrug pr. gæst.

Samtidig er der forhold, der spiller ind imod forbruget, så som øgede skatter og afgifter, f.eks. på fødevarer og afgifterne på sukker og alkohol. Når huse og biler bliver dyrere og udgifterne til dagligvarer stiger, bliver man tilsvarende nødt til at sortere noget fra. Dette er ikke ensbetydende med, at man slet ikke foretager sig noget kulturelt – det kan måske bare være, at man kun tager i Tivoli én gang om året, frem for flere gange.

Tivoli har desuden fokus på handelsreguleringer med udlandet og afgifterne på byggeri i andre lande. Trods Tivolis danske profil og støtte til dansk arbejdskraft, udarbejdes forlystelserne i udlandet og transporteres

til Danmark. Den danske krones værdi overfor USD og EUR har også en betydning. EUR ligger nogenlunde fast, mens USD er variabel.

Samarbejdet mellem Tivoli og Københavns Kommune er yderst vigtigt. Der skal søges tilladelse i forbindelse med kommende udvidelser. Også selvom Tivoli selv ejer grunden, Tivoli er bygget på.

Det kan tage op til 3 år at få godkendelser igennem fra kommunen, så der er en betydelig tidsramme ift. planlægning af fremtidige udvidelser. Tivoli har dog stor betydning for København og for byens status i forhold til omverdenen. Dermed ikke sagt, at Tivoli får frit spil ift. udvidelser, som også blev tydeliggjort i 2007, da opførslen af et luksushotel i parken blev afvist af et politisk flertal. Ligeledes har projektet med at åbne Hjørnet på Vesterbrogade / Bernstorffsgade været afhængigt af støtte og godkendelse fra politisk side.

Der starter altså et stort politisk spil med økonomisk dyre handleplaner, hver gang Tivoli fremlægger nye ideer og ønsker til udvidelser.

Tivolis beliggenhed har også tit store konsekvenser. Der er tidspunkter på året, hvor hele centrum af København "lukker ned" f.eks. ved VM i halvmaraton i 2014, hvor Tivoli valgte at rykke åbningen af Haven til den følgende uge. Gaderne omkring Haven bliver lukket for al trafik, og dette gør det unægtelig mere besværligt for parkens personale og gæster at komme frem. Tivoli er naturligvis i tæt dialog med Københavns kommune om dette ved hvert eneste arrangement.

8.2 ØKONOMISKE FORHOLD

Der er jo en del af de økonomiske forhold, som også spiller ind under de politiske forhold. Men også bankernes kreditvillighed, spisestedernes økonomi og efterspørgslen på oplevelser i Tivoli tæller med.

Bankerne har ændret deres politik for udlån markant efter finanskrisen. Bremserne er slået i og man fokuserer skarpt på at låne ud til de rigtige kunder. Hvor hårdt Tivoli har været ramt af dette er svært at vurdere udefra. Men strategimålet med at kunne skabe så stort overskud at man stadig har mulighed for at udvikle Tivoli som ledelsen ønsker kunne godt være et tegn på, at Tivolis udviklingsplaner ikke er bakket fuldt op af Danske Bank, som er deres primære finansielle samarbejdspartner. Større overskud giver større muligheder for forbedringer og fornyelser. Ligeledes giver det muligheder for at minimere unødvendige omkostninger ved optagelse af lån og kreditter i banken, større mulighed for egen bestemmelse i forhold til investeringer. Det giver en forbedring af nøgletallene og dermed opnår de en bedre kredit rating i banken, som så kan benyttes til at forhandle de eksisterende vilkår.

Spisestedernes økonomi er også påvirket – da disse er mindre, individuelle virksomheder, har de ikke lige så stort økonomisk grundlag, hvis de møder modstand fra bankerne eller et fald i antal af gæster og dermed indtjening.

Forbrugernes økonomi har, som sagt, stor betydning for Tivolis egen økonomi. For mange er det at tage i Tivoli en luksus mere end en hverdagsting. Det er en begivenhed, hvor man samler familie eller venner og tager derind sammen. Dermed er det også påvirket af gæsternes økonomiske rådighed. En intern undersøgelse i 2012 viste, at trods finanskrisen havde forbrugerne midlerne – men de valgte at holde sig tilbage og spare på pengene, hvilket giver en nedgang i hele samfundets økonomi. Men også turismen har stor indflydelse, hvis turismen falder, som den naturligt også gør igennem en finanskrise, hvor folk fra udlandet heller ikke rejser så meget som tidligere, giver det selvfølgelig også et fald i besøgende, ikke kun i Tivoli men i hele Danmark.

Vi har i Danmark et højere prisniveau i forhold til nogle af vores nabolande, og turister er dermed mere tilbøjelige til at vælge os fra – især i en finanskrise, hvor man måske foretrækker at tage et billigt sted hen, frem for slet ikke at komme afsted.

8.3 SOCIO-KULTURELLE FORHOLD

Hvert år offentliggør Tivoli deres CSR-rapport (Corporate Social Responsibility report). Rapporten oplyser både internt og eksternt om de forhold, Tivoli agerer under i relation til de sociale og kulturelle dele af virksomheden. Tivoli er en ledende kulturinstitution i Danmark, og det forpligter til en ansvarlig adfærd både overfor gæster og medarbejdere, i forhold til miljø og kulturarv.

Årsregnskabslovens §99a kræver, at CSR-rapporten forholder sig til fire obligatoriske emner, nemlig:

Menneskerettigheder, Miljø og Klima, Sociale forhold og Antikorruption.

Tivolis CSR-politik er tredelt, og forholder sig til tre hovedpunkter med dertilhørende underliggende målepunkter:

Gæster

- Gæsteservice, Sundhed og Helse, Tilgængelighed, Sikkerhed, Kvalitet

Det er vigtigt for Tivoli at der udvises en respektfuld og hensynsfuld adfærd overfor Havens gæster. Alle mødes med respekt og uden fordomme, for at skabe de bedste rammer for den gode gæsteoplevelse.

Tivoli ønsker at have sunde muligheder for deres gæster, og Tivoli F&B (Food & Beverage) prioriterer bæredygtig restaurantdrift med økologi og dyrevelfærd, der er ligeledes konstant fokus på at være

ressourcebevidst og undgå madspild.

Tivoli ønsker at være tilgængelig for alle, og imødekommer personer med diverse handikaps eller nedsat funktionsevne ved at opføre lifte og ramper, hvor fremkomsten er besværliggjort, og der er indført en ledsageordning, så handikappede gæster kan medbringe deres egen hjælper.

Der kan forekomme driftstop på forlystelserne enten af tekniske årsager eller pga. vejret. Der udføres hyppige tilsyn fra myndighederne og alle driftstop forsøges at blive afviklet til mindst mulig gene for gæsterne. Der foretages jævnligt risikovurderinger og øvelser for at undgå, begrænse og standse sikkerhedshændelser.

Kvaliteten af en tur i Tivoli er jo en individuel vurdering for den enkelte gæst, men den baseres på en række faktorer som f.eks. renlighed, trængsel, tilgængelige forlystelser, serviceniveau og vejret. Vejret kan Tivoli desværre ikke gøre så meget ved, men de andre punkter er noget, der arbejdes med til stadighed.

Medarbejdere

- Arbejdsmiljø, Mangfoldighed, Sundhed og Helse, Uddannelse

Tivoli ønsker et sundt psykisk og fysisk arbejdsmiljø. Sikkerheden for gæster og medarbejdere har højeste prioritet, og der arbejdes løbende med forbedringer, både fra virksomheden og den enkelte medarbejders side.

Tivoli ønsker at være en rummelig arbejdsplads uden diskrimination. Tivolis gæster kommer fra alle dele af samfundet, og dette skal medarbejdersammensætningen også afspejle. Tivoli tilstræber diversitet, uden markant slagside for hverken køn eller etnicitet, men vil naturligvis altid ansætte de bedst kvalificerede medarbejdere.

Tivoli ønsker at fremme sundheden blandt medarbejderne, men det er i sidste ende altid medarbejderens eget valg. Der er dog diverse tilbud af forebyggende og helbredende art til medarbejderne.

Tivoli lægger stor vægt på at kompetenceudvikle sine medarbejdere for både at fastholde og kunne rekruttere nye.

Omverden

- Naboskab, Kulturhistorisk bevidsthed, Miljø, Velgørenhed, Ansvarligt spil, Leverandørforhold, Korruption

Tivoli ønsker at udvise en hensynsfuld og respektfuld adfærd overfor sine naboer, både med hensyn til støj, trafik, renholdelse og andre emner, der kan påvirke Tivolis naboer og andre, der færdes i området. For at undgå konflikter tilstræber Tivoli en god dialog med både naboer og kommunale forvaltninger, samt det politiske niveau.

Tivoli ønsker at bevare sin position som Danmarks vigtigste turistattraktion og national kulturarv. Det er en balancegang mellem tradition og fornyelse. De ældre bygninger og omgivelser skal bevares, mens udviklingen er en forudsætning for Havens overlevelse, men foretages altid under hensyn til kulturarven.

Tivoli ønsker at begrænse sin negative miljøpåvirkning mest muligt og bidrage positivt, hvor det kan lade sig gøre. Udfordringerne vurderes løbende og der arbejdes systematisk med løsninger og forbedringer.

De velgørende formål, som Tivoli vælger at støtte, vedrører udsatte børn og deres familier.

Tivoli ønsker at fremme ansvarligt spil ved at sikre samvittighedsfuld implementering af alle regler og krav fra myndighederne.

Tivoli ønsker at tilskynde sine leverandører til ansvarlig adfærd. Det gælder både hvad angår pris, service, kvalitet, leveringstid, leveringssikkerhed, miljøpolitik, arbejdsmiljøpolitik og etiske spørgsmål med alt, hvad det indebærer.

Tivolis ledelse tager afstand fra korruption og bestikkelse. Der er lavet en gavepolitik, og i Tivolis indkøbspolitik er der også fastlagt regler for samhandel med personer, der står en nær, som familie eller venner. Der er desuden indført en whistleblowerordning i 2016.

I 2018 er der tilmed implementeret et internt Code of Business Conduct for at styrke Tivolis basis for bæredygtig virksomhedsdrift. Ved at styrke og systematisere Tivolis compliance – efterlevelse af krav – og Good Governance – god selskabsledelse, beskyttes Tivolis aktiver og brand.

Deri uddybes hvordan Tivoli skal overholde og implementere visse lovkrav, styrende principper og politikker, som er grundlæggende for virksomheden. Tivolis forretningsetik, integritet, troværdighed og bevarelse af omdømmet som anerkendt oplevelses- og kulturinstitution, arbejdsplads og forretningspartner konkretiseres.

Den beskriver yderligere, hvilke forventninger man kan have til Tivoli som virksomhed, hvilken adfærd der kan forventes af medarbejderne.

Tivolis målgrupper har ingen aldersbegrænsning. Dog er det primært børnefamilier, forretningsfolk, kulturinteresserede og koncertgængere.

Tivolis mål er at kunne arrangere oplevelser, der rammer bredt i målgrupperne. Der er lavet forskellige muligheder for at købe Tivolikort, som blandt andet tilgodeser familier med børn, f.eks. Wildcard hvor man altid får turpas med ved indgangen og gratis kan medbringe to børn i alderen 3-7 år.

Ifølge Danmarks Statistik¹ har der været et dyk i antallet af fødsler i Danmark over de seneste 10 år – dette tal er dog på vej op igen. Men en vedvarende udvikling af den kaliber kan naturligvis have stor betydning for forlystelsesparker, hvis største målgruppe er børnefamilier. Hvis danskerne vælger ikke at få så mange børn som tidligere – formentlig fordi der er større fokus på at skabe en karriere og tage på udlandsophold før man slår sig ned og får familie, vil det give Tivoli en mindre kernemålgruppe.



Fokus har ændret sig for forretningsfolk til nu at handle om erhvervsklubber og netværk samt tæt samarbejde med nogle af spisestederne. Det er blevet muligt for virksomheder at sende deres medarbejdere på teambuilding i Tivoli og afholde andre medarbejderarrangementer. Tivoliakademiet, som hører under Tivolis CEM (Customer Experience Management), tilbyder kurser i den gode gæsteoplevelse. Kursisterne får ikke kun en teoretisk undervisning i CEM – de kommer også ud i Haven og kan prøve teorier og metoder af i virkeligheden.

Koncertgængerne er en anden gruppe, som har fået stort fokus på det seneste. Fredagsrock bliver mere og mere populært med store, internationale navne som tiltrækker flere og flere gæster.

8.4 TEKNOLOGISKE FORHOLD

Her tages udgangspunkt i intern teknologi samt de eksterne og private teknologiske muligheder.

Teknologien er i konstant rivende udvikling. Det, der er nyeste model i dag, er forældet i morgen. Det kræver en del at holde sig opdateret og være med i front. Det gælder både teknologi til privat brug som mobiltelefoner og tablets, men også med henblik på forlystelserne. Der ligger en kæmpe udfordring i at

¹ <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

følge med i udviklingen og mulighederne indenfor den digitale underholdning. Forlystelserne i parken skal udvikles og lokke gæsterne til parken for at få vildere oplevelser, end de kan få derhjemme. I det private har folk nu mulighed for selv at skabe en virtuel verden med 3D briller, smart TV og konsoller, og man kan få forbindelse med venner i andre byer, eller møde folk fra andre lande og underholde sig sådan.

Tivoli har en opgave i at kunne løsrive folk fra underholdningen derhjemme, og samtidig tilbyde forlystelser der inkorporerer de samme teknologier. Hvilket også er en modsigelse i sig selv, da den over 100 år gamle rutsjebane, som er bygget i træ, uden den mindste form for smartteknologi, fortsat er Havens mest benyttede forlystelse.

Tivoli på internettet skal ligeledes være opdateret konstant – hjemmesiden er første stop for mange, inden de overhovedet tager afsted mod Haven – enten for at undersøge åbningstider, priser for indgang og turpas, for at kigge på kortet over parken og forlystelserne, købe billetter eller checke programmet for Fredagsrock. Hjemmesiden skal fungere upåklageligt, være nem at navigere rundt på, og være indlysende og informativ for brugerne.

Tivoli har også udnyttet muligheden for at skabe en webshop til de produkter, der er udviklet i samarbejde med Normann Copenhagen. I 2018 lancerede de produktlinjen "Tivoli", som er en produktlinje af ting til hjemmet i moderne design af høj kvalitet. Designet er inspireret af Tivolis mange detaljer på underfundige og underforståede måder i service, vaser og tekstiler. Træfigurerne af Columbine, Pjerrot og Harlekin er dog direkte i sammenhæng med Tivoli.

TivoliCasino.dk bliver også til stadighed stærkere på onlinespilmarkedet, med over 350 forskellige spil.

8.5 DE MILJØMÆSSIGE FORHOLD

Gennem de seneste år er kravene til virksomheders miljøbevidsthed steget eksplosivt.

Den negative miljøpåvirkning skal gerne begrænses mest muligt. Gennem miljø- og klimapartnerskaber undersøges mulighederne løbende for at skabe forbedringer indenfor bl.a. energi, affald og kemikalier. De miljøudfordringer, der findes nu, og dem der opstår i fremtiden skal løses hurtigt og effektivt. Tivoli arbejder systematisk med at løse de udfordringer, der kan være på dette område, ligesom der arbejdes med at eliminere risici for pludseligt opståede miljøhændelser som kemikalieudslip, vandspild og lignende.

Tivoli har lavet handleplaner ud fra forskellige opstillede scenarier med denne type af hændelser.

I 2018 blev 46.300 glødepærer skiftet til LED, hvilket har givet en samlet besparelse på 189.008 KWh.

Desuden indgik Tivoli en aftale med Ørsted, som nu leverer grøn strøm til Tivoli med henblik på fortsat at

nedbringe energiforbruget i Tivoli. Målet frem mod 2022 er, at hele Tivolis elforbrug skal dækkes med vedvarende energi fra vindmøllerne ved Avedøre Holme.

En minimering af mængden af affald, der produceres og i særdeleshed en velfungerende affaldssortering prioriteres højt. I forbindelse med åbningen af Tivoli Hjørnet er der etableret en biokværn, som gør det muligt at madaffald kan køres til forbrænding og omdannes til energi. I 2018 er 101,7 ton madaffald blevet genanvendt.

Tivoli har for flere år siden droppet engangsglas. De er gået over til at benytte genbrugsbægre, som kan afleveres i automater rundt omkring i parken og giver gæsten 5 kr retur i pant. I 2018 blev der dog ikke afleveret lige så mange bægre retur som året før, men dette skyldes samlerværdien i de nye bægre med 175-års logo på, som gæsterne har valgt at tage med hjem frem for at aflevere dem for panten.

Når aktivitetsniveauet stiger i Haven, følger vandforbruget med. Tivoli Hjørnet har givet et øget vandforbrug, og derudover havde vi en fantastisk lang, varm sommer i 2018, hvilket stillede krav til ekstra vanding af alle blomster og krukker, da disse er en stor del af udsmykningen igennem hele Haven.

Størstedelen af Tivolis vandforbrug går til madlavning, toiletbesøg, havevanding, rengøring og springvand.

Tivoli ønsker at give gæsterne sunde alternativer, og andelen af økologiske produkter stiger fortsat på de forskellige spisesteder. En stor del af den økologiske brødproduktion foregår på Tivolis eget bageri, hvilket nedbringer transport- og emballageforbruget og støtter op om den bæredygtige tankegang.

Al fadøl i Tivolis egne restauranter og barer er overgået til økologisk fadøl i samarbejde med Royal Unibrew og med udgangen af 2018 er 94% af mælk og fløde økologisk på tværs af Tivolis egne spisesteder.

8.6 LOVGIVNINGSMÆSSIGE FORHOLD

Regeringen har naturligvis en stor betydning, bl.a. i forhold til ansøgninger om fornyelser og udvidelser i parken, da der er lokalplaner for området fastsat af Københavns Kommune.

Der foreligger et regelsæt vedrørende støjregulering grundet den centrale placering i byen. Tivoli er i dialog med deres naboer omkring støjen, og tester løbende ny teknologi i forbindelse med Fredagsrock. I 2018 kom der otte klager fra Tivolis naboer omkring støj. Syv af disse omhandlede fyrværkeri og kun en enkelt omhandlede Fredagsrock. Dette til trods for at flere af koncerterne blev afviklet med et højere lydniveau end de tidligere år.

Tivoli er naturligvis også underlagt lovgivning ift. ansættelsesforhold som f.eks. funktionærloven, ferieloven, arbejdsmiljøloven, ligebehandlingsloven etc.

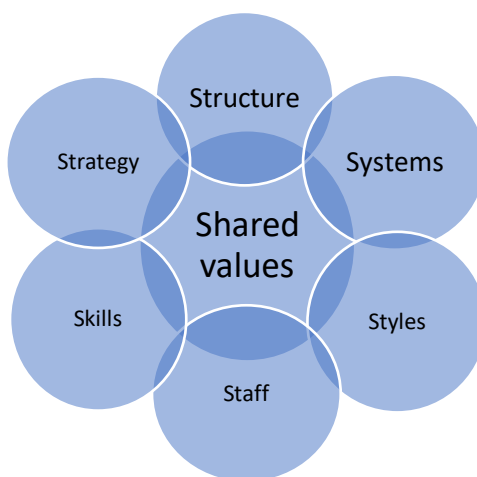
Der skal søges om bevilling til udskænkning af alkohol og loven skal overholdes ift. mindreårige. Ligeledes

har Tivoli en forpligtelse ift. Smiley-ordningen på deres restauranter.

Licensen til onlinespil på Casino TivoliOnline.dk er udstedt på Malta, men dansk lovgivning gælder fortsat i forbindelse med bekræftelsen af brugeren via NemID.

De eneste, der kan sikkerhedsgodkende forlystelser i Danmark, er Certificering og Inspektion hos Teknologisk Institut og Force Technology. Certificering & Inspektion hos Teknologisk Institut er specialiseret i teknisk gennemgang og inspektion i henhold til kravene i standarden EN 13814, som er det danske og europæiske grundlag for godkendelser af forlystelser.

9 MCKINSEYS 7 S



McKinseys 7S model giver overblik over de 7 S-faktorer, synergierne mellem faktorerne samt de fastlagte værdier og strategier.

De 7 s-faktorer defineres på denne måde:

- Shared Values – Værdier.
Defineres som Tivolis egne, faste værdier samt gæsternes forventninger til Tivoli.
- Strategy – Stragegi.
Defineres som udgangspunkt i den 3-årige strategi i Tivolis årsrapport fra 2018.
- Structure – Struktur.
Defineres i forhold til organisationen, ansvar og ledelsesansvar.

- **Systems – Systemer.**
Defineres som sammenkoblingen af systemerne i Tivoli mellem forlystelserne og betalingsstrømmene mellem de finansielle samarbejdspartnere.
- **Style – Ledelsesstil.**
Defineres som ledelsesværdier i forhold til medarbejderne, forventningerne til medarbejderne og responsen fra medarbejderne.
- **Staff – Medarbejderne.**
Defineres jf. CSR-rapporten fra 2018 i relation til medarbejdertilfredshed og service.
- **Skills – Kompetencer og ressourcer.**
Defineres ud fra hvad det kræver – har medarbejderne og ledelsen de rigtige kompetencer, og hvad er Tivoli kendt for at gøre godt.

9.1 VÆRDIER (SHARED VALUES)

Som beskrevet i Tivolis Vision, Mission og Værdier er der fastslået nogle værdigrundlag overfor medarbejderne, ledelsen og gæsterne:

- Høj kvalitet af ydelser og produkter
- Høj standard for service
- Unikt design
- Sikkerhed og tryghed
- At betage
- Engagement
- Være enestående, unik, førende
- Tradition
- Fornyelse
- Mangfoldighed
- Ansvarlighed

Det bliver til stadighed mere og mere populært blandt virksomheder at give løfter til kernemålgruppen. Værdierne skal både give et løfte internt og eksternt og være en del af styrken i Tivolis brand.

I forbindelse med McKinseys model, kan man vurdere, hvad er ideelt og hvad er realistisk. Der kan være flere faldgruber i det ovenstående. Det kræver immervæk en stærk organisation at kunne love at være enestående, unik og førende samtidig med at holde traditionerne i hævd.

Men dette formår Tivoli at gøre. Som eksempel kan vi kigge på Rutsjebanen. Som tidligere nævnt, blev Rutsjebanen fornyet i forbindelse med dens 100-årsdag. Traditionen omkring Rutsjebanen bibeholdes, idet fornyelsen består i, at den ændres tilbage til den oprindelige rutsjebane fra før 1920'erne - men for Havens gæster vil det være en fornyelse. Rutsjebanen er enestående på den måde, at kun 7 rutsjebaner i verden har en såkaldt bremsemand med på hver enkelt tur. Dvs. at en person kører med på vognen og styrer bremsen ombord. Nutidens rutsjebaner styres typisk af teknik og automatik, mens den gamle rutsjebane slet ikke får tilført energi, når først vognen er trukket op over den første bakketop. Resten af turen gennemføres ved hjælp af tyngdekraften.

Værdierne skal afspejles i selv de mindste dagligdags ting. De skal være en del af den enkelte medarbejders arbejdskultur og reflekteres i dennes service overfor gæsterne. Værdierne engagement og høj standard for service bør sidde på ryggraden af enhver medarbejder igennem hele Haven.

9.2 STRATEGI (STRATEGY)

I årsrapporten formuleres Tivolis strategi således:

- Tivoli vil udvikle og udvide forretningen med afsæt i Haven
- Tivoli vil levere kvalitet og service på højt internationalt niveau
- Tivoli vil være en attraktiv og professionel arbejdsplads
- Tivoli vil levere så stort et overskud, at Tivoli fortsat kan udvikle nye, attraktive oplevelser

McKinseys tanker om strategi handler om hvad virksomheden ønsker at udrette, og hvad skal de gøre for at opnå topmålet.

Udgangspunktet er at opnå en så stor styrke af likviditet, at Tivoli bliver uafhængige af andre samarbejdspartnere – dvs. banken og det offentlige. Derunder muligheden for et så stort frirum, at Københavns Kommune ikke blander sig i eventuelle udvidelser. En ændring af prisstrukturen omkring billetter, turpas, årskort kunne være en strategisk mulighed for at opnå et større resultat. Men dette er allerede gennemført i 2011 med massiv kritik til følge. Den nye prisstruktur fik dog, trods den store kritik, ikke besøgstallet til at falde – tværtimod. Ændringerne satte bl.a. fokus på børnefamilier, ved at børn under 8 år fremover fik gratis indgang. Dog steg prisen på indgang for alle over 8 år. Prisen på turpas blev sat til samme pris for alle.

Tivoli er allerede godt i gang med at udvide virksomheden til også at omfatte onlinespil med Tivoli Casino, som yderligere kan hjælpe med, at de rammer topmålet. Dette skaffer dem også adgang til et stigende internationalt marked – og licensen er udstedt på Malta.

Vejret har stor betydning for Tivolis besøgstal og dermed indtjeningen. Når det stormer og regner, holder danskerne sig indendørs og udsætter eller aflyser deres tur i Tivoli. Dette blev også nævnt af den daværende bestyrelsesformand, Jørgen Tandrup i årsberetningen 2017. Han skriver direkte, at 2017 vejrmæssigt vil gå over i historien som et af de vådeste år i nyere tid – et år uden megen sol og med gennemsnitlige temperaturer. Det afspejledes også i besøgstallet, som lå under det forventede. Derimod var Halloween og Jul i Tivoli velbesøgte. De nye åbningsperioder udenfor højsæsonen samt bl.a. Tivoli Hjørnet, Nimb Hotel og Tivoli Casino vil være med til at skabe en forretning i storm og regn og på alle årets dage.

Kvalitet og Service har ikke fokus på topmålet, men på gæsterne. Målet er at skabe en positiv cyklus, så gæsten har et godt besøg, bliver tilfreds og kommer igen – og bedst af alt, fortæller det videre til venner og bekendte, som også vælger at besøge Haven. Derfor tager Tivoli også enhver indkommen klage meget seriøst. Det handler dog også om at beskytte Tivolis brand, så den potentielle målgruppe ikke bliver udsat for dårlig service fra nogen med samme navn. Derfor har Tivoli fået deres varemærke registreret² som et ord - navnet Tivoli. Det kan kun lade sig gøre, hvis varemærket har en særpræget kendetegnsværdi – og det har Tivoli i høj grad. Både juridisk set og i praksis. Dermed har de også vundet en del retssager om brugen af navnet Tivoli. Det handler om varemærkebeskyttelse, om at passe på det unikke, som gør brandet til noget helt særligt og dermed opretholde den værdi, det kan skabe.

Den sidste strategi fokuserer på Tivolis medarbejdere. Glade og tilfredse medarbejdere fordrer bedre kvalitet og service, hvilket i næste led gør gæsterne glade og tilfredse og mere tilbøjelige til at bruge flere penge – hvilket giver et større overskud på bundlinjen. Dette giver igen mulighed for at udvikle Tivoli, som ledelsen ønsker.

9.3 STRUKTUR (STRUCTURE)

Struktur skaber overblik og viser, om organisationen er flad eller hierarkisk.

Direktionen i Tivoli bestod i 2018 af Administrerende Direktør, Lars Liebst og Finansdirektør Andreas Morthorst.

² <https://www.berlingske.dk/virksomheder/der-er-penge-i-navnet-tivoli>

Derudover bestod ledelsen af fem underdirektører: Annette Juhl – Jura, Dorthe W. Barsøe – Brand & Kommunikation, Jonas Buhl Gregersen – IT, Michala Svane – Salg & Marketing og Mogens C. Ramsløv – Drift, Sikkerhed og Service.

Herunder er en hierarkisk organisation. Hver del af Haven har en leder. Hver forlystelse har en leder og en eller flere medarbejdere. Man har valgt at decentralisere beføjelse og ansvar til medarbejderne. Dette hænger sammen med værdigrundlaget for Tivoli, at medarbejderne skal vise ansvarlighed og engagement og dermed påvirke strategien om, at Tivoli skal være en attraktiv arbejdsplads.

9.4 SYSTEMER (SYSTEMS)

Det er vigtigt, at alle systemerne i Tivoli arbejder sammen. F.eks. systemerne omkring forlystelserne.

Medarbejderne skal naturligvis være uddannet til at betjene dem – ellers er det til stor fare for gæsterne at benytte den forlystelse med en uvidende medarbejder. Desuden kan en forening af systemerne hjælpe til en analyse af antallet af gæster, der benytter den enkelte forlystelse, og hvordan ventetiden har været. Dette giver vigtige data til eventuelle fremtidige strategier og tiltag.

Men der tænkes også betalingssystemer. Hvordan hænger betalingsstrømmene sammen? Bruges økonomisystemerne bedst muligt i relation til leverandører og debitorer. Presses betalingsdagene i den mest fordelagtige hensigt for Tivoli? En kombineret af økonomisystemet og Nets løsninger for erhvervsvirksomheder kan optimere meget.

Som den bedst besøgte forlystelsespark i Danmark er der naturligt nok også et stort krav til Tivolis hjemmeside. Denne skal være opdateret med den nyeste information, den skal være flot og indbydende i design, og frem for alt velfungerende.

9.5 LEDELSESSTIL (STYLE)

Gør det Tivoli til et godt sted at arbejde, at medarbejderne får ledelsesansvar og beføjelser? Tager medarbejderne værdierne til sig, og kan nye medarbejdere vænne sig til dem? Hvis dette er muligt, kan Tivolis ledelse indføre og udøve værdibaseret ledelse. Her opretholdes tiltroen til den enkelte medarbejder med ansvar og beføjelser. Medarbejderne skal bruge deres sunde fornuft og vise at den tiltro er berettiget. Det handler også om, at medarbejderne selv kan træffe beslutninger overfor gæsterne. Når medarbejderen selv kan træffe beslutningen og undgå at spørge ledelsen til råds / om lov, giver det gæsten indtryk af professionalisme og gæsten får større tillid til medarbejderen. Situationen kan løses hurtigt, og gæsten kan komme tilbage til at nyde Haven. Dette hænger godt sammen med strategien om høj standard på service.

Der er dog ikke kun fordele ved denne ledelsesform. Mest almindeligt er, at medarbejderen udnytter "magten" – og så er vi tilbage ved værdigrundlaget. Det er vigtigt at medarbejderen viser engagement og ansvarlighed, og undgår at udnytte beføjelserne. Hvis medarbejderen mister "Tivoli-ånden" kan det reflektere på mindre succesfulde besøg for gæsterne, og dermed mindre indtjening og ikke opnået Topmål.

Det fremgår ikke af rapporterne fra Tivoli, hvordan – eller om – de belønner deres medarbejdere eller hvordan medarbejderne uddannes i værdigrundlag og strategi på Tivoli Skolen.

9.6 MEDARBEJDERNE (STAFF)

Direktionen og Chefgruppen har anerkendt, at for at kunne skabe overskud i firmaet, kræver det tilfredse medarbejdere. CSR-rapporten har stort fokus på medarbejderne. Der bliver bl.a. målt på arbejdsmiljø, mangfoldighed (køn, religion, etnicitet, alder etc.) samt sundhed og helse. Der er ca. 2000 faste medarbejdere på kontrakt med Tivoli – men omkring 3700 medarbejdere i alt i løbet af et år, da mange har kontrakt med restauranter og andre lejere og forpagtere.

Det er en blandet medarbejderstab af specialister til enhver funktion. Der er medarbejdere med vidt forskellige baggrunde – om det så gælder uddannelse eller etnicitet, om det er kvinder eller mænd, om de er unge – eller mere modne, håndværkere eller universitetsuddannede. Der er også mange ufaglærte medarbejdere, som netop bliver specialister i den position de har i Haven, fordi de bliver i jobbet længe. Mange medarbejdere bliver uddannet til teamledere og afdelingsledere, og det betyder ikke så meget, hvilken uddannelsesmæssig baggrund man havde, inden man startede sit job i Haven.

Tivoli prioriterer at fastholde og udvikle medarbejderne. Det gør de også ved at uddanne en stor gruppe elever og lærlinge indenfor en lang række forskellige fag. De ansætter også særligt udsatte medarbejdere, som af forskellige årsager ikke kan have et job på fuld tid.

Medarbejdertilfredsheden måles to gange årligt, men afdelingerne har altid mulighed for at bestille endnu en måling ud over de to faste målinger. På den måde kan Tivoli følge op i løbet af året, og dykke dybere ned i enkelte afdelinger, hvis det skulle være nødvendigt. I målingen arbejdes der med 8 faste udsagn, et kommentarfelt og et temaudsagn. I 2018 var temaudsagnet "Jeg føler mig ikke for stresset pga. mit arbejdsliv". 29% svarede, at de føler sig for stressede. 71% svarede, at de ikke føler sig for stressede. Derfor har der været stort fokus på arbejdet med stress og intern omgangstone. Der har været afholdt morgenmøder og workshops om stressforebyggelse. Alle medarbejdere i Tivoli har derudover fået adgang til et omfattende e-learning-modul om stressforebyggelse.

I trivselsmålingen i slutningen af 2018 svarede 90% "næsten altid sandt" eller "ofte sandt" på spørgsmålet "Alt i alt mener jeg, at Tivoli er et godt sted at arbejde". Et positivt resultat, der kommer af, at der har været

fokus på de fire målepunkter; Arbejdsmiljø, Mangfoldighed, Sundhed og Helse, Uddannelse hos medarbejderne.

Det fysiske arbejdsmiljø skal indeholde de korrekte arbejdsstationer og hjælpemidler, som er nødvendige for, at jobbet kan udføres. Via en kombination af Arbejdsmiljøorganisationen og den årlige medarbejderundersøgelse, holder ledelsen en god dialog med medarbejderne, så eventuelle udfordringer kan løses.

Medarbejdernes sikkerhed hører også under emnet trivsel. Et mål for 2018 var et fortsat arbejde med at nedbringe antallet af arbejdsulykker i Haven. Der blev udarbejdet handleplaner fra alle ledere og underdirektører for deres respektive ansvarsområder. Alle afdelinger har været involveret i arbejdet med handleplanerne i løbet af året. Det er f.eks. vedtaget, at alle hændelser bliver fremlagt på morgenmøder, og at afdelingsmøder i de forskellige afdelinger altid har sikkerhed eller forbedring af fysiske rammer som et punkt øverst på dagsordenen. I 2018 var der 64 arbejdsulykker i Tivoli – et fald fra 86 i 2017. Der var også et lille fald i antallet af fraværsdage, og kun en enkelt alvorlig episode med et fravær på over fem uger.

Tivoli er en rummelig arbejdsplads uden diskrimination, uanset om det gælder køn, tro, alder, etnisk baggrund eller seksualitet. Der er lige muligheder for kvinder og mænd i Tivoli, og det er en styrke at have begge køn ligeligt repræsenteret på ledelsesniveau. Der arbejdes med en målsætning om, at der i 2020 hverken må være kvinder eller mænd repræsenteret med mindre end 33% i de øverste ledelseslag – dvs. bestyrelsen, direktion og underdirektører. Dette tages op til revision på et bestyrelsesmøde i 2020.

Der er mulighed for at deltage i diverse sundhedsfremmende aktiviteter som medarbejder. Bl.a. deltager Tivoli i DHL-stafetten, der afholdes interne fodboldturneringer, og alle tilbydes årligt helbredscheck og influenzavaccine. Derudover afholdes en årlig sundhedsdag med kostvejledning og motion på programmet.

9.7 KOMPETENCER OG RESSOURCER (SKILLS)

Der har i 2018 været øget fokus på kompetenceudvikling blandt alle medarbejdergrupper, der er skrevet en kompetenceudviklingspolitik, og der er nedsat et kompetenceudviklingsudvalg. Der er nøje udvalgt en række kurser til Tivoli Uddannelse, så alle virksomhedens behov bliver dækket. Der bruges interne undervisere, da Tivoli har gode in-house kompetencer. Der undervises bl.a. i CEM, HR-jura, rekruttering, kommunikation og onboardingproces etc.

Der har været fokus på at skabe et større antal praktikpladser til elever og lærlinge i 2018. Tivoli er bl.a. blevet godkendt til at have elever indenfor eventteknik med speciale i audioteknik og eventteknik med

speciale i illuminationsteknik. Der var i alt ansat 34 elever og lærlinge indenfor 13 forskellige fag ved udgangen af 2018.

Tivoli har sin egen uddannelsesfond, der yder tilskud til uddannelse, som kan søges til den enkelte medarbejders individuelle kompetenceudviklingsforløb.

Tivoli virksomhedens kompetencer er bl.a. at de er forandringsparate. De skal følge med udviklingen og de endeløse krav fra gæsterne. De formår gang på gang at tilpasse sig og samtidig være nyskabende. De er med til at skabe dialog i samfundet og tager ansvar (f.eks. i forbindelse med klager fra naboer).

Tivolis ressourcer involverer både de psykiske/immaterielle og de fysiske. Immaterielle ressourcer er bl.a. Tivolis brand og beskyttelsen heraf, samt serviceniveauet hos medarbejderne og deres trivsel.

Herudover har Tivoli traditionerne helt inde under huden på danskerne, som ser frem til den årlige Tivolitur, eller koncertgængerne, som spændt venter på programmet for Fredagsrock. Tivoli er nærmest et nationalklenodie, som alle har en mening om.

Fysiske ressourcer er forlystelserne, bygningerne og placeringen af Tivoli lige i midtbyen. Placeringen er helt unik – at have en forlystelsespark placeret så centralt, og tilmed lige ved siden af Hovedbanegården er en kæmpe force, både for Tivoli men også for København. Men det medfører desværre også ulemper i forbindelse med udvidelser og godkendelse af disse hos kommunen.

10 MICHAEL PORTERS FIVE FORCES

Porters Five Forces viser den konkurrencemæssige situation og giver mulighed for at sammenligne Tivoli med andre konkurrenter på fem markedsområder.



For at kunne fastsætte konkurrenterne og markedet, skal man definere, hvilken branche der fokuseres på. Da Tivoli er mere end bare forlystelser og målgruppen er meget bred, må fokuspunktet prioriteres. Dette betyder ikke, at de andre områder er mindre vigtige, det handler blot om at simplificere analysen. Dermed begrænses analysen til kun at omhandle underholdnings- og oplevelsesbranchen og målgruppen er børnefamilier. Derudover er analysen begrænset til kun at inkludere danske virksomheder.

De 10 mest besøgte attraktioner i Danmark		
	Besøg 2018	Udvikling ift. 2017
1. Tivoli	4.854.000	10,9%
2. Dyrehavsbakken*	2.400.000	0,0%
3. Legoland**	1.700.000	0,0%
4. Zoologisk Have i København	1.219.000	4,0%
5. Botanisk Have i København	822.000	-15,3%
6. Djurs Sommerland	818.000	1,2%
7. Louisiana	756.000	15,0%
8. Rundetårn	700.000	3,0%
9. Aquadome - Lalandia Billund	682.000	0,1%
10. Tivoli Friheden	606.000	7,7%
I alt	14.557.000	
Udvikling ift. top 10 i 2017	449.000	
Udvikling i procent	3,2%	

Besøgstal er afrundede.

* Besøgstallet er estimeret

** Fastholder besøgstallet fra år til år.

https://www.visitdenmark.dk/api/drupal/sites/visitdenmark.com/files/2019-07/Attraktionslisten%202018_0.pdf

Markedsandelen tager udgangspunkt i ovenstående opgørelse fra VisitDenmark for 2018. Den centrale beliggenhed i København er uden tvivl med til at underbygge det høje besøgstal i forhold til f.eks. Legoland og Djurs Sommerland. Tivolis besøgstal steg i 2018 med 10,9% fra 2017, hvilket bl.a. skyldes, at Tivoli havde premiere på Vinter i Tivoli og generelt havde flere åbningsdage end året før. De ligger hermed i spidsen med 33% af alle besøg, mens Dyrehavsbakken kun sniger sig op på 16%. Deres besøgstal er dog estimeret, da der ikke kræves entrebillet til Dyrehavsbakken, og det derfor er svært at beregne nøjagtigt.

10.1 RIVALISERING MELLEM EKSISTERENDE VIRKSOMHEDER I BRANCHEN

Konkurrencen er hård blandt tilbuddene af oplevelser i Danmark og selve København. Udover forlystelser, kan dagene jo også gå med biografbesøg, museumsbesøg og shopping på Fisketorvet f.eks. Og især, hvis forbrugerne er tilbageholdende med at bruge penge, er der stor kamp om hvor de vælger at tilbringe deres tid.

Der er kun én ægte konkurrent til Tivoli i området, og det er Dyrehavsbakken, som ligger 20 minutter i tog fra Tivoli. Tivoli og Dyrehavsbakken er de eneste forlystelsesparker i Københavnsområdet, som henvender sig til de samme brede målgrupper. Men kigger man kun på målgruppen børnefamilier, og ikke kun på

forlystelsesparker, så er der mange steder at vælge imellem. Blandt andet Zoologisk Have i København har en stor tiltrækningssevne og med et besøgstal på over 1,2 mio. årligt, ligger de på en fornuftig 3. plads i Københavnsområdet. Kigger man på resten af landet også, er især Legoland med i kampen om gæster med et besøgstal på 1.700.000 som dog ligger fast på oversigten fra år til år.

Det gælder om at tilbyde noget særligt i forhold til konkurrenterne og for at tiltrække turister. I relation til værdierne og ønsket om at være mere end bare en sommerforlystelsespark, er Tivoli godt på vej med de nye sæsoner, Halloween, Jul og Vinter i forhold til Dyrehavsbakken, som først fra 2018 åbnede i efterårsferien samt nogle weekender op til jul, udover sommersæsonen.

10.2 TRUSLEN FRA NYE INDTRÆNGERE

Truslen fra nyåbnede oplevelsescentre og forlystelsesparker afhænger af størrelsen og typen. Hvis en ny virksomhed skal konkurrere direkte med Tivolis størrelse, kræver det betydelig startkapital, at lovgivningen er overholdt ift. lokalplan, beliggenhed etc., og at der kan vækkes en ny interesse hos gæsterne.

Den Blå Planet åbnede i 2013, og siden da er det årlige besøgstal faldet år for år til nu at være halveret siden åbningen. (https://da.wikipedia.org/wiki/Den_Blå_Planet - besøgstal linker til kilder) De havde ellers potentiale til at skabe noget stort, men har ikke formået at bibeholde tiltrækningen.

Et alternativ kunne være, hvis en eksisterende virksomhed som f.eks. Legoland forsøgte at åbne en ny park i Københavnsområdet. De ville have startkapitalen til at effektuere det, de har et velkendt, vellidt brand og en stor målgruppe i de Sjællandske børnefamilier, som kunne undgå den lange tur til Sønderjylland. Men de ville dermed blot flytte en stor markedsandel fra sig selv, og Legoland hænger nu engang sammen med Billund. Det ville have en stor nyhedsværdi, men det er usikkert, om det vil være holdbart i længden, plus løbende investeringer og fornyelser i to parker – hvis man vælger at bibeholde parken i Billund, vil gøre det en dyr forretning og tvivlsomt om markedsandelene vil kunne dæmme op for udgifterne.

Der er en yderst lille risiko for, at Tivoli bliver truet med en høj indgangsbarriere til Tivolis niveau i branchen, og det må også nævnes, at beliggenheden ikke findes magen til i hele landet.

10.3 KUNDERNES/GÆSTERNES FORHANDLINGSSTYRKE

Tivoli har en bred målgruppe, som indeholder både børnefamilier, forretningsfolk og musikelskere etc. Gæsternes forhandlingsstyrke er dermed lav til mellem – dog har børnefamilierne den største magt, og derfor en større forhandlingsstyrke. Hvis Tivoli ikke formår at fortsætte med at forny sig, samtidig med at familierne kan bevare deres traditioner, så vil gæsterne forsvinde løbende. København byder på så mange andre muligheder for underholdning til børnefamilier og Københavns Kommune har til stadighed fokus på

større arrangementer for at tiltrække turister end "blot" Tivoli.

Som børnefamilie er det for mange en luksus at tage en tur i Tivoli. Der skal betales indgang, enten via årskort eller billetter ved indgangen – forlystelserne koster alle noget for at prøve (én turbillet koster 30 kr. og man skal enten bruge 1, 2 eller 3 billetter pr. tur, så det kan næsten kun betale sig med turpas), og man skal også have noget at spise og drikke – hvad enten det er medbragt eller købt i Haven. Så løbende leder man som børnefamilie efter andre, billigere alternativer at supplere underholdningen for ens børn med. På Dyrehavsbakken er der som sagt gratis entre, men man skal betale pr. tur. I BonBonLand koster indgangen, men så er forlystelserne gratis. I Zoologisk Have koster indgangen, men det er til gengæld både et underholdende og lærerigt sted. Så mulighederne er mange, og giver børnefamilierne en vis forhandlingsstyrke.

10.4 LEVERANDØRERNES FORHANDLINGSSTYRKE

Leverandører kan i denne situation have mange forskellige former – det kan være leverandører af råvarer til spisestederne, producenterne af forlystelserne, musikere til Fredagsrock m.v.

Leverandørerne af forlystelser har en begrænset forhandlingsstyrke, da de har en specifik vare, de vil sælge, som Tivoli gerne vil købe – ellers finder de en anden forlystelse fra en anden leverandør.

Der hvor der kan være store udfordringer er i forbindelse med Fredagsrock. Alle koncertarrangører og festivalarrangører er ude efter de samme bands, alle vil have de bedste, som kan tiltrække det største publikum. Managerne af de forskellige bands og artister har hermed en kæmpe forhandlingsstyrke, da efterspørgslen er så stor. Men managerne skal også promovere mindre kendte bands og en alternativ aftale kunne være at man booker en kendt og en mindre kendt musiker samme sted.

I resten af Haven har Tivoli den primære forhandlingsstyrke, da de kræver så store mængder leveret, og der er altid alternativer til råvarer, drikkevarer etc.

10.5 TRUSLEN FRA SUBSTITUERENDE OPLEVELSER

Der er en konstant udvikling og forandring i hvad kundernes behov og ønsker er, og jvf. Tivolis strategi og værdigrundlag er det vigtigt at være unik, at forny sig, og holde gæsternes interesse vakt. Hvis dette ikke opretholdes, findes der alternativer som f.eks. biograf, museumsbesøg og andre forlystelsesparker, som nævnt ovenfor. De substituerende oplevelser har meget få opstartsomkostninger, så de bør tages seriøst af Tivolis ledelse, og de bør tages med i overvejelserne til fremtidige strategier.

En opsamling af disse tre analyser, PESTEL, 7 s og Porters Five Forces i SWOT analysen herefter, vil give et større overblik over Tivoli.

11 DELKONKLUSION – STRATEGISK ANALYSE

SWOT analysen giver et overskueligt overblik ved at indeholde en delkonklusion på problemformuleringen og på den strategiske analyse omkring de interne, eksterne og konkurrencemæssige forhold. Med udgangspunkt i disse laves en Matrix over de stærke og svage sider, muligheder og trusler for Tivoli.

11.1 SWOT ANALYSE



Der er tydeligvis mange eksterne faktorer, som påvirker Tivoli negativt, men som også tilsvarende kan give andre muligheder. Samspillet med kommunen ift. lokalplanerne skal harmonere med de udvidelser, som Tivoli har lagt op til – og som virksomhederne ønsker at benytte sig af, som udvidelsen af Hjørnet. Men naturligvis er der også andre, som kan have ønsker for området omkring Tivoli, så alt skal være i balance.

Et af Tivolis værdigrundlag er ønsket om at betage gæsterne, at gæsterne får en unik oplevelse hver gang, og føler, at de er i centrum med traditionerne i behold. Kan Tivoli fortsætte med at holde sig teknologisk opdateret og følge med kravene om udviklingen af forlystelserne trods den begrænsede plads for udvidelser rent fysisk? Er traditionerne vigtigere for gæsterne end fornyelser? Noget kunne tyde på det, siden Rutsjebanen fortsat er den mest benyttede forlystelse i hele Haven.

Økonomien har naturligvis også en vis betydning – både for Tivoli selv og for gæsterne. Gæsterne har stor indflydelse – især hvis de skærer ned på antallet af besøg, og/eller sænker budgettet for, hvor mange penge de bruger i Haven. Det er derfor vigtigt, at Tivoli udnytter potentialet til at blive en helårsforlystelse på flere måder, så de kan generere en indtjening på alle årets dage.

Den Blå Planet har som sagt ikke vist sig at være nogen stor konkurrent. Men den kan måske fungere som en slags holdkammerat i forhold til at være med til at trække turister/ gæster til København. Men der er mange andre konkurrenter, både tæt på København og i hele landet.

Traditioner er, i min optik, det vigtigste synonym, der tilknytter sig Tivolis brand. Derfor er det positivt at se, at det er en stor del af deres strategi og så absolut en af deres største styrker. Det er vigtigt, at de holder fast i dette og udnytter det til fulde.

11.2 OPSUMMERING AF DEN STRATEGISKE ANALYSE JF. UNDERPUNKTERNE I PROBLEMFORMULERINGEN

- Traditionsrig forlystelsespark med et stærkt brand og en lang historik
- Hård konkurrence om gæsterne og deres midler
- Mange direkte konkurrenter og alternativer til andre oplevelser og underholdning
- Ændringer i lokalplaner og lovgivning samt allerede igangsatte projekter i København
- Store muligheder for udvidelse af de sekundære forretningsområder, f.eks. onlinespil
- Udfordret på fysiske udvidelser pga. beliggenheden
- Høj trivsel blandt medarbejderne og disses kompetencer styrker den værdiskabende profil og interne ressourcer
- Høj grad af ansvar hos den enkelte medarbejder, som afspejler sig i høj service overfor gæsterne

12 REGNSKABSANALYSE

Regnskabsanalysen vil blive foretaget med baggrund i regnskabsårene 2014 til 2018. Materialet, der lægges til grund for analysen, er de offentligt tilgængelige regnskaber, som er hentet fra Tivolis hjemmeside.

Regnskabsanalysen skal bruges sammen med den strategiske analyse til at få et fornuftigt grundlag til værdiansættelse af Tivoli, samt fastlægge fremtidigt vækst- og indtjeningspotentiale til brug for senere i opgaven.

Efter regnskabsanalysen vil jeg opsummere og delkonkludere på underpunkterne i problemformuleringen.

I regnskabsanalysen vil jeg også se på indekstallene fra regnskabsårene og dermed tendenserne, som skal understøtte den senere vurdering af vækst- og indtjeningspotentialet.

Jeg har desuden valgt at kommentere på regnskabspraksis, for at sikre mig der er ensartethed gennem alle 5 år samt at der ikke er uhensigtsmæssigheder der kan påvirke regnskabsanalysen og vurderingen af indtjeningspotentialet.

Regnskabsanalysen vil ske med en reformulering af resultatopgørelsen, balance samt egenkapitalen. Der vil blive brugt en udvidet DuPont-model til beregning af Tivolis nøgletal såsom overskudsgraden, aktivernes omsætningshastighed mv.

12.1 KOMMENTAR TIL ÅRSRAPPORTERNE

12.1.1 Anvendt regnskabspraksis

Den anvendte regnskabspraksis er stort set uændret i analyseperioden. I 2018 er der en mindre ændring i opstilling af pengestrømsopgørelsen i forhold til de foregående år. Man er sprunget direkte til resultat før af- og nedskrivninger, hvor man tidligere har brugt resultatet før skat og tillagt af- og nedskrivninger samt finansielle indtægter og omkostninger. Regnskabsperioden har i hele analyseperioden været helårligt.

I 2017 reklassificerede Tivoli andre driftsindtægter til nettoomsætningen. Derfor er sammenligningstallene også reklassificeret. I tvivlsspørgsmål er der taget udgangspunkt i hoved- og nøgletal fra de sidste 5 år på side 7 i årsregnskabet for 2018. Der er anvendt den artsopdelte regnskabsanalyse, hvor omsætningen og omkostningerne er yderligere opdelt. Balancen er opdelt efter kontoform og pengestrømsopgørelsen er opgjort efter den indirekte metode.

12.1.2 Ledelsespåtegning

Direktionen og bestyrelsen for Tivoli skal bekræfte at regnskaberne er aflagt i overensstemmelse med IFRS' standarder for børsnoterede selskaber. Begge parter har bekræftet i alle 5 regnskaber, at regnskaberne er udfærdiget i overensstemmelse med de gældende regler og giver et retvisende billede af selskabets aktiver og finansielle ydeevne. Samtidig er det også bekræftet, at ledelsesberetningerne har givet et korrekt billede af risici, muligheder mv.

12.1.3 Revisionspåtegning

På samme måde som ledelsen i Tivoli skal bekræfte årsrapporterne, skal revisoren også.

I hele analyseperioden er det PWC, der har været tilknyttet som revisorer for Tivoli.

Revisionen er gennemført i forhold til de gældende regler og i overensstemmelse med IFRS' standarder.

Der har ikke været anledning til forbehold fra PWC's side og man kan derfor konkludere, at regnskaberne har givet et retvisende billede af Tivoli som virksomhed.

12.1.4 Kontinuitet

Jf. Årsregnskabsloven skal der være kontinuitet i regnskaberne. Det foregående års ultimo tal skal svare til næste års primotal, og man skal kunne sammenligne og behandle de ensartede poster i årsrapporten ens. Denne praksis må kun brydes på grund af ændringer i lovgivningen, vejledninger eller regnskabsmæssige skøn.

12.1.5 Strukturelle ændringer

Hvis man skal kunne foretage en korrekt beregning af Tivolis nøgletal samt lave en værdiansættelse er det vigtigt, at man baserer det på "normale" tal – både for analytikere og siden hen investorerne. Det essentielle er at finde de resultater, der relaterer direkte fra driften og bruge dem til analysen.

De transitoriske (ekstraordinære) elementer skal "løftes ud" af regnskabet og ikke medtages i analysen, da de vil forvrænge det reelle billede af indtægter og udgifter, som genereres af driften.

Ved gennemgang af regnskaberne i perioden, fremkommer der flere indtægter af en anseelig størrelse under note 5 til resultatopgørelsen – andre driftsindtægter. Ved nærmere eftersyn ses det dog, at disse stammer fra sponsorater og fortsætter igennem hele perioden. Jeg vil derfor ikke regne dem som transitoriske elementer.

12.1.6 Valutakursgevinster og tab

De finansielle indtægter og udgifter, der figurerer i årsrapporten, er inklusive valutagevinster og -tab.

I forbindelse med reformulering af resultatopgørelsen er disse poster blevet justeret til regulært driftsoverskud eller -underskud.

12.2 REFORMULERING AF ÅRSREGNSKABERNE

Værdiskabelsen i alle virksomheder sker med udgangspunkt i et ud af to ben – driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Som tidligere nævnt er det essentielt at isolere værdiskabelsen, der stammer fra driften for at kunne udarbejde en korrekt regnskabsanalyse med efterfølgende beregning af nøgletal samt udarbejdelse af værdiansættelse.

12.2.1 Reformulering af egenkapitalen

Egenkapitalen reformuleres ved at opdele transaktionerne mellem ejerne og transaktioner med indkomstvirkning. I analyseperioden har Tivoli både haft transaktioner mellem ejerne (udbyttebetalinger) og transaktioner med indkomstvirkning (tab/gevinster på finansielle instrumenter). Sidstnævnte kaldes også "Dirty Surplus". Begge typer af transaktioner skal indregnes i bevægelserne på egenkapitalen.

Reformulering af Egenkapital					
Mio. kr	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital primo	661,8	692,6	727,4	785,6	846,7
Transaktioner med ejere (TE)					
Udbytte	-9,2	-11,1	-11,0	-18,8	-19,6
Aktietilbagekøb	-	-	-	-	-
Kapitalindskud	-	-	-	-	-
Totalindkomst (TI)					
Årets resultat	44,4	43,8	75,3	78,5	94,2
Anden +/- totalindkomst	-4,4	2,1	-6,1	1,4	-0,9
Totalindkomst i alt	40,0	45,9	69,2	79,9	93,3
Egenkapital ultimo	692,6	727,4	785,6	846,7	920,4

12.2.2 Reformulering af balancen

Reformulering af balancen er for at opdele den i en driftsdel og en finansieringsdel. Ved aktiverne skal det afgøres om den tilhører DA – driftsaktiver eller FA – finansieringsaktiver og på samme måde skal passiverne opdeles i DF – driftsforpligtelser eller FF – finansielle forpligtelser. På aktivsiden er det normalt kun tilgodehavende gældsbreve, udskudte skatteaktiver og den likvide kassebeholdning, der anses for finansielle aktiver. På passivsiden er det de langfristede gældsforpligtelser, gæld til associerede virksomheder og træk på driftskreditter, der udgør de finansielle forpligtelser.

Den reformulerede balance kan ses i bilag 1

12.2.3 Reformulering af resultatopgørelsen

På samme måde som balancen skal opdeles i en drifts- og en finansieringsdel, skal resultatopgørelsen deles op, ud fra en betragtning om totalindkomst. I det normale årsregnskab figurerer der kun én samlet skattebetaling, nemlig "skat af årets resultat". I forbindelse med reformuleringen fordeles skatteomkostningerne på drifts- og finansieringsdelen for at få overskudskomponenterne efter skat. Denne regulering af skat foretages ved at trække nettoværdien af de finansielle omkostninger fra og tillægge beløbet i driftsoverskuddet. Der er korrigeret for de forskellige virksomhedsskattesatser over analyseperioden. "Dirty surplus"-posterne er ligeledes korrigeret for skatten og lagt sammen med de respektive finansielle indtægter og omkostninger.

Den reformulerede resultatopgørelse kan ses i bilag 2

12.2.4 Reformulering af pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen skal reformuleres for at finde frem til virksomhedens evne til at generere en pengestrøm – et såkaldt "cash flow". Dette cash flow er et udtryk for virksomhedens evne til at betale gælden af samt betale udbytte til aktionærerne. Udover dette kommer det til udtryk i den senere budgettering. Der tages udgangspunkt i driftsoverskuddet fra den reformulerede resultatopgørelse som skal sammenholdes med nettodriftsaktiverne for at kunne finde det frie cash flow (FCF)

Reformuleret pengestrømsopgørelse						
Mio. kr.		2014	2015	2016	2017	2018
Driftsoverskud	DO	48,326	47,5485	78,186	81,776	102,39
Netto Driftsaktiver	NDA	723,5	716,5	904,5	1100,8	1173,2
Frit Cash Flow	FCF		54,5485	-109,814	-114,524	29,99

$$DO - \Delta NDA = FCF$$

Det frie cash flow findes ved at fratrække forskellen i NDA fra driftsoverskuddet det pågældende år.

Da der er afgrænset fra regnskabsåret 2013, findes der ikke en forskel i NDA fra 2013 til 2014 og dermed intet FCF for 2014.

Ovenstående viser, at man i 2016 og 2017 har haft et negativt cash flow da FCF er lavere end DO.

Dette harmonerer meget godt med henvisning til pengestrømsopgørelsen fra 2017, som viser at den udadgående pengestrøm til investeringsaktiviteten overstiger den indadgående pengestrøm fra driftsaktiviteten i både 2016 og 2017. Dette betyder, at man har trukket på sin likviditet i disse år, bl.a. til færdiggørelsen af Tivoli Hjørnet med Tivoli Food Hall.

12.2.5 Indeks

For bedst at kunne sammenligne regnskabsårene i analysen og se udviklingen har jeg valgt at indeksere udvalgte poster for at se udviklingen fra basisåret 2014 til 2018.

Mio. kr	Indeks					100
	2014	2015	2016	2017	2018	
High-End	113,4	130,4	128,5	129,6	162,5	143,3
Salg og sponsor	388,3	417,6	438,3	443,4	486,5	125,3
Ikke allokeret	19,6	12,9	15,5	21,4	26,3	134,2
Spil og casino	87,1	106,4	94,5	89,0	71,6	82,2
Food and beverage	130,5	158,1	149,5	144,8	149,6	114,6
Underholdning	53,1	61,1	49,5	53,2	79,3	149,3
Ejendomme/erhvervsudlejning	69,9	68,7	69,4	66,0	83,0	118,7
Omsætning	861,9	955,2	945,2	947,4	1.058,8	122,8
Personaleomkostninger	369,2	425,3	420,8	419,0	468,2	126,8
Driftsoverskud før skat	56,4	64,1	96,3	100,5	120,6	213,8
Totalindkomst	40,0	45,9	69,2	79,9	93,3	233,3
Debitorer	36,8	31,2	30,2	37,7	41,6	113,0
Likvide beholdning	42,3	71,2	21,2	130,3	92,3	218,2
Leverandørgæld	25,9	37,8	34,4	44,6	38,4	148,3
Langfristede gældsforpligtelser	65,5	60,3	55,0	384,4	361,6	552,1
Egenkapital	692,6	727,4	785,6	846,7	920,4	132,9

På denne måde får vi nemt et oversigtsbillede over udviklingen i de vigtigste tal i analyseperioden.

Særligt omsætningen, driftsoverskuddet, udviklingen i personaleomkostninger samt langfristede gældsforpligtelser er interessante.

Der er en stigning i omsætningen på knapt 23 %, som primært er drevet af high-end og underholdning. Det er resultatet af en øget fokus på Tivolis glassal med mange store opsætninger samt færdiggørelse af Tivoli Hjørnet med udbygning af Nimb og øget kapacitet til følge.

Personaleomkostningerne er stigende, hvilket stemmer fint overens med den øgede omsætning i de bemandede dele af forretningen. Den ubemandede del spil og casino er gået knapt 20 % tilbage.

Indekset vil have betydning for vurderingen af den fremadrettede vækst og indtjeningspotentiale.

12.3 RENTABILITETSSANALYSE

Med udgangspunkt i de reformulerede regnskaber har vi grundstenene til beregning af nøgletalsanalyse.

Til det formål vil jeg udarbejde en rentabilitetsanalyse med baggrund i en udvidet Du-Pont model.

Beregningerne er lavet med fokus på ROE – egenkapitalens forrentning og med en dekomponering af overskudsgaden.

12.3.1 Dekomponering af ROE

Grundlæggende er Du-Pont modellen delt op i to dele eller sider om man vil. Den venstre side er rentabilitetssiden hvor man ser på overskudsgraden (OG) og afkastet på den investerede kapital (ROIC). Og den højre side er finansieringssiden, hvor man ser nærmere på den finansielle gearing blandt andet.

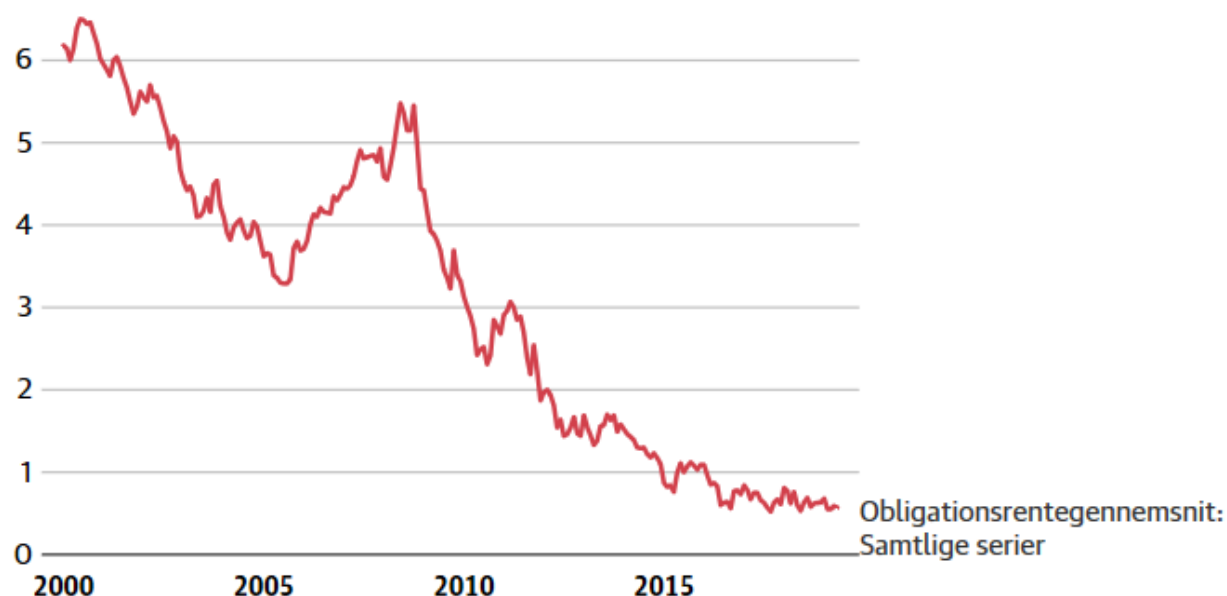
Niveau 1 - Dekom. af ROE	2014	2015	2016	2017	2018	Gnm. Snit
ROE	5,91%	6,46%	9,15%	9,79%	10,56%	8,37%
ROIC	6,68%	6,64%	8,64%	7,43%	8,73%	7,62%
		-				
FGEAR	0,04	0,01	0,15	0,30	0,27	0,15
R	-12,71%	34,39%	-2,43%	-1,29%	-3,24%	0,03
SPREAD	19,38%	-27,75%	11,07%	8,72%	11,97%	4,68%

12.3.1.1 ROE

ROE eller egenkapitalens forretning er et udtryk for hvor rentabel ejernes investering i virksomheden har været i perioden. ROE har været støt stigende i hele analyseperioden og har i gennemsnit været 8,37 %.

Dette må siges at være en ganske acceptabel forrentning, særligt set i forhold til det lave renteniveau som vi har set over de sidste 5 år. Dette kommer blandt andet til udtryk med en foliorente der har ligget på 0 % siden 2012 og en gennemsnitlig obligationsrente på under 1 %

Gennemsnittet af alle renter på alle obligationsudstedelser - både stat og realkredit - er faldet markant siden 2008.



3

For at se nærmere på hvordan man har opnået en så tilfredsstillende ROE vil jeg dykke et niveau længere ned i Du-Pont modellen og blandt andet se på Tivolis ROIC

12.3.1.2 ROIC

ROIC er et udtryk for overskuddets størrelse set i forhold til de driftsaktiver, der skal til for at opnå det overskud. En større omsætning vil forbedre ROIC og reducere kreditgælden.

Gennem årene har ROIC været nogenlunde stabil omkring de 6-8 %, uden de store udsving.

Dette tyder på en solid investeringsstrategi og vilje til at omstille og tilpasse sig til markedsforholdene.

Det kan enten være investering i nye attraktioner, ændring i prisstrukturen eller noget tilsvarende.

12.3.2 Dekomponering af ROIC

ROIC er et sammensat nøgletal, som består af overskudsgraden (OG) gange med aktivernes omsætningshastighed (AOH).

Niveau 2 - Dekom. af ROIC	2014	2015	2016	2017	2018	Gnm. Snit
OG	5,61%	4,98%	8,27%	8,71%	9,67%	7,45%
AOH	1,19	1,33	1,04	0,85	0,90	1,06
Inverse AOH	0,84	0,75	0,96	1,17	1,11	0,97

³ <https://finans.dk/okonomi/ECE11476154/topoekonomer-lave-renter-er-kommet-for-at-blive/?ctxref=ext>

AOH er et udtryk for salget per krone, der er investeret i NDA. Den inverse funktion $1/AOH$ udtrykker hvor meget, der er bundet i NDA for at give 1 krones salg.

Trods de massive investeringer i Tivoli Hjørnet med stigning i NDA på 62 % (målt fra 2014 til 2018) er der kun en stigning i den inverse AOH på 27 øre (32 %). Dette betyder at man med den nye udvidelse er blevet bedre til at tjene penge på sine aktiver end hvad man har været før udvidelsen.

12.3.2.1 OG

Overskudsgraden er udtrykket for hvor stort et procentuelt overskud, man har af det samlede salg.

Den var svagt faldende i 2015, men er siden hen steget til nær det dobbelte i 2018.

12.3.3 Dekomponering af OG

For at afdække årsagen til den stigende OG vil jeg dykke ned i driverne bag dette nøgletal.

Man kunne også se nærmere på driverne bag AOH, men da dette nøgletal kun er svagt stigende og dermed har begrænset virkning på ROIC og ROE, er dette fravalgt.

Niveau 3 - Dekom. Af OG	2014	2015	2016	2017	2018	Gnm. Snit
Bruttoavance	59,77%	61,59%	64,33%	64,82%	65,20%	63,14%
Personaleomkostninger	42,84%	44,52%	44,52%	44,65%	44,22%	44,15%
Af- og nedskrivninger	9,79%	9,84%	9,23%	9,01%	8,59%	9,29%
Skat	-1,39%	-2,13%	-2,22%	-2,34%	-2,49%	-2,12%
OGsalg	5,75%	5,10%	8,36%	8,81%	9,89%	7,58%
Gevinst/Tab valuta	-0,01%	-0,01%	0,04%	-0,02%	0,03%	0,01%
Gevinst/Tab renter	-0,59%	-0,50%	-0,43%	-0,43%	-1,02%	-0,59%
Skat på andet driftsoverskud	0,15%	0,12%	0,09%	0,10%	0,22%	0,13%
OGandet	-0,46%	-0,39%	-0,31%	-0,35%	-0,77%	-0,46%
OG	5,61%	4,98%	8,27%	8,71%	9,67%	7,45%

Hvis man går længere tilbage i Tivolis regnskaber end vores analyseperiode, har de tidligere delt omkostningerne mere specifikt ud – til f.eks. driftsomkostninger, vedligeholdelse, ejendomsskatter mv. På samme måde har de også udspecificeret hvilke indtægter, der stammer fra den regulære drift og hvad der er andet driftsoverskud, som f.eks. royalties, sponsorater etc. Dette er man begyndt at inkorporere i den almindelige driftsomsætning fra 2017. Derfor ville det ikke give mening hvis vi så isoleret på disse indtægter for årene 2014-2016. Jeg har i stedet valgt at behandle de samlede indtægter fra nettoomsætningen som en helhed i alle årene.

Bruttoavancen har været stabil omkring 60 % i hele perioden med en svag fremgang. Som vist i tidligere tabel har det særligt været high-end og underholdning, der har haft en stærk fremgang i omsætningen

mens spil og casino er faldet 20 % tilbage. Dette kunne også være en årsag til, man har valgt at sælge navnet til Danske Spil for modtagelse af royalties de næste 10 år⁴. På grund af Tivolis ændring på omkostningsstrukturen i regnskabet har det ikke været muligt for mig at isolere driftsoverskuddet fra spil og casino alene.

Grundlæggende kan man dog sige, at nettoomsætningen er steget med 22 % hvorimod bruttoavancen kun er steget med 6 % i perioden. Dette tyder på, at man ikke har bibeholdt sin evne til at tjene penge på den øgede del af omsætningen. Personaleomkostninger er steget marginalt mens af- og nedskrivninger er holdt på det samme niveau.

12.3.4 Opsamling af rentabilitetsanalyse

De finansielle drivere ROE, ROIC og OG peger alle i samme retning. 2015 har været det "dårligste" år for Tivoli. Med det dårligste år menes der, at dette år har de svageste nøgletal i perioden trods de isoleret set er pæne – også set med blik på Tivolis historik, hvor man tidligere har været nede og ramme en OG på 3 %.⁵

Den lave OG i 2010 var primært drevet af efterveerne fra finanskrisen, som ramte Danmark mens OG i 2015 skyldes den ændring i driftskapitalen som er afstedkommet af ændring i leverandører/anden gæld.⁶

Efter åbning af Tivoli Hjørnet i slutningen af 2017 kan det ses, at segmenterne high-end samt underholdning er vokset betragteligt i deres bidrag til nettoomsætningen. Underholdningssegmentet har blandt andet budt på opsætninger af "Midt om Natten", "Chess" og "Nøddeknækkeren". Samlet set har der været mere end 400.000 besøgende i Koncert- og Glassalen i 2018⁷. Hvis Tivoli kan fortsætte med denne succes samt opretholde omsætningsstigningen i high-end, betyder det mindre at spil og casino er gået tilbage.

12.4 RISIKOANALYSE

Ved hjælp af dekomponeringen af ROE kan man se, at i årene 2016 til 2018 er ROE højere end ROIC. Dette viser at Tivoli gør brug af finansiell gearing, hvor en del af deres nettodriftsaktiver er finansieret med gæld. Dette harmonerer godt med, at man i løbet af 2017 jf. balancen er gået fra 55 til 384 mio. kr. i langfristede gældsforpligtelser og tilsvarende er de materielle aktiver steget fra 1.089 til 1.317 mio. kr.

Dette gør at der er en stigende risiko for at ROE ikke opnår en tilfredsstillende størrelse og indebærer en driftsmæssig og finansiell risiko. Den driftsmæssige risiko kommer fra ROIC og skal finde i ROIC's 2 drivere –

⁴ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/tivoli-rammer-jackpot-millionerne-ruller-ind-med-ny-aftale>

⁵ Tivolis årsrapport fra 2010

⁶ Tivolis årsrapport fra 2015

⁷ Tivolis årsberetning fra 2018

overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed – som igen har deres egne risikopåvirkninger. Disse påvirkninger kommer blandt andet fra den strategiske/operationelle risiko og de eksterne risici.

12.4.1 Driftsmæssig risiko

12.4.1.1 Eksterne risici

Eksterne risici stammer, som navnet antyder, fra udefrakommende faktorer der påvirker Tivoli. Som tidligere nævnt i den strategiske analyse kan det være politiske beslutninger som kan gøre, at Tivoli ikke må etablere nye attraktioner eller at man ikke får mulighed for at udvide Haven. Der er nogle naturlige begrænsninger i form af de omkringliggende gader og veje og dette må anses som en moderat risiko.

Vejret er naturligt nok en risikofaktor og i sæsoner med dårligt vejr vil besøgstallet og dermed omsætningen alt andet lige være lavere. Samtidig ser man også at sæsoner med fremragende vejr vil resultere i endnu bedre resultater. Men det må anses som en høj risiko med tanke på klimaforandringer og mere ekstremt vejr til følge.

Konjunkturer er en anden ekstern risiko. I perioder med lav økonomisk vækst og forbrugertillid vil danskerne være mindre tilbøjelige til at bruge deres midler på en tur i Tivoli. Der skal være råd og overskud til et luksusgode som en tur i Tivoli, og hvis der generelt er en usikker økonomisk situation, vil det resultere i at gæsterne bliver hjemme.

Samlet set vil jeg vurdere Tivoli har en moderat risiko på de eksterne parametre. Der er mulighed for at søge en løsning på de politiske udfordringer, hvor en del af risikoen kan minimeres. Københavns Kommune vil være interesseret i at finde nogle fornuftige løsninger med Tivoli, da de i lige så høj grad er afhængig af Tivoli som den anden vej rundt. Tivoli er trods alt Danmarks største attraktion og har en stor tiltrækningskraft på turister og rejsende til Danmark.

12.4.1.2 Strategisk risiko

Konkurrencesituationen i oplevelses-/fornøjelsesbranchen er generelt høj. Der er mange alternativer til oplevelser, underholdning og restauranter i København og omegn. Tivolis ledelse er blevet nødt til at forny sig og tænke i nye baner end bare den traditionelle forlystelsespark. Dette er de lykkedes ganske godt med i form af fornyelsen på underholdningssiden samt udvidelsen af high-end segmentet. Samtidig har man også lanceret sin spillehjemmeside som genererer en fast indkomst i de næste 10 år.

Hvis Tivoli skulle havne i likviditetsproblemer, kunne der være en reel risiko, da der ikke vil være mange aftagere til deres aktiver – medmindre det er grunde/ejendomme.

Tivolis høje medarbejdertilfredshed og -trivsel tæller op samtidig med at deres kendte brand også vejer tungt på den positive side. Den strategiske risiko vil jeg vurdere til at være lav til moderat.

12.4.2 Finansiell risiko

Som tidligere nævnt er Tivolis investeringer gennem de senere år finansieret med fremmedkapital. Denne gæld vil lidt firkantet sagt blive betalt før aktionærene modtager udbytte. En stigning i fremmedkapital vil alt andet lige medføre at aktionærene vil have en højere risikopræmie/afkast som kompensation. Driverne bag den finansielle risiko er den finansielle gearing FGEAR og spreadet. Spreadet består af differencen mellem ROIC og nettorenten, mens FGEAR er sin egen driver og kan udnyttes til at skabe et højere afkast til investorerne hvis SPREAD er positivt.

Niveau 1 - Dekom. af ROE	2014	2015	2016	2017	2018	Gnm. Snit
ROE	5,91%	6,46%	9,15%	9,79%	10,56%	8,37%
ROIC	6,68%	6,64%	8,64%	7,43%	8,73%	7,62%
		-				
FGEAR	0,04	0,01	0,15	0,30	0,27	0,15
R	-12,71%	34,39%	-2,43%	-1,29%	-3,24%	0,03
SPREAD	19,38%	-27,75%	11,07%	8,72%	11,97%	4,68%

FGEAR er indledningsvist faldende for at stige til 0,15, hvilket som tidligere nævnt understøttes af årsregnskabet for 2017 med den optagede gæld for at finansiere Tivoli Hjørnet. Der er dog ikke grund til at blive alt for bekymret, da der ud af de 405 mio. kr. i langfristede gældsforpligtelser forfalder for 22,6 mio. kr. årligt. Til sammenligning med regnskabet for 2016 var tallet henholdsvis 60 mio. kr. i langfristede gældsforpligtelser 5,2 mio. kr. i årlig forfalden gæld. Lånene er variabelt forrentede, men dog med indgåede renteswaps på henholdsvis 1,47 og 5 %, gældende i hele løbetiden. Renterisikoen vil derfor være elimineret.

Den stigende FGEAR har været med til at påvirke ROE i så markant grad fra 2016, at det er med til at understøtte teorien om at en højere finansiell gearing resulterer i et højere afkastkrav fra aktionærene. Nettorenten R er steget fra knapt minus 13 % til minus 3 %, hvilket skyldes at både de finansielle udgifter samt netto finansielle forpligtelser er steget. Ydermere har man valgt en renteswap til en væsentlig højere rente, end hvad man ville kunne få tilbudt i dagens marked.

Men da renten stadig er lavere end ROIC, betyder det at Tivoli tjener på den lånte kapital og så længe dette gør sig gældende kan der være en vis grad af fornuft i at optage yderligere lån hvis der behøves yderligere kapital.

Da spreadet i 2015 har været negativ, betyder det at den finansielle gearing ikke har været en overskudsgivende forretning dette år. De følgende år har det været en ganske gunstig forretning med et spread mellem 8 og 11 %. Grundet de sidste års udvikling vil jeg vurdere den finansielle risiko til at være god.

12.4.2.1 Soliditetsgrad

Soliditetsgrad	2014	2015	2016	2017	2018	Gnm. Snit
Soliditetsgrad	67,13%	69,67%	66,02%	54,69%	57,35%	62,97%

Soliditetsgraden er et udtryk for forholdet mellem egenkapitalen og aktiverne. Jo lavere den er, jo mere vil aktiverne også være belånt.

Der har været et fald i perioden fra 67 til 57 %, hvilket isoleret set ikke er positivt. Dog har der været en stigning i 2018 og man har stadig en yderst stærk soliditetsgrad, som ligger væsentligt over bankernes minimumskrav på 30 %.⁸

12.4.3 Opsamling af risikoanalyse

Overordnet set må Tivoli vurderes til at være underlagt en moderat grad af risiko på den driftsmæssige side. Grunden til dette skal findes i de risici, virksomheden ikke kan påvirke direkte som for eksempel vejret, konjunkturer og lovgivning. Man har fra Tivolis side søgt at hedge sig bedst muligt mod de risici ved blandt andet introduktion af online casino, så der kan skabes en helårlig indtjeningskilde og øget fokus på underholdningen som kan nydes i Glas- og Koncertsalen i alt slags vejr.

Perioder med lavkonjunktur kan være svært at gardere sig helt imod, men for mange familier er den årlige Tivolitur med turpas årets højdepunkt og noget som man nødtigt vil undvære. Både Tivolis historie, fortælling og brand står utroligt stærkt her.

Den finansielle risiko er blevet lidt større end tidligere, men det er ikke noget der truer virksomheden. Man har stadig en pæn soliditetsgrad og man har vist man kan tjene penge på at arbejde med gælden. Samtidig har det været en nødvendighed at låne pengene for at finansiere opførslen af Tivoli Hjørnet, som har været eneste reelle mulighed for at udvide Havens potentiale pga. knap pladskapacitet. Man har fået afdækket sin renterisiko med renteswaps i hele gældens løbetid så samlet set vil jeg vurdere risikoen for at være svag til moderat.

⁸ Branchekendskab fra ansættelse i Danske Bank og Nykredit

12.5 DELKONKLUSION – REGNSKABSANALYSE

Regnskabsanalysen er værktøjet til at dykke ned i regnskaberne og få klarlagt hvor værdiskabelserne ligger for Tivoli. Samtidig er der lavet en risikoanalyse for at se på de risikopåvirkninger, som kunne ramme Tivoli. Analysen er foretaget med udgangspunkt i årsrapporterne fra 2014 til 2018, og er med til at besvare underpunkterne i problemformuleringen.

Ved at gennemgå henholdsvis ledelses- og revisionspåtegninger på årsrapporterne har jeg haft mulighed for at opfange eventuelle bemærkninger fra disse parter og tage højde for dem i forbindelse med min regnskabsanalyse. Gennemgangen har dog ikke givet anledning til nogen kommentar.

I forbindelse med reformuleringen af årsregnskaberne har jeg valgt at se bort fra andre driftsindtægter som en særskilt post da Tivoli selv valgte at inkorporere dem i nettoomsætningen fra 2017. Derfor har jeg behandlet alle årene med den samlede omsætning på denne måde.

Selve rentabilitetsanalysen viser en fremgang i ROE fra 5,91 % i 2014 til 10,56 % i 2018.

Stigningen har været konstant over hele perioden med den største stigning fra 2015 til 2016.

Denne stigning er ikke grundet en stigning i omsætningen, som tværtimod har været faldende.

Stigningen er derimod drevet af et fald i omkostningerne på 33 mio. kr.

En ROE på 10,56 % er særdeles tilfredsstillende, hvis man ser på en alternativ investering som f. eks. en 10-årig statsobligation med en effektiv rente på 0,21 % + et ikke angivet risikotillæg.

Årsagen til den stigende ROE skal findes i stigningen i ROIC, som igen bunder i en stigning i OG.

Stigningen skal både ses i lyset af en kraftigt stigende omsætning men også bruttoavancen er steget betragteligt.

En anden faktor er det forbedrede forhold på SPREAD mellem renten og ROIC, som har udviklet sig gunstigt og er med til at modvirke stigningen i NFF.

Risikoanalysen er lavet for at opdele risici i en driftsrisiko og en finansiel risiko. Dette er for at følge den røde tråd gennem regnskabsanalysen som også ses i reformuleringen. Driftsrisikoen har jeg opdelt i et eksternt og et strategisk risikoparameter. Risikoen på den eksterne side ses især på det politiske plan, hvor udvidelse af Haven, minimering af støjgener mv. kan blive en hæmsko. Den strategiske risiko skal findes på Tivolis konkurrencemarked og de alternativer, der findes i København og omegn. Den samlede driftsrisiko vil jeg vurdere til at være lav til moderat. Dette bunder i en naturlig pladskapacitet, som sætter en stopper for udvidelse af Havens kapacitet og indtjeningsgrundlag. Man har dog søgt nye alternative veje som Tivoli Hjørnet og Casino Online.

Den finansielle risiko er tidligere gennemgået under rentabilitetsanalysen og den vurderes til at være svag til moderat. Dette bunder i en stærk SG, stigende NFF, et positivt SPREAD og en flot ROE.

Kort opsummering i punktform:

Med en stadig stigende ROE, forbedret omsætning og årsresultater samt en styrkelse af indtjeningen på gearing har Tivoli været gode til at skabe en værdi for deres aktionærer.

Man tjener på at arbejde med gæld og man har skabt et flot afkast på 10,56 %, set i forhold til alternative investeringer.

Tivolis risikoprofil bliver vurderet til at være lav til moderat. Grunden skal findes i deres brand, historie og kultur. Samtidig forsøger man at søge nye alternativer til at modvirke de knappe ressourcer og markedsvilkår man har.

13 BUDGETTERING

Med udarbejdelse af strategiske analyse og reformulering af regnskaberne, skal disse bruges til den fremadrettede budgettering. Budgetteringen vil være bindeleddet mellem den strategiske analyse, regnskabsanalysen og den kommende værdiansættelse. Tivolis udarbejdede strategiske plan samt forventninger fremadrettet vil ligeledes blive taget under behandling.

Tivoli arbejder løbende med strategier af 3 års varighed, men jeg har valgt en 5 års budgetteringsperiode 2019-2023 og en terminalperiode i 2024. Dette gøres for at skabe en så akkurat budgettering til brug for værdiansættelsen.

Jeg har anvendt indekstallene for 2014 til 2018, udviklingen i det sidste år samt Tivolis udmeldte forventninger til budgetteringen.

13.1 LEDELSENS FORVENTNINGER

Ifølge årsrapporten for 2018 forventer ledelsen at omsætningen for 2019 lander på samme niveau som 2018, mens resultatet forventes i niveauet 100 mio. kr. dog med forbehold for vejret og andre udefra kommende begivenheder. Tidligere (i 2014) har man opereret med et spænd, men man er gået over til mere præcise antagelser og forventninger.

For at anslå realismen i ledelsens forventninger og de realiserede resultater, viser nedenstående tabel, at man ret ofte rammer indenfor skiven med de udmeldte forventninger.

År	2014		2015		2016		2017		2018	
	Budget	Realiseret	Budget	Realiseret	Budget	Realiseret	Budget	Realiseret	Budget	Realiseret
Omsætning	730-740	857,0	900	948,0	900	939,0	900	938,5	975	1.058,8
Resultat før skat	40-50	56,4	50-60	64,1	60-70	96,3	80-90	100,5	100-110	120,6

Tabel i mio. kr.

I 2014 oversteg man forventningerne til omsætningen med knapt 120 mio. kroner, mens det blot blev meldt ud i årsrapporten for 2017, at man forventede ”en højere omsætning end 2017”. Hvis man endelig skal kritisere ledelsen for noget, skal det være at de undervurderer Tivolis egen performance i de to nævnte regnskabsår.

13.2 BUDGETTERING AF SALGSVÆKSTEN

Budgetteringen vil blive bygget op omkring de forskellige segmenter, der tilsammen danner nettoomsætningen. Man forventer, at 2019 vil have et lidt lavere resultat grundet omstrukturering af Tivolikortet. Tidligere havde man alene adgang til Haven i kalenderåret og salget blev derfor indtægtsført

fra salgstidspunkt og frem til den kommende 31. december. Nu vil salget blive indtægtsført fra salgstidspunktet og 12 måneder frem.

13.2.1 High End

I 2018 havde Tivoli en stigning i omsætningen fra High End på 25% i forhold til året før. Denne stigning skyldes åbningen af Tivoli Hjørnet med bl.a. 21 nye værelser til Nimb Hotel, Nimb-restauranterne har haft en stigende omsætning og aktivitetsniveauet i Nimbs event-forretning er også forøget. Forventningen er, at stigningen godt kan fortsætte nogle år endnu – ikke med så meget som 25%, men måske nærmere 10% det første år, og 5% i de følgende og slutteligt 4% i terminalperioden.

13.2.2 Salg

Segmentet er reelt set delt op i to underkategorier – salg og sponsorer. Salget dækker over entrebilletter, årskort og turpas. Mens sponsorerne enten sponsorerer en bestemt forlystelse eller er leverandør til Haven med energi eller varer. Sponsorerne/samarbejdspartnerne tæller blandt andet Husqvarna, Hørkram og Royal Unibrew. Royal Unibrew har været partner med Tivoli siden 2009 og samarbejdet er flere gange blevet forlænget og udvidet – blandt andet med lanceringen af en fælles ølkollektion.

Med ledelsens forventninger om at 2019 vil være på niveau med 2018 forventes det at væksten vil være noget mindre end de 10 % fra 2017 til 2018. Jeg vil anslå den til at ligge på 6 % næste år, hvilket harmonerer meget godt med en vækst på 25 % i analyseperioden på de 5 år. Fremadrettet vil jeg konservativt angive væksten til at være på 5 % i budgetperioden, som bunder i forventningen om flere besøg/gæster i Tivoli gennem flere åbningsdage samt tiltrækningskraften ved Tivoli Hjørnet.

Terminalperioden anslås til 3%.

Entreindtægterne er afhængige af antallet af åbningsdage. I 2018 nåede Tivoli det højeste antal nogensinde. I alt var Haven åben i 282 dage, hvilket er 39 dage mere end i 2017. Entreindtægterne indgår i det samlede beløb for Salg.

13.2.3 Ikke Allokeret

Denne post består af diverse administrative funktioner, derudover drift og vedligeholdelse af Haven. Der er ingen forretningsmæssige aktiviteter, og der genereres kun en yderst beskeden omsætning. I 2018 indgår bl.a. royaltysindtægter samt udfakturerings af arkitekter, rengøring og renovation. Hvis antallet af gæster stiger, må man påberegne en tilsvarende stigning i drift og vedligeholdelse – anslået til 5% i de kommende år frem til terminalperioden. I terminalperioden vil den sættes til 3%.

13.2.4 Spil og Casino

Omsætningen faldt med 4% i 2018 sammenlignet med 2017. Dette skyldes et lavere aktivitetsniveau i Spil og Casino forretningen. Resultatet før af- og nedskrivninger faldt også med 23%. Dette har at gøre med omsætningsudviklingen og en forbedret service til gæsterne i Tivolis spillehaller og online casino, hvilket har øget omkostningsniveauet. Det danske marked for onlinespil har enormt mange udbydere og dermed en stor konkurrenceflade. Tivoli har et godt brand i forhold til Haven, men online er de langt fra de førende, og deres brand vil ikke være nok til at tiltrække det antal brugere, som f.eks. Danske Spil kan. Derfor mener jeg, at omsætningen fremover fortsat vil falde med omkring 4% årligt inklusive terminalperioden.

13.2.5 Food and Beverage

Dette punkt omhandler kun de restauranter og spisesteder, som Tivoli selv driver. I 2018 havde Food and Beverage en omsætning, som var 3% højere end i 2017. Dette skyldes, at der har været flere gæster i Haven. Resultatet før af- og nedskrivninger er dog faldet med 4%, men dette er affødt af en stigning i vareforbruget på baggrund af øget fokus på økologi og bæredygtighed. Dette forventer jeg, vil udmønte sig i en øget omsætning, da økologi og bæredygtighed er oppe i tiden. Jeg anslår derfor en vækst for Food and Beverage på 4 % årligt i budgetperioden og 3% i terminalperioden.

13.2.6 Underholdning

Glassalen og Koncertsalen er nu i stand til stort set at køre i helårsdrift, dermed havde de to sale i 2018 det største besøgstal nogensinde. I begyndelsen af 2018 havde musicalen Chess premiere i Koncertsalen og modtog stor ros fra anmelderne. Tivoli og Thomas Langkjær Entertainment og Live Nation har sammen produceret en nyfortolkning af Midt om Natten. Glassalen blev indtaget af Rytteriet i foråret, bl.a. med en stor karrusel midt på scenen. Derudover blev julen fejret med opsætninger af Nøddeknækken og Crazy Christmas Cabaret. Men også Fredagsrock, Havens orkestre, Pantomimeforestillinger og andre events i Haven hører under dette punkt. I alt var der 346 forestillinger og 15 produktioner i 2018. Alt dette sammenfattet gav en stigning af omsætningen indenfor underholdning og kultur på hele 49%. Resultatet før af- og nedskrivninger steg ligeledes med 22% men var dog stadig -44,6 mio. kr. At resultatet ligger i minus begrundes i et underskud fra bl.a. Tivoli Garden og den klassiske musik. Det må forventes, at man fortsat i 2019 booker store navne til Fredagsrock og gentager de store opsætninger i de to sale, og dermed fortsat har en stigning i omsætningen. På baggrund af dette vil jeg forvente en lille stigning på omkring 5% i både budgetperioden og terminalperioden.

13.2.7 Ejendomme

Under denne post ligger bl.a. lejeindtægter fra bortforpagtede restauranter, Tivoli Food Hall med videre. Erhvervsudlejning havde i 2018 en stigning i omsætning på 26% fra 2017, samtidig steg resultatet før af- og

nedskrivninger også med 27%. Den store stigning på begge sider skyldes åbningen af Tivoli Hjørnet. Mine forventninger er, at lejeindtægten vil stagnere – der er kun det samme antal lokaler i Tivoli Hjørnet, som lejes ud for en vis periode ad gangen. Hvis en lejer opsiger, vil lokalerne ikke stå tomme på så attraktiv en beliggenhed. De vil blive lejet ud igen øjeblikkeligt, og man mister derved ikke nogen indtjening. Til gengæld er der heller ikke de store muligheder for at anskaffe sig yderligere lokaler. Eventuelle huslejestigninger kan generere en øget indtægt, så jeg forventer en lille stigning fremover på 5% pr. år. I terminalperioden nedsættes den til 3%.

13.3 BUDGETTERING AF OMKOSTNINGERNE

13.3.1 Personaleomkostninger

Grundet de mange ekstra aktiviteter i 2018 steg personaleomkostningerne med 12% sammenlignet med 2017. Vinter i Tivoli er en ny åbningsperiode, som har medført et stigende antal åbningsdage, og dermed et øget behov for personale. I 2018 er der ansat 75 flere medarbejdere end året før, hvilket stemmer godt overens med 39 flere åbningsdage end 2017. Men man er også ved at nå et maksimum i forhold til åbningsdage, da der skal være tid til vedligeholdelse og re-dekorering mellem de forskellige sæsoner. Jeg tænker ikke, der kommer de store udsving på personaleomkostninger fremover – måske en svag stigning på 1% årligt som følge af åbningen af Tivoli Hjørnet.

13.3.2 Andre eksterne omkostninger

Tivoli har indgået partnerskab med Ørsted tilbage i 2008 med en målsætning om at positionere Tivoli som en forlystelsespark med fokus på klima og miljø. Ørsted vejleder og rådgiver Tivoli, bl.a. i forhold til at overgå til, at alt elforbrug skal dækkes af strøm fra Avedøre Havmøllepark.

Jeg forudser en stigning på 5% tilsvarende det stigende antal gæster. Flere gæster giver naturligt mere slid, og dermed større behov for vedligehold.

13.3.3 Af- og Nedskrivninger

Over de seneste 5 år er af- og nedskrivninger steget med 8%. Tivoli fortsætter strategien om at være en helårsforlystelsespark og dermed mindre berørt af sæsonen og vejret, og jeg forventer derfor ikke, at der vil ske de store forandringer på denne post. Jeg anslår derfor, at der skal budgetteres med ca. 8% om året, da der fortsat skal ske løbende fornyelser.

13.3.4 Valuta og finansielle poster

Disse er alle sat til 0, da beløbene er minimale, og derfor ikke har nogen påvirkning på budgettet.

13.3.5 Nøgletal AOH

Aktivernes omsætningshastighed har været relativ stabil igennem hele analyseperioden, med kun små udsving. I 2018 lå den på 0,90 og gennemsnittet for hele perioden har været 1,06. Derfor fastsættes den fremadrettet til 1,0 både i budgetperioden samt terminalperioden.

13.3.6 Effektiv skatteprocent

Skatteprocenten for selskaber er siden 2013 gradvist sat ned fra 25% til det nuværende 22%. Det forventes ikke, at den vil blive sat yderligere ned, hvorfor 22% vil være skattesatsen fremadrettet.

13.3.7 Fastsættelse af lånerenten

Jf. årsrapporten 2018 s. 53 har Tivoli to prioritetslån med udløb i hhv. 2028 og 2037. Disse lån har hver især en renteswap tilknyttet på hhv. 5,0% og 1,47%. Da det må formodes, at størstedelen af gælden ligger i lånet med udløb i 2037 og dermed renten på 1,47%, må lånerenten ligge tættere på denne rentesats. Jeg fastlægger derfor den fremtidige lånerente til at være 2,5% før skat.

13.4 VÆKST I TERMINALPERIODEN.

Tivoli vil med de nævnte forudsætninger have en salgsvækst i terminalperioden på 2,7 %

13.5 DELKONKLUSION – BUDGETTERING

Eksterne påvirkninger som f.eks. vejret har været med til at give svingende resultater i løbet af analyseperioden. Men Tivolis strategi tager højde for dette, og har med omlægningen til helårsvirksomhed formået at modvirke denne negative påvirkning. Der vil dog altid være ubekendte faktorer, som kan spille ind, og denne usikkerhed må tages med i budgetteringen. Jeg har derfor valgt en konservativ tilgang til budgettet, for netop at imødekomme evt. udefrakommende påvirkninger, som kan have effekt på resultatet. Salgsvæksten i terminalperioden er fastsat til 3,66%, hvilket historisk virker realistisk.

14 VÆRDANSÆTTELSE

Med udgangspunkt i budgetteringen for de kommende 5 år og terminalperioden vil jeg foretage en værdiansættelse af Tivoli-aktien og sammenholde den med børsværdien pr. 30. december 2018.

Værdiansættelsen vil give udtryk for om den aktuelle aktiekurs er under- eller overvurderet og dermed om der er potentiale i at enten købe eller sælge aktien.

Til brug for værdiansættelsen vil den gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC) blive gennemgået og udregnet med baggrund i faktorer, som vil blive argumenteret og forklaret.

14.1 VÆRDIANSÆTTELSESMODEL

Der findes to modeller til at værdiansætte virksomheder efter den indirekte metode, hvor værdiansættelsen sker på aktiekursen. Den ene er DCF-modellen, hvor et budgetteret frit cash flow tilbagediskonteres til nutidsværdien ved hjælp af WACC. Den anden er RIDO-modellen (residualindkomsten) hvor der fokuseres på driftsoverskuddet og nettodriftsaktiverne tilbagediskonteres.

Jeg vil primært fokusere på DCF-modellen, men sekundært benytte RIDO-modellen for at understøtte mit resultat med DCF-modellen.

14.2 WACC

Det danske udtryk for WACC er de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, som er et udtryk for hvad minimumafkastet for en investors investering bør være for at modsvare den risiko vedkommende påtager sig.

Ved fastlæggelse af WACC bruges nedenstående formel, hvor r er renten på gæld og T er den gældende virksomhedsskattesats.

$$WACC = \frac{EK}{Balancesum} \times ROE + \frac{FK}{Balancesum} \times r \times (1 - T)$$

14.2.1 Beregning af kapitalstrukturen

Første skridt i værdiansættelsen er fastlæggelsen af kapitalstrukturen. Hvor stor en del der er egenkapital, og hvor stor en del er fremmedkapital/gæld. Tivoli har formentlig en driftskredit men da der ikke er nogle oplysninger om denne i årsregnskabet for 2018, vil jeg bruge tallene fra det reformulerede årsregnskab for 2018. Dette giver en samlet markedsværdi af egenkapitalen på antal aktier 5.716.660 gange med aktiekursen på 632 lig med 3.612.929.120 kr. Dette divideres med 1.000.000 da gælds delen (NFF) optræder i mio. kr. og man derved kan lægge de to tal sammen og finde den samlede markedsværdi.

Herefter er det nemt at fastslå hvor stor en andel de hver især har. Vi finder at egenkapitalandelen er på 93,46 % mens fremmedkapitalen/gælden er på 6,54 %.

14.2.2 Gennemsnitlig lånerente

Jf. budgetteringsdelen har Tivoli en gennemsnitlig lånerente på 2,5 % i fremtiden.

14.2.3 Ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav er sammensat af flere faktorer og fastsættes ud fra CAPM-formlen hvor volatil aktien er (beta), den risikofrie rente, risikopræmie samt eventuelt likviditetstillæg.

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

14.2.3.1 Beta

En akties betaværdi er et udtryk for hvor volatil aktien er. En betaværdi på over 1 betyder, at den pågældende aktie er mere volatil end markedet mens en aktie med beta på 1 har samme risiko som markedet/benchmark. Endeligt vil en aktie med en betaværdi på mindre end 1 have en mindre risiko end det marked/benchmark man sammenligner med. Som tidligere nævnt har Tivoli en moderat driftsmæssig risiko. Samtidig har de deres stærke brand, en kompetent ledelse og en god gældsstyring med hedging hvilket gør jeg vil vurdere deres finansielle risiko til lav. Samlet set vil jeg vurdere deres beta til at skulle ligge mellem 0,4 og 0,55. Dette stemmer overens med Financial Times, som fastsætter Tivolis beta til at være 0,51.

14.2.3.2 Markedets risikopræmie

Dette er det tillæg som investorerne kræver for at investere i aktien. Tillægget er umiddelbart svært at fastsætte eksakt, da det er op til den enkelte investor hvor risikoavers han/hun er. Jf. SKAT bør man anvende en risikopræmie på 4,5 %, som jeg vælger også at benytte mig af.

14.2.3.3 Den risikofrie rente

Typisk fastsætter man denne rente efter den toneangivende 10-årige danske statsobligation. Jf. Nationalbanken⁹ lå den på 0,2 % i december 2018, hvorfor jeg benytter mig af denne værdi.

9

http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2019/03/ANALYSE_nr%205%20Monetære%20og%20finansielle%20tendenser%20marts%202019.pdf



14.2.3.4 Indikativt likviditetstillæg

Jf. FSR 2002 kan man vælge at tilføje et likviditetstillæg, hvis der trods markedsværdien på selskabet er nogle begrænsninger. Da Tivoli trods alt må formodes kun at tiltrække indenlandske investorer, vælger jeg at tilføje et tillæg på 0,5 %.

Markedsværdi	Likviditetstillæg (indikativ)
0-50 mio. kr.	4-6 procent
50-250 mio. kr.	3-4 procent
250-500 mio. kr.	2-3 procent
500-3.500 mio. kr.	1-2 procent
3.500-7.500 mio. kr.	0-1 procent
7.500 + mio. kr.	0 procent

14.2.4 Beregning af ejernes afkastkrav og WACC

Jf. nedenstående beregning vil ejernes afkastkrav være 3,56%.

Ejernes Afkastkrav	
Beta	0,51
Risikopræmie	4,50%
Risikofri rente	1,56%
Likviditetstillæg	0,50%
Sats for afkastkrav	3,56%

WACC bliver herefter fastsat til 3,45% hvilket er et udtryk for, at der i gennemsnit betales 3,45% i rente for den kapital, der er stillet til rådighed.

Fastlæggelse af WACC	
mDKK / Gældsandel & EKandel	
Antal aktier	5.716.660
Kurs 30/12 2018	632
Markedsværdi af Egenkapital	3.612,9
Markedsværdi af Gæld	252,8
Samlet Markedsværdi	3.865,7
Egenkapitalandel	93,46%
Gældsandel	6,54%
Lånerente efter skat	1,95%
Ejernes Afkastkrav	3,56%
WACC	3,45%

Sammenlignes WACC med ROIC på 8,73% i 2018 ses det, at afkastet skaber en værdi på den investerede kapital, som er højere end investorernes krav. Dermed er der skabt økonomisk værdi for aktionærerne.

Ovenstående WACC på 3,45 % vil blive brugt til at lave værdiansættelsen af Tivoli.

14.3 VÆRDIANSÆTTELSE AF TIVOLI

Efter fastsættelse af WACC på 3,45 % skal værdiansættelsen af Tivoli laves. Som nævnt vil jeg benytte FCFF-modellen, hvor det fremadrettede cash flow tilbagediskonteres.

Herefter vil jeg lave en RIDO-model for at underbygge førstnævnte værdiansættelse.

14.3.1 FCFF

Beregning af FCFF gøres med udgangspunkt i budgettering af det fremadrettede cash flow.

	Pengestrømsanalyse:						Terminal
DO	102,4	100,5	105,3	110,4	115,8	121,4	126,3
ΔNDA	72,4	-143,6	48,9	51,8	54,9	58,2	50,4
FCF	30,0	244,1	56,4	58,5	60,8	63,3	75,8

Herefter tilbagediskonterer vi WACC for de fem perioder, for at få nutidsværdien af FCF. Det giver os en nutidsværdi på terminalperioden på lidt over 8,5 milliarder. Ved at fratrække NFF fra det reformulerede regnskab fra 2018 på 252 mio. får vi en samlet aktieværdi på 8,7 milliarder kr. Divideret ud på antal aktier giver det en værdiansættelse på 1527 kr. pr. aktie.

FCFF - Modellen							
mDKK/mSTK	Historisk	2019	2020	2021	2022	2023	Terminal
FCF	29,99	244,1	56,4	58,5	60,8	63,3	75,8
WACC + diskonteringsfaktor	3,45%	1,035	1,070	1,107	1,145	1,185	
Nutidsværdi af FCF		235,9	52,7	52,9	53,1	53,4	
Samlet PV af budgetperiode	448,0						
Værdi af terminal i år 5						10.111,6	
PV af terminal	8.534,3						
Virksomhedsværdi	8.982,3						
Markedsværdi af gæld	252,8						
Aktieværdien	8.729,5						
Antal aktier	5.716.660						
Værdi pr. aktie	1.527						

14.3.2 RIDO

Som nævnt tidligere vil jeg kontrollere den beregnede værdiansættelse fra FCF ved hjælp af RIDO-modellen. RIDO-modellen har i modsætning til FCF-modellen ikke fokus på cash flow, men i stedet driftsoverskud og NDA.

Bibeholder man udgangspunktet i terminalperioden og WACC, giver det følgende værdi pr. aktie:

RIDO - Modellen							
mDKK/mSTK	Historisk	2014	2015	2016	2017	2018	Terminal
DO	102,4	100,5	105,3	110,4	115,8	121,4	126,3
WACC + diskonteringsfaktor	3,45%	1,035	1,070	1,107	1,145	1,185	
Normaloverskud		40,5	35,5	37,2	39,0	40,9	42,9
Residualoverskud		60,0	69,8	73,2	76,8	80,6	83,4
PV af RIDO i budgetperiode		58,0	65,2	66,1	67,0	68,0	
Samlet PV i budgetperioden	324,3						
Værdi af terminalperiode i år 6						11.116,3	
PV af terminalværdi	9.382,3						
Bogført værdi af NDA	1.173,2						
Værdi af NDA	10.879,8						
Markedsværdi af gæld	252,8						
Aktieværdien	10.627,0						
Antal aktier	5.716.660						
Værdi pr. aktie	1.859						

Dette burde have givet omtrent samme værdi, da der tages udgangspunkt i de samme tal. Der er en difference på ca. 300 kr. i kursværdi pr. aktie, hvilket er nok til marginalt at understøtte resultatet fra FCF-modellen.

Ved beregningen kan det ses, at nutidsværdien ved RIDO af terminalperioden er 9382 mio. kr. men der skal også tillægges den bogførte værdi af netto driftsaktiviteter på 1173,2 mio. kr. Den samlede værdi på 10,627 milliarder fordelt på 5.716.660 aktier giver en kursværdi pr. aktie på 1859 kr.

14.4 OPSAMLING AF FCFF OG RIDO

Differencen mellem RIDO og FCF på ca. 300 kr. pr. aktie er ikke optimal, og burde have været mindre.

En værdi på 1527 kr. pr. aktie mod en kurs på 632 kr. pr. aktie på Københavns Fondsbørs pr. 30.12.2018 giver en undervurdering af aktien ud fra et investorsynspunkt. Der er tale om en forskel på 141 % hvilket resulterer i en købsanbefaling. Hvis tallene stemmer, bør man se en kursstigning i løbet af 2019.

Dette er imidlertid ikke sket. Årsagen til dette kan findes i at beregningerne er forkerte og evt. formler er opstillet forkert.

Alternativt kan det også være, at realkursen er blevet holdt kunstigt nede af store investorer, der fortsat ønsker at Tivoli skal være en folkeaktie, som alle har råd til at erhverve sig.

Muligheden kan også være, at omsætteligheden på aktien er for lille grundet den store ejerandel af Skandinavisk Tobakskompagni og Chr. Augustinus Fabrikker.

Slutteligt kunne en anden mulighed også være de små justeringer og forskelle under ejernes afkastningsgrad, som vil give store ændringer i den beregnede aktiekurs. En fjernelse af likviditetstillægget vil f.eks. resultere i en WACC på 2,99%, som igen vil give en kursværdi pr. aktie på 3983 kr.

15 KONKLUSION

I starten af opgaven udarbejdede jeg nogle underpunkter i problemformuleringen, som jeg ønskede at få svar på:

- Hvad er værdien af Tivoli fra investors synspunkt
- Hvilke usikkerhedsmomenter kan påvirke værdiansættelsen af Tivoli

For at underbygge udregningerne til brug for værdiansættelsen, har jeg lavet en strategisk analyse af Tivoli for at besvare de to underpunkter til problemformuleringen:

- Hvem er Tivoli
- Branchemæssige og selskabsspecifikke påvirkninger

Der er udarbejdet en PESTEL-analyse for at beskrive Tivolis eksterne forhold, en konkurrenceanalyse ved hjælp af Porters Five Forces, McKinseys 7s og en opsamlende SWOT-analyse.

Delkonklusionen viser, at Tivoli har et meget stærkt brand og en traditionsrig historie kombineret med en central placering i København. Dette giver dog også nogle ulemper i form af begrænsede muligheder for at udvide fysisk.

Næste step i værdiansættelsen var regnskabsanalysen. For at kunne udregne nøgletal, skulle årsrapporterne reformuleres i de to ben – drift og finansiering. Efterfølgende er der lavet en rentabilitetsanalyse og en risikoanalyse.

Følgende underpunkter til problemformuleringen blev besvaret

- Evner Tivoli at skabe fortsat økonomisk vækst for aktionærerne?
- Hvordan er udviklingen i Tivolis rentabilitet?
- Hvilken risikoprofil har Tivoli?

Da Tivoli har en ROIC, der er højere end WACC, evner Tivoli at skabe fortsat økonomisk vækst for deres aktionærer. Samtidig har Tivoli også vist en stigende overskudsgrad gennem de seneste år, som spås at ville fortsætte.

En opsummering af de forskellige risici viser, at Tivoli har en lav til moderat risikoprofil.

- Kan markedskursen og den beregnede kurs sammenlignes?
- Hvilke faktorer kan påvirke værdiansættelsen af Tivoli?

Markedskursen og den beregnede kurs kan sammenlignes, da nogle få hovedaktionærer sidder på aktiemajoriteten og reelt er en hindring for et frit, gennemsigtigt marked.

Den beregnede kurs giver anledning til at tro, at Tivolis aktie er undervurderet i forhold til markedskursen.

Beregningen viser, at den er utrolig sårbar overfor ændring af små faktorer, så som WACC, beta og evt. likviditetstillæg.

Dermed anses begge spørgsmål fra problemformuleringen for at være besvaret.

16 KILDEANGIVELSE

Tivolis årsrapporter 2013-1028

Tivoli.dk

VisitDenmark.dk

Værdiansættelse af Tivoli af Morten Olesen fra 2013

Værdiansættelse af Tivoli af Mark Elmgreen fra 2014

Wikipedia.org

Skat.dk

Dst.dk

Boersen.dk

Internt materiale fra Nykredit

[http://denstoredanske.dk/Dansk Biografisk Leksikon/Medier/Bladudgiver/Georg Carstensen](http://denstoredanske.dk/Dansk_Biografisk_Leksikon/Medier/Bladudgiver/Georg_Carstensen) - oprindelsen

<https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=TIV:CPH>

<https://skat.dk/skat.aspx?oid=1813218>

<http://www.nationalbanken.dk/da/statsgaeld/Auktionerogudstedelser/Sider/Auktionsresultater---Statsobligationer.aspx>

<https://finans.dk/okonomi/ECE12019682/preset-paa-realkredit-og-statsobligationer-stiger-danmarks-rolle-som-sikker-havn-er-udfordret/?ctxref=ext>

17 BILAG

Vedhæftet.