



Strategisk analyse og værdiansættelse af Tivoli A/S

Af Marco Moustgaard Kræmer

CBS – HD(R)

6. maj 2020

Indhold

1. Indledning	4
1.2 Abstract	4
1.4 Problemformulering	6
1.4.1 Strategisk analyse	6
1.4.2 Regnskabsanalyse	7
1.4.3 Værdiansættelse	7
1.5 Afgrænsning	8
1.6 Fremgangsmetode	9
1.7 Kildekritik	11
2. Virksomhedsbeskrivelse	12
3. Strategisk analyse	13
3.1 PEST-analyse	13
3.1.1 Politiske forhold	14
3.1.2 Økonomiske forhold	16
3.1.3 Sociokulturelle forhold	17
3.1.4 Teknologiske forhold	19
3.1.5 Miljømæssige forhold	19
3.2 Porters 5 forces	21
3.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder	22
3.2.2 Truslen fra nye indtrængere	23
3.2.3 Truslen fra substituerende produkter	25
3.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke	25
3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke	27
3.2.6 Opsamling på branchens attraktivitet	28
3.3 VRIO-analyse	29
3.3.1 Brand & image	30
3.3.2 Beliggenhed	31
3.3.3 Børsnoteret	31
3.3.4 Medarbejdere	32
3.3.5 Opsamling på VRIO-analyse	33
3.4 Porters Generiske Strategier	33
3.5 SWOT	35

4. Regnskabsanalyse	36
4.1 Gennemgang af regnskabsgrundlaget	37
4.1.1 Revisionspåtegning	37
4.1.2 Anvendt regnskabspraksis.....	37
4.2 Reformulering af finansielle opgørelser	38
4.2.1 Egenkapital	39
4.2.2 Balanceposter	39
4.2.3 Resultatopgørelse.....	40
4.2.4 Pengestrømsopgørelsen	41
4.3 Rentabilitetsanalyse.....	42
4.3.1 Analyse af driftsaktiviteten	44
4.3.2 Analyse af finansieringsaktiviteten	51
4.3.3 Opsamling på regnskabsanalyse	54
5. Budgettering.....	55
5.1 Budgetlængde.....	55
5.2 Salgsvækst	56
5.3 Driftsoverskud	57
5.4 AOH og NDA	58
5.5 Terminalåret	59
5.5 Budget og finansielle drivere	59
6.1 Værdiansættelse.....	61
6.1.1 Valg af værdiansættelsesmodeller	61
6.1.2 Fastsættelse af WACC.....	62
6.2 DCF-modellen	64
6.3 RIDO-modellen.....	65
6.4 Opsamling på værdiansættelse.....	66
7. Konklusion	68
8. Litteraturliste.....	70

1. Indledning

1.2 Abstract

What is the fair value of Tivoli A/S?

Tivoli A/S is well-established in the very heart of Copenhagen. Not only is it placed at – some would say – the best location in Denmark, it is also a well-beloved attraction. Tivoli is a well renowned amusement park. It has been among us all since 1843: Through economic depressions, world wars and adoption of the Danish constitution.

There is not much doubt about Tivoli's historical impact – but how are the strategic position?

During this thesis a thoroughly strategic analysis of said company will take place. This analysis will show that Tivoli's earning potential depends on numerous things; Growth in tourism, growth in GNP, changes in weather conditions amongst other. It will also be clear that Tivoli is the absolute market-leader in this industry – and that Tivoli possesses the strategic capabilities needed for defending this position. However, there are no such thing as a free meal, and Tivoli's position is a result of rather intense investments. In the past couple of years, Tivoli has been strengthening its strategic position with a new addition to the park; a semi-inside area enabling more opening days and a better usage of the capacity. This investment in particular will show its value in the final valuation, where the discounted cash flow model – along with the RIDO-model – will estimate one common stock to 703 DKK.

1.3 Forord

Slår man ordet ”tivoli” op i en hvilken som helst ordbog, forklares ordet som en paraplybetegnelse for et sted med rutsjebaner, karruseller, candy-floss og boder. Alligevel er der ét sted, som i folkemunde går under navnet ”det *rigtige* tivoli”.

Tivoli A/S er blevet en del af danskernes kulturarv. I hjertet af København, midt imellem Rådhuspladsen og Hovedbanegården, lyser de farvede pærer over brummende forlystelser og hvinende børn. Det har de gjort siden 1843. I dag har de fleste danskere minder og associationer forbundet med Tivoli. Nogle husker måske at have smidt armene i vejret når den gamle rutsjebane skulle ned fra sit højeste. Andre mindes den beundring – som måske er forbeholdt børn – når Tivoli-Garden marcherede gennem parken. Og så er der dem, som endnu ikke er færdige med Tivoli. Teenagerne der glæder sig til sommerens fredagsrock. Eller pensionisterne, der ser frem til at samle familien i Grøften. Tivoli inkluderer os alle – og når man kigger på listen over danske børsnoteret virksomheder, er det svært at finde en mere folkekær aktie end denne.

Derfor har jeg fundet det interessant at sætte fokus på Tivoli A/S. For hvordan driver man en virksomhed, der ikke alene skal være rentabel, men samtidig skal *være* noget for alle?

Værdi kan være mange ting. Denne opgave søger at fastsætte Tivoli A/S’ markedsmæssige værdi som investeringsobjekt. Gennem adskillige analyseredskaber vil Tivolis verden undersøges. Og de parametre der må tilsiges at have drevet Tivolis værdiskabelse i løbet af de seneste 177 år identificeres. Ud fra dette vil jeg komme med et kvalificeret skøn over Tivolis fremtidige værdiskabelse og den deraf afledte værdi.

1. januar 2020 lød værdien for én tivoli-aktie på 700 kr. Er det en rimelig pris for et stykke dansk historie og kulturarv?

Det vil blive belyst i nærværende opgave.

1.4 Problemformulering

I forlængelse af indledningen vil jeg konkretisere opgavens formål, som værende besvarelsen af følgende spørgsmål,

”Hvad er Tivoli A/S’ fundamentale værdi pr. 31/12 2019 og er den over- eller undervurderet af markedet?”

Til besvarelse af ovenstående problemformulering, har jeg fundet det hensigtsmæssigt at opdele opgaven i tre overordnede segmenter: Strategisk analyse, regnskabsanalyse og slutteligt værdiansættelse. Opdelingen har til formål at afdække de forhold, der har indvirkning på min endelige konklusion.

1.4.1 Strategisk analyse

Den strategiske analyse søger at belyse den virkelighed Tivoli opererer i. *Omverdenens* påvirkning på Tivolis værdiskabelse blotlægges, således at eksterne faktorer – ude af Tivolis kontrol – vurderes og bidrager til en øget forståelse for Tivolis driftsmæssige risiko. Ligeledes undersøges branchens attraktivitet, samt de af Tivolis interne faktorer der synes at være relevante for Tivolis værdiskabelse. Det strategiske afsnit vil besvare følgende delspørgsmål:

”Muliggør Tivolis strategiske position fremadrettet værdiskabelse?”

- Hvilke eksterne forhold kan potentielt påvirke Tivoli?
- Hvilke forhold påvirker branchens attraktivitet – og hvordan er Tivoli stillet?
- Er Tivoli i besiddelse af strategiske kapabiliteter – og er disse i stand til at skabe værdi?

1.4.2 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har til formål af undersøge Tivolis historiske værdiskabelse. Med afsæt i eksisterende regnskabsmateriel, vil Tivolis evne til at skabe værdi undersøges, og underliggende finansielle drivere identificeres.

”Hvad har drevet Tivolis historiske værdiskabelse?”

- Er der anledning til justering af det historiske regnskabsgrundlag?
- Hvordan har Tivolis rentabilitet udviklet sig historisk – og hvad har *drevet* denne udvikling?
- Hvilken drifts- og finansieringsmæssige risikoprofil har Tivoli?

1.4.3 Værdiansættelse

De to forgangene afsnit vil danne fundament for udarbejdelsen af værdiansættelsesafsnittet. Afsnittet vil give anledning til besvarelse af den oprindelige problemformulering, men nedenstående delspørgsmål må ligeledes besvares:

- Hvilke antagelser er rimelige at gøre om Tivolis fremtidige økonomiske resultater?
- Hvad er værdien nutidsværdien af den fremadrettede værdiskabelse?
- Hvor følsom er den estimerede værdi over for ændringer i datasættet?

1.5 Afgrænsning

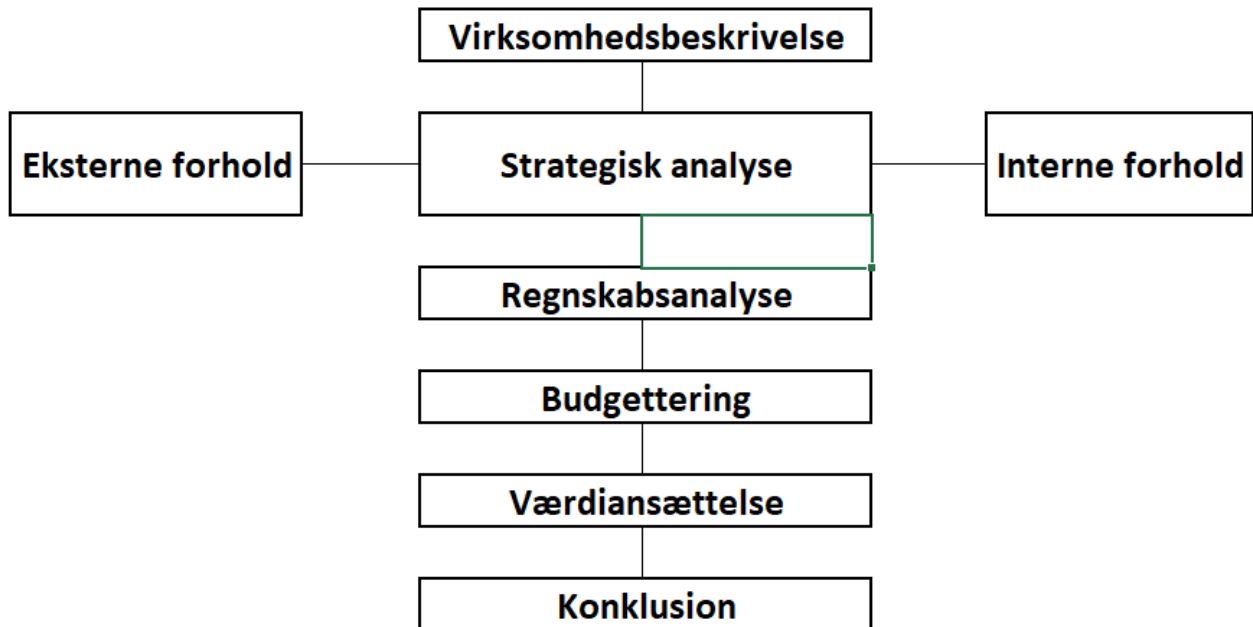
Overordnet har jeg afgrænset min indgående informationsindsamling til værende offentlig tilgængelige data pr. 31/12 2019. Datakilder, og viden, herefter vil derfor ikke indgå i besvarelsen.

Dog er der gjort en undtagelse under regnskabsanalysens afsnit. For at gøre dette afsnit overskueligt og undgå overflødige antagelser, er rapporteringen fra Tivolis fjerde kvartal indarbejdet, om end denne information først blev offentliggjort d. 29/4 2020. Alternativet hertil var at korrigere de beregnede nøgletal for det manglende kvartal *eller* gøre antagelser om det sidste kvartals indtægter og omkostninger. Begge scenarier ville have behæftet den endelige konklusion med yderligere antagelser.

Det bemærkes endvidere at information angående COVID19 er udeladt i overensstemmelse med nævnte skæringsdato. Mine overvejelser i forbindelse med dette omfatter i øvrigt, at der på udarbejdelsestidspunktet af opgaven ikke har været afklaring om pandemiens omfang. F.eks. har både de samfundsmæssige konsekvenser og de konkrete konsekvenser for Tivoli været spekulative – og det ville derfor være svært at forankre budgetudarbejdelsen i de teoretiske fremgangsmetoder. De til opgaven udarbejdede modeller vil dog stadig være brugbare og kan om muligt tilpasses eventuelle konsekvenser COVID19 måtte medføre.

Øvrige afgrænsninger vurderes uvæsentlige for læser på nuværende tidspunkt og oplyses ved relevans.

1.6 Fremgangsmetode



Figur 1: Egen tilvirkning

Metodisk vil ovenstående skitse benyttes.

Først præsenteres læseren af en virksomhedsbeskrivelse af Tivoli A/S. Det sikrer at læseren ved hvilken virksomhed der behandles – og eventuelt forudindtaget information viderebringes.

Dernæst følger det strategiske afsnit, hvorfra Tivolis interne og eksterne faktorer afdækkes. De valgte metoder hertil er som følger:

1. PEST-analyse
2. Porters 5 forces
3. VRIO-analyse
4. Porters Generiske Strategier
5. SWOT-analyse

Denne fremgangsmetode går kronologisk til værks: Først undersøges Tivoli udefra – for herefter at kunne undersøges internt. PEST-analysen vil afdække Tivolis omverden; De faktorer der har indflydelse på Tivoli, men som Tivoli ikke selv er herre over. Dernæst undersøges branchen mere specifikt. Branchen defineres og undersøges ud fra Porters 5 kræfter, som siges at kunne påvirke branchens attraktivitet og konkurrence. Det vil her blive belyst, om Tivoli øjensynligt er i besiddelse af konkurrencemæssige fordele. Herefter vil Tivolis interne ressourcer analyseres: Det vil belyses om Tivolis umiddelbare fordele er vedvarende og potentielt med til at øge evnen til værdiskabelse. Til sidst sammenholdes den fundne information med Tivolis strategiske muligheder – og det vil i denne sammenhæng undersøges, om Tivolis nuværende strategi er i overensstemmelse med analysen. Kernen i disse analyser vil opsummeres i en SWOT-analyse.

I regnskabsanalysen vil informationsniveauet søges at konkretiseres. De fundne strategiske faktorer vil sammenholdes med Tivolis historiske empiri. Mere konkret vil egenkapitalforrentningen dekomponeres ved brug af den udvidede DuPont-pyramiden. Denne blotlægger *driverne* bag Tivolis værdiskabelse i henholdsvis driftsaktivitet og finansieringsaktivitet. Dette afsnit vurderes særligt vigtigt, fordi resultaterne vil kunne danne fundament for den egentlige budgetudarbejdelse til brug for værdiansættelsen.

Budgetterne vil udarbejdes på baggrund af de forudgående analyser. De strategiske faktorer der synes at påvirke Tivoli vil kombineres med den konkrete viden fra regnskabsanalysen, så budgetterne må findes rimelige og sandsynlige.

Den endelige værdiansættelse vil beregnes ud fra indirekte modeller. Det besluttes at benytte både DCF-modellen og RIDO-modellen. Årsagen hertil er at begge modeller beregner den samme værdi – men på forskellig vis. Det skaber en vis sikring i forhold til den endelige konklusion, og på sin vis er det med til at eliminere eventuelle fejl i denne fase.

1.7 Kildekritik

Opgaven tager udgangspunkt i sekundære kilder, der ligger offentligt tilgængelig for alle. Mest betydningsfuld er Tivolis egne årsrapporter. Disse er den primære datakilde, fra hvilke mange af opgavens analyser foretages. Da årsrapporten udarbejdes af Tivolis ledelse, vil disse gennemgås nøje i regnskabsanalysen. Det gøres med et formål om at identificere mulig ”støj”, som i så fald vil justeres væk i reformuleringen af regnskabsgrundlaget, forud for de efterfølgende nøgletalsanalyser.

Foruden årsrapporterne, vil der også indgå øvrige kilder. Troværdigheden vil dog løbende vurderes – og kilderne vil udelukkende medtages i opgavegrundlaget såfremt de findes pålidelige.

Det kan hertil nævnes at de anvendte kilder f.eks. forventes at omfatte Danmarks Statistik, brancheorganisationer mv.

Til brug for opgavens udformning vil der desuden benyttes litteratur fra HD-studiets pensumlister. Anvendte bøger vil tilføjes litteraturlisten; Hvis det findes nødvendigt at oplyse kildehenvisning til praktiske fremgangsmåder eller definitioner, vil disse primært tilfalde Ole Sørensens ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”.

2. Virksomhedsbeskrivelse

Formålet med dette afsnit er at give læseren indsigt i virksomheden Tivoli A/S.

Tivoli er en forlystelsespark placeret i hjertet af det pulserende København mellem Københavns Rådhus og Københavns Hovedbanegård. Tivoli blev grundlagt i år 1843 af den danske officer og iværksætter Georg Carstensen, med tilladelse fra den danske kong Christian 8. og er i dag anerkendt som værende en af verdens ældste forlystelsesparker i drift.

Ved Tivolis grundlæggelse i år 1843 rummede Tivoli 59.100 m² og havde det første år 174.609 besøgende. Sidenhen har Tivoli forsynet det danske folk med kultur og fornøjelser, og har derigennem opbygget et stærkt bånd til det danske folk, der anser Tivoli som en kulturskat. Dette har betydet, at Tivoli den dag i dag rummer 82.717 m² og havde i år 2019 4.581.000 besøgende, fra hele verden¹.

Tivolis resultat for år 2019 udgør 209,1 mio. kr., hvilket er det højeste i selskabets lange historie. Tivoli A/S er et børsnoteret aktieselskab hvoraf aktiemajoriteten ejes af Skandinavisk Holding A/S og Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab, der som professionelle investorer både er optagede af Tivolis indtjening og af det højt profilerede brand. Foruden disse, har selskabet omkring 19.000 aktionærer, der er private borgere. Virksomheden Tivoli A/S har igennem 177 år ført en forretning der hviler på fire ben:

- Haven
- Forlystelser
- Spisesteder
- Kulturen



Forretningen har igennem disse formået at betage, engagere og forføre sin besøgende ved at skabe tradition og derigennem opnå høje brandforventninger, der i høj grad er nøglen til Tivolis alder og succes.

Tivolis aktie har i den seneste årrække være opadgående retning, hvilket ses af ovenstående kursudvikling

¹ <https://www.tivoli.dk/da/om/virksomheden/aarsrapporter/2019>

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse indgår som første led i min fundamentale værdiansættelse af Tivoli A/S. Analysens overordnede formål er at øge kendskabet til virksomheden, herunder de finansielle værdidrivere og risikofaktorer der er forbundet med selskabets aktivitet, således at de senere opstillede budgetforudsætninger er forankret i konkret viden om selskabets interne og eksterne forhold, samt branchens overordnede attraktivitet.

Metodisk tilrettelægges analysen efter følgende fremgangsmetode;

1. Analyse af makromiljø (PEST-analyse)
2. Analyse af branchens attraktivitet (Porters Five Forces)
3. Analyse af strategiske/unikke kapabiliteter (VRIO-model)
4. Analyse af strategiske muligheder (Porters Generiske Strategier)
5. Sammenfatning (SWOT-analyse)

3.1 PEST-analyse

Enhver virksomhed påvirkes i et vist omfang af eksterne faktorer i såvel positiv som negativ forstand. For at kunne lave et kvalificeret skøn over Tivolis fremtidige økonomiske præstationer, er det selvsagt vigtigt at fastlægge, hvorledes omverden påvirker Tivolis evne til at skabe værdi. Ved brug af PEST-analysen afgrænses *omverden* til 4 nøglefaktorer, sådan at analysen bidrager til en effektiv identifikation og kortlægning af de eksterne faktorerers konsekvenser. Den klassiske model udvides ofte til en såkaldt PEST(EL)-analyse for at inkludere flere faktorer. For Tivoli A/S finder jeg det relevant at modificere modellen, så miljømæssige forhold inkluderes: Politiske forhold (P), økonomiske forhold (E), sociokulturelle forhold (S), teknologiske forhold (T) og miljømæssige forhold (E).

3.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold er relevante for vores analyse af de eksterne forhold, fordi alle virksomheder i større eller mindre grad påvirkes af lovgivning fra det land de opererer i.

Påvirkningens vægtning afhænger givetvis af landet den pågældende virksomhed opererer i – og da Danmark er et politisk stabilt land, synes områdets påvirkning på Tivoli begrænset.

Nedenstående forhold bør dog alligevel som minimum berøres.

Skatte- og afgiftspolitikker kan både have direkte og indirekte effekt på Tivoli A/S. Mest oplagt er selskabsskatten. I den seneste tid har denne lydt på 22% af det skattepligtige resultat. En ændring i denne vil selvsagt have en betydning for Tivoli - ikke alene for rentabiliteten, men også i forbindelse med overvejelser af fremmedfinansiering og finansielle omkostningers skattefordele.

Andre tiltag kan også skabe incitament for kapitaltilpasning og øvrige fordele afledt heraf. Historisk har man f.eks. set forskellige skatteretslige tiltag, som at øge det skattemæssige afskrivningsgrundlag på ny erhvervede aktiver. Tiltag som dette øger attraktiviteten ved at foretage nye investeringer. For Tivoli, der må betegnes som værende en kapitalintens virksomhed, kan skatteretslige ændringer derfor potentielt have stor betydning. Tendensen har dog været, at selskabsskatten er faldende - og de fleste historiske tiltag har været konsekvenser af en lempelig finanspolitik i tider med lavkonjunktur. Desuden er skatteretslige ændringer universelle, idet de stort set ens for alle danske virksomheder.

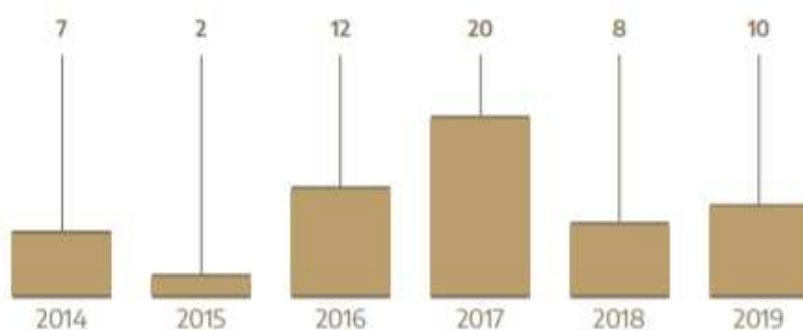
Mere relevant er det at kigge udviklingen blandt øvrige afgifter. Momsmæssigt er Tivoli nemlig eksponeret for adskillelige politiske beslutninger. F.eks. er Tivolis kulturelle indslag på nuværende tidspunkt momsfrataget. Derudover er momsfradraget for Tivolis ydelser begrænset for erhvervskunder. Det skyldes at Tivolis ydelser primært kategoriseres som underholdning, hvilket ikke giver anledning til momsfradrag. En lempelse af et forhold som dette ville alt andet lige øge efterspørgslen på Tivolis ydelser. Det sås f.eks. pr. 1. januar 2015, da fradraget for moms på hotelovernatninger steg til fra 75% til 100% - blot få år forinden var kun 25% af momsen fradragsberettiget.

Københavns Kommune har også haft en væsentlig betydning for Tivoli. Lokalplanen begrænser udviklingen af lokalområdet – og Tivoli har således været afhængig af kommunens billigelse ved udbygninger og ændringer af havens areal. Tivoli er på nuværende tidspunkt en moden virksomhed

som allerede har gennemført store investeringer i anlægskapitalen. De eventuelle begrænsninger som planregulativerne sætter i denne sammenhæng, vurderes derfor ikke at have en stor betydning fremadrettet. Det er dog en væsentlig faktor at have in mente, da det øger indgangsbarriererne for nye indtrængere.

Betydningen af kommunalpolitikens fremadrettede udvikling retter sig nærmere mod støjniveau og logistiske overvejelser. Fredagsrock er en vigtig del af Tivolis aktivitetssortiment – og her er Tivoli i høj grad afhængig af lokalsamfundets accept. Afhængigheden kan givetvis defineres som gensidig, da lokalsamfundet også har interesse i sådanne aktiviteter, der øger områdets overordnede attraktivitet. Det fremgår dog af figur 2, at der hvert år sker klager over diverse af parkens aktiviteter – hvorfor at det er vigtigt for Tivoli at vise ansvarlighed for at bibeholde et godt image.

Antal naboklager



Figur 2 – naboklager (kilde: Tivolis A/S, CSR-rapport 2019)

I dag er Tivoli attraktivt placeret, med indgange placeret tæt på både Hovedbanegården og Rådhuspladsen. Det er derfor svært at forstille sig en bedre placering i forhold til tilgængelighed med offentlig transport – og Københavns Kommune kan potentielt præge værdien af Tivolis beliggenhed markant, ved at foretage logistiske ændringer.

Disse forhold forekommer en smule spekulative og er svære at konkretisere i pålidelige antagelser. De vil derfor ikke medtages i de egentlige budgetforudsætninger, men som analytiker er det vigtigt at være bekendt med den potentielle indvirkning.

Social- og velfærds politik, samt rente- og pengepolitik, kan også have en væsentlig betydning for Tivoli. Det skyldes at det er politiske forhold der kan øge – eller mindske – den gennemsnitlige disponible indkomst. En ændring i den disponible indkomst vil kunne forme forbrugsmønstre i en sådan retning, at folk enten vælger at forbruge mere eller mindre på luksus-goder som Tivoli. Disse forhold vil benævnes i de næstkommende afsnit.

3.1.2 Økonomiske forhold

Generelt er oplevelsesøkonomien relativ konjunkturbestemt, idet restaurantbesøg, rejser, teaterforestillinger – og en tur i Tivoli – ikke er en nødvendig gode. Luksusgoder, som Tivoli, er derfor forbeholdt forbrugeren, som har ”luft” i økonomien. Hvis denne luft forsvinder, og privatforbruget må tilpasses herefter, er Tivoli givetvis én af de goder der kan undværes og derfor bespares. Udviklingen i den disponible indkomst vil derfor have en effekt på Tivolis indtjeningspotentiale.

En stigende arbejdsløshed, eller en faldende lønudvikling, vil således have en negativ effekt på Tivoli – og ved udarbejdelsen af budgetforudsætningerne vil forventningerne til Danmarks BNP derfor inkorporeres.

Omvendt kan Tivoli også substituere øvrige luksusgoder, som er dyrere end Tivoli. Det kunne f.eks. være rejser: I tider med lavkonjunktur må det forventes, at en andel af børnefamilier undlader udlandsrejser, for i stedet at holde ferie i Danmark. I en sådan situation ville Tivolibesøg, biografter mv. være et billigere alternativ, om end det stadig kan kategoriseres som luksusgoder.

Foruden nationaløkonomiens udvikling, påvirkes Tivoli også af den øvrige verdensøkonomi. Det skyldes, at en del af Tivolis besøgende er turister. En svækkelse af den danske krone ville have den konsekvens, at Danmark ville være mere attraktivt for turister – og at det samtidig ville gøre udlandsrejser mindre attraktive for danskere, jf. ovenstående. I denne forbindelse kan det nævnes, at Tivoli ofte anbefales som værende én af de attraktioner man som turist skal opleve i Danmark².

² <https://www.lonelyplanet.com/denmark/copenhagen/attractions/tivoli-gardens/a/poi-sig/1289450/358838>

Forventninger til valutaudsving har en iboende spekulativ karakter – og jeg anser dem derfor ikke til at være pålidelige i forbindelse med udarbejdelse af budgetforudsætningerne. Dog vil jeg simplificere dette forhold ved at finde forventninger til den fremtidige turismeudvikling fra relevante brancheorganisationer.

3.1.3 Sociokulturelle forhold

Som de to forgangene afsnit også har berørt, påvirkes Tivoli af forbrugsmønstre – og er således eksponeret af eksterne faktorer som har indvirkning på den disponible indkomst og dennes betydning for forbruget af ikke-nødvendige goder. Det fremgår af figur 3³. Tabellen viser privatforbruget fordelt på forskellige omkostningstyper fra efterkrigstiden til 2017. Heraf kan udledes, at der historisk har været en tendens til, at danskernes forbrug har været præget af livstilssubjekter, såsom bolig, bil og 'øvrige tjenester' (som jeg antager omfatter oplevelsesforbrug).

PRIVATFORBRUG							
	1948	1960	1975	1985	1995	2000	2007
	årets priser, mia. kr.						
Privat forbrug i alt	12,6	26,5	125,2	346,0	521,8	616,7	839,8
	pct. af privatforbrug						
Mad	38,5	32,5	25,6	21,9	17,8	16,4	14,2
Brændsel og benzin	8,0	6,9	8,1	8,9	8,3	8,9	8,6
Øvrige ikke-varige varer	15,8	14,4	12,5	11,9	11,8	11,6	11,3
Køb af biler	1,4	5,5	4,6	6,3	5,6	4,3	6,0
Øvrige varige varer	6,0	9,8	10,1	8,0	7,5	8,0	7,7
Bolig	4,4	7,6	15,4	17,2	19,6	19,7	19,2
Øvrige tjenester	26,0	23,3	23,7	25,7	29,4	31,1	33,1

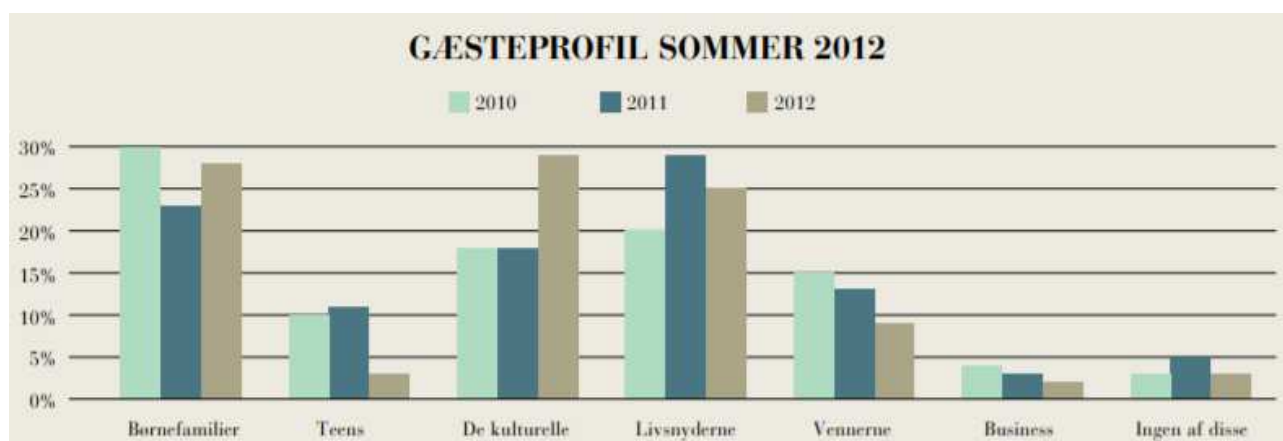
Figur 3 – kilde: danmarkshistorien.dk

Forbrugsmønstre kan dog fortsat ændres, selv hvis det økonomiske råderum forbliver uændret. Det kan f.eks. være på 'mode' at leve minimalistisk og i stedet forbruge mere på oplevelser. Det modsatte scenarie kan selvfølgelig også gøre sig gældende.

³ <https://danmarkshistorien.dk/leksikon-og-kilder/vis/materiale/statistik-forbrug-1947-2007/>

Derudover kan den demografiske udvikling have betydning for Tivoli. Selvom Tivoli henvender sig til alle aldersgrupper, antages det at den størst-indtjenende målgruppe er børnefamilier, fordi de er mere tilbøjelige til at købe turpas og diverse salgsartikler i Haven. Den ældre befolkning antages at begrænse sit forbrug til indgang i parken, mad mv. Til den demografiske udvikling følger desuden, at indkomstfordelingen må antages at have en vis betydning. Hvis økonomisk vækst blot tilfalder den ældre befolkningsgruppe, vil den givetvis ikke have den store spill-down-effekt på Tivoli – omvendt kunne det også tænkes at en økonomisk fremgang ville tiltrække børnefamilier, hvilket ville forstærke effekten for Tivoli.

I årsrapporten for 2012 præsenterede Tivoli resultatet af deres undersøgelse af gæsteprofilen blandt de besøgende gæster, hvilket viser at Tivoli i høj grad henvender sig til børnefamilier, de kulturelle og livsnnyderne.



Figur 4 - 2012 Årsrapport, Tivoli A/S

Befolkningstilvæksten i København og omegn må også siges at være af betydning. I det kontrafaktiske scenarie at størstedelen af områdets befolkning fraflytter, ville Tivolis rentabilitet falde markant. Derfor kan det også konkluderes, at en forøgelse af indbyggertallet i området vil have en positiv effekt på Tivolis besøgstal og rentabilitet. En sådan befolkningstilvækst kan være svær at forudse, men i udarbejdelsen af budgetforudsætningerne vil Københavns Kommune egne forventninger indgå.

3.1.4 Teknologiske forhold

Tivolis påvirkning fra den teknologiske udvikling synes øjensynligt begrænset, men indirekte faktorer kan dog identificeres. Eksempelvis kan nye teknologiske forandringer præge kundernes forventninger til Tivoli, med den afledte effekt at Tivoli kan være nødsaget til at foretage investeringer uden et stort økonomisk incitament. I senere tid har Tivoli f.eks. udvidet den digitale platform Tivoli Lux, som indgår i Tivolis loyalitetsprogram i mål om at øge det generelle serviceniveau. Rentabiliteten af en sådan investering forekommer en smule vag – og man må overveje om denne bør opfattes som et udtryk for kundernes forventningspres, altså et forsøg på at fornyelse og udvikling i henhold til tidsånden, eller om den rent faktisk øger Tivolis værdiskabelse. Dertil kommer også at Tivoli løbende investerer i nye forlystelser. I rentabilitetsanalysen vil det behandles, om disse investeringer bidrager til Tivolis værdiskabelse – eller blot er et udtryk for forbrugerens forventninger om, at en forlystelsespark holder sig ajour med den teknologiske udvikling.

3.1.5 Miljømæssige forhold

Ved miljømæssige forhold tænkes der i første omgang på vejret. I samtlige af Tivolis årsrapporter indgår vejret som en væsentlig faktor til forklaring af årets resultat. Følgende citat fremgår eksempelvis af regnskabsberetning i årsrapporten 2019:

”Det samlede besøgstal udgør 4.581.000, hvilket er 6% lavere end i 2018, hvor besøgstallet var 4.854.000. Det lavere besøgstal for 2019 skyldes færre åbningsdage, mindre aktivitet i Salene og et regnfuldt forår og efterår.” – 2019 Årsrapport – Tivoli A/S, s. 9

Forventningerne til 2019, jf. 2018 årsrapporten, blev desuden behæftet med en vis usikkerhed, grundet vejrets uforudsigelighed:

”Vejret og andre udefra kommende begivenheder kan have stor indflydelse på Tivolis forretning og dermed udvikling i årets resultat.” – 2018 Årsrapport – Tivoli A/S, s. 9

Ifølge Tivolis egen ledelse, er vejret altså en vigtig faktor for Tivolis omsætning. I hovedtræk afhænger Tivoli af antal besøgende, samt de besøgendes samlede forbrug pr. visit. Det er derfor op til ledelsen at sælge mest muligt til hver besøgende – men besøgsantallet kan alligevel afhænge af

udefra kommende faktorer, som f.eks. vejret. Det skyldes at Tivoli er en udendørs attraktion, hvilket gør den mindre attraktiv på dage med regnfuldt vejr. Man iværksatte derfor en ny plan i 2016 om at gøre haven mindre afhængig af godt vejr, ved at etablere Tivoli Hjørnet, som er et overdækket areal med spisemuligheder mm. Tivoli Hjørnet åbnede i november 2017 og har således gjort, at Tivolis omsætning er mindre sæsonbestemt i forhold til tidligere år. Investeringens driftsmæssige resultater udmøntede sig allerede i 2018:

”Årets besøgstal på 4,85 mio. gæster er 11% højere end i 2017 og er det højeste besøgstal i nyere tid ... Årets resultat før skat for 2018 udgør 120,6 mio. kr., hvilket er 20% højere end sidste år. Det høje gæstetal, omsætningsudviklingen og det højeste resultat i Tivolis historie bekræfter Tivolis nuværende strategi om at være en helårsvirksomhed. De store investeringer i Tivolis jubilæumsår har således skabt aktivitetsfremgang og dermed er både kerneforretningen, Haven på Vesterbrogade 3 og de nye aktiviteter i en god gænge, hvilket tegner godt for virksomheden og Havens gæster i fremtiden.” – Tom Knutzen, bestyrelsesformand (2018 Årsrapport, s. 5)

Til miljømæssige forhold bør også nævnes, at tidens miljøbevidste ånd sætter Tivoli under pres. Forbrugeren forbinder ofte Tivoli med lyskæder, store forlystelser og lignende – hvilket umiddelbart ikke afspejler samfundets generelle målsætning om at sænke energiforbruget mest muligt. Tivoli har derfor stor fokus på den miljømæssige ansvarlighed og læser man CSR-rapporten for 2019 kan man blandt andet finde følgende udsagn:

”Fremtidsudsigterne for Tivoli og oplevelsesbranchen i det hele taget er afhængige af evnen til at løse de miljøudfordringer, der findes nu, og dem der opstår i fremtiden. Tivoli vurderer løbende udfordringerne og arbejder systematisk med at løse dem, ligesom der arbejdes med at eliminere risici for pludseligt opståede miljøhændelser som kemikalieudslip, vandspild og lignende.” – CSR-Rapport 2019, Tivoli A/S, s. 9

En gennemgang af de årlige CSR-rapporter vidner om flere tiltag:

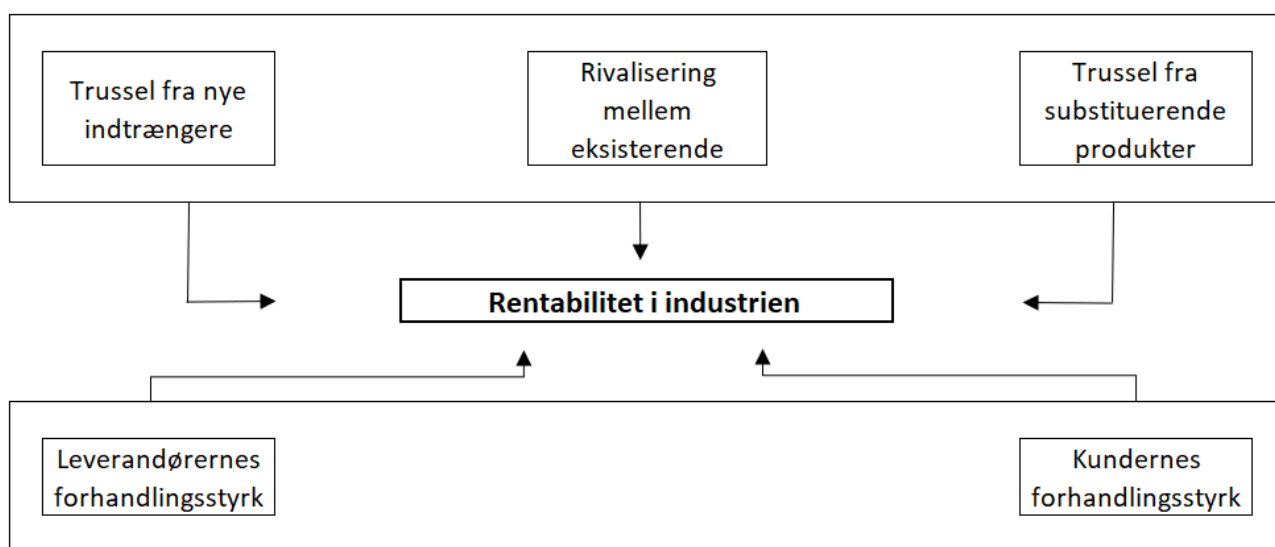
- Samarbejde med Ørsted om nedbringelse af energiforbrug
- Løbende udskiftning af glødepærer med LED-pærer
- Fokus på genbrug, herunder internt pantsystem af kopper/bæger
- Ansvarlig afskaffelse af kemikalier ved brug af canadisk tørv-teknologi

Endvidere beretter CSR-rapporterne også om en generel målsætning om, at tilbyde økologiske madvarer i led om at fremme dyrevelfærd.

Disse punkter er muligvis ikke en regulær trussel fra Tivolis omverden, men de fortæller os, at den virkelighed Tivoli opererer i, har stigende krav til samfundsansvar.

3.2 Porters 5 forces

For at vurdere en virksomheds evne til at skabe/opretholde et overnormalt afkast, er det givet vist nødvendigt at fastlægge attraktiviteten for den branche virksomheden befinder sig i. Historisk ses nemlig, at enkelte brancher som helhed kan fremvise bedre afkast end andre, hvorfor det altså kan sluttes, at ikke alle brancher er lige attraktive. I forbindelse med dette fænomen peger Michael Porter på fem konkurrencekræfter der alle påvirker indtjeningsmulighederne for branchen og de enkelte virksomheder heri. Konkurrencekræfterne kan illustreres ved nedenstående figur 5:



Figur 5 - egen tilvirkning

Førend vi behandler de enkelte punkter, er det relevant at definere hvilken branche Tivoli opererer i. Dette giver dog anledning til diskussion og overvejelse, idet Tivoli ikke blot er en forlystelsespark, men også opererer inden for b.la. restaurationsbranchen, spil- og kasinodrift, udlejning af ejendom, samt arrangør og udbyder af kulturelle forestillinger af forskellige slags. Selvom der altså er tale om ydelser på tværs af forskellige brancher, har jeg fundet det uhensigtsmæssigt at foretage analysen på et disaggregeret niveau. Jeg ser derfor på tivoli – som helhed – som værende en *attraktion*, idet jeg

anser disse for at dække det samme grundlæggende behov for kunden. Figur x oplister Danmarks 10 største attraktioner målt på besøgende i løbet af årene 2014 – 2018. Af listen fremgår også allerede en vigtig kendsgerning, når man vurderer nævnte branche: Der foreligger en høj grad af differentiering, idet selve eksistensgrundlaget for en attraktion er, at den er unik eller som minimum besidder et særpræg. På trods af forskellighederne mener jeg dog, at oversigten giver et repræsentativt billede af konkurrencesituationen. Et kundesegment med en stærk interesse indenfor forlystelser, vil sandsynligvis sammenholde danske forlystelsesparker med hinanden, selvom den geografiske afstand er stor. På samme vis vil en børnefamilie i København antageligt også vælge mellem Zoologisk Have eller Tivoli når de planlægger en søndagsudflugt, selvom selve indholdet af attraktionen ikke kan sammenlignes.

	2014	(%)	2015	(%)	2016	(%)	2017	(%)	2018	(%)
Tivoli A/S	4.478.000	33%	4.733.000	34%	4.638.000	34%	4.377.000	32%	4.854.000	34%
Dyrehavsbakken	2.500.000	18%	2.700.000	19%	2.500.000	18%	2.400.000	18%	2.400.000	17%
Legoland	1.700.000	13%	1.700.000	12%	1.700.000	12%	1.700.000	13%	1.700.000	12%
Zoologisk Have, København	1.136.845	8%	1.148.000	8%	1.141.000	8%	1.173.000	9%	1.219.000	9%
Djurs Sommerland	705.089	5%	802.000	6%	745.000	5%	809.000	6%	818.000	6%
Louisiana	647.857	5%	725.000	5%	706.000	5%	658.000	5%	756.000	5%
Aquadome - Lalandia Billund	617.347	5%	636.000	5%	692.000	5%	681.000	5%	682.000	5%
Den Blå Planet	768.007	6%	603.000	4%	592.000	4%	553.000	4%	521.000	4%
Faarup Sommerland	586.457	4%	588.000	4%	601.000	4%	557.611	4%	602.088	4%
Tivoli Friheden, Aarhus	402.034	3%	423.580	3%	509.503	4%	562.572	4%	606.000	4%
I ALT	13.541.636		14.058.580		13.824.503		13.471.183		14.158.088	

Figur 6 - Egen tilvirkning, data fra VisitDanmarks top 300 attraktionsliste

3.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Med ovenstående bredde definition af branchen, kommer man ikke udenom, at Tivoli opererer på et marked med meget konkurrence. Attraktionerne i København – og i resten af Danmark – er mange. Som før nævnt er det dog også en branche der muliggør en meget høj grad af differentiering. Det gør at branchen ikke er særligt præget af priskonkurrence, men nærmere af et stort fokus på nytænkning, konceptudvikling og lignende i kampen om at kunne tilbyde noget interessant og tidsværdigt.

Overordnet er skifteomkostningerne lave for branchen, fordi der ikke umiddelbart er noget til hindre for, at forbrugeren fravælger en attraktion til fordel for en anden. Dog er branchen kendetegnet ved forskellige kundeloyalitetsprogrammer, der søger at imødegå de relativt lave skifteomkostninger. Faktisk udbyder *alle* af attraktionerne jf. figur 6 en form for medlemskab, som medfører fordele såsom fri entre, rabatter på andre ydelser eller lignende. På et mere abstrakt plan, kan enkelte attraktioners mangeårige historiske betydning medføre, at kunder kan foretrække den ene udbyder frem for den anden. Eksempelvis kan der i visse sociale konstruktioner være årelange traditioner for at fejre særlige mærkedage på den samme attraktion; det ses for eksempel i familier, virksomheder og vennegrupper.

Branchens iboende krav om fortsat at differentiere sig og bibeholde kundernes interesse, medfører et generelt højt niveau af faste omkostninger. Ikke blot til den daglige drift, men også i forbindelse med afskrivninger på driftsmateriel og kontinuerlige investeringer. Dette bidrager til en vis konkurrenceintensitet i branchen – og øger den finansielle og driftsmæssige risiko, fordi det høje omkostningsniveau forudsætter at minimumskapacitetsudnyttelsen opretholdes. I sådanne tilfælde af overskudskapacitet, vil virksomheder typisk tilpasse sig kundernes efterspørgsel og belægge kapaciteten. Branchen besværliggør dette, idet de fleste aktiver heri specialfremstilles og ikke umiddelbart kan betegnes som let-omsættelige.

3.2.2 Truslen fra nye indtrængere

En branches attraktivitet påvirkes i høj grad af truslen fra nye indtrængere, da disse vil intensivere konkurrencesituationen og påvirke indtjeningspotentialet negativt. I denne forbindelse er det relevant at undersøge hvor let det er at indtræde markedet – eller med andre ord hvor høje *adgangsbarriererne* er.

Henledes opmærksomheden atter engang på listen over Danmarks 10 største attraktioner (fig. 6), tegner der sig et billede af en branche med betydelige etableringsomkostninger. Louisiana, listens eneste museum, er f.eks. beliggende i arkitekttegnede omgivelser med vand-kig⁴. Zoologisk Have i København har senest investeret i et bur tegnet af én af landets mest anerkendte arkitekter til at huse

⁴ <https://www.luksushuse.dk/nordsjaelland/attraktioner/louisiana>

en ny erhvervet pandafamilie⁵. Hver attraktion på listen vidner således om høje omkostninger til gode placeringer, unikke forlystelser, investeringer mv. Dette skyldes primært branchens differentieringsbehov – og bekræfter antagelsen om, at kunderne i branchen forventer en *wow*-faktor. Deraf afledes at etableringsomkostningerne for nye indtrængere ligeledes må være høje, hvis de skal kunne konkurrere med de allerede eksisterende branchedeltagere. Til sådanne erhvervelser medfører høje udgifter til efterfølgende vedligeholdelse – og det høje niveau af faste omkostninger må også i sig selv anses som en indgangsbarriere, fordi det stiller krav om et højt kapitalberedskab fra dag ét.

Som supplement kan branchens juridiske barrierer også nævnes. Forlystelser, dyreburer og lignende skal eksempelvis certificeres af fagpersoner – og såfremt attraktionernes aktiviteter påvirker lokalsamfundet, skal disse planlægges i tæt samarbejde med kommunale instanser. Støjniveauet fra Tivolis fredagsrock er for eksempel underlagt restriktioner fra Københavns kommune. Ligeledes drøftes eventuelle tilbygninger o.l. med instanser for ikke at ødelægge byplanlægningen. Udskænkning af alkohol kræver bevillinger og det samme gør drift af kasino. Foruden de økonomiske udfordringer som etableringsomkostningerne kan medføre, vil nye indtrængere altså skulle overkomme en betydelig mængde juridiske og administrative byrder.

Årstal	Alder	Attraktion
1843	177	Tivoli A/S
1583	437	Dyrehavsbakken
1968	51	Legoland
1859	161	Zoologisk Have, København
1981	39	Djurs Sommerland
1958	62	Louisiana
2009	11	Aquadome - Lalandia Billund
2013	7	Den Blå Planet
1975	45	Faarup Sommerland
1903	117	Tivoli Friheden, Aarhus

Figur 7 - egen tilvirkning

Branchen er tilmed også præget af historiske virksomheder med mangeårig historik. Det fremgår af figur 7, der angiver etableringsåret og den dertilhørende alder for hver af de udvalgte markedsdeltagere. Resultatet af dette er, at flere af branchens allerede eksisterende virksomheder besidder markante erfaringsfordele, hvilket gør branchen mindre attraktiv for nye aktører. Erfaringsfordelene betyder f.eks. at nye indtrængere ville kunne lide under omkostningsulempen, fordi de

ikke har den samme erfaring inden for effektivitet, kapacitetsudnyttelse mv. Det betyder også, at de vil lide under manglende markedskendskab, brand, kundeloyalitet og manglende samarbejdsforhold med andre organisationer.

⁵ <https://finans.dk/erhverv/ECE9459845/stjernearkitekt-tegner-nyt-pandaanlaeg-i-koebenhavn-zoo/?ctxref=ext>

3.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Ved analyse af truslen fra substituerende produkter, kigges der ikke blot på produkter – eller tjenesteydelser – med lignende form som Tivolis. Selvom vi hidtil har defineret branchen ud fra lignende besøgsattraktioner, må vi altså nu kigge på de oplevelser der også forventes at kunne afdække kundens behov.

Som gæsteprofilen 2012 viste, er kundesegmentet bredt og indeholder børnefamilier, kulturinteresserede, livsnydere mm. Det må derfor antages, at kundernes behov ligeledes spænder bredt.

Det kulturelle segment kan f.eks. substituere sin oplevelse med teaterforestillinger, kunstudstillinger og kanalrundfart – mens teenagere kan substituere Tivolioplevelsen med gokart, laser tag eller computerspil. Livsnydere kan givetvis substituere oplevelsen med et kroophold eller en god restaurant.

Det bliver derfor tydeligt, at man i branchen ikke kun konkurrerer med lignende virksomheder, men generelt med *oplevelser* i den ene eller anden form. Oplevelserne er uhyre individuelle og findes i ethvert prisleje. Truslen afhænger i høj grad om Tivoli kan afdække kundernes behov til en konkurrencedygtig pris. Hvorvidt børnefamilier føler at en biograftur afdækker det samme behov som Tivoli – eller livsnydere anser Tivoli for at afdække det samme behov som en fine-dining restaurant – kan selvfølgelig ikke besvares entydigt. Dog må oplevelsesindustriens mange produkttilbud i forskellige prisklasser være et udtryk for, at truslen fra substituerende produkter er relativt høj.

3.2.4 Kundernes forhandlingsstyrke

Kundernes forhandlingsstyrke sammenfattes hovedsageligt af to faktorer: Prisfølsomhed og relativ forhandlingsstyrke.

Prisfølsomhed dækker over ændringen af efterspørgslen på et produkt eller ydelse, som følge af ændring i prisen. Prisfølsomheden aftager derfor ved et højt differentieringsniveau, idet køberne ikke umiddelbart kan indfri det samme behov hos en anden udbyder. For Tivoli viser dette sig at være et tveægget sværd. Som beskrevet under *truslen fra substituerende produkter* er der muligvis

mangler alternativer der kan dække kundens behov om adspredelse. Dog er attraktionerne, jf. figur 6, præget af et meget højt niveau af differentiering. De kunder hvis behov er at besøge én af de nævnte attraktioner, vil derfor have en relativ lav prisfølsomhed. Det kunne f.eks. være de familier der har en årlig tradition om at besøge Tivoli – eller turister der er kommet til Danmark og gerne vil kunne sige, at have oplevet Tivoli. Det må dog også antages, at en del af kunderne ikke har et behov om at opleve Tivoli som helhed, men blot ønsker adspredelse i den éne eller anden form. Disse kunder vil givetvis være mere prisfølsomme, som følge af de mange øvrige alternativer.

En anden måde at opstille dette er ved at kigge på kundernes offeromkostning ved ikke at vælge Tivoli. I de nævnte eksempler vil familietraditionen brydes, hvilket nogle vi opleve som en stor offeromkostning, og for turisterne vil de eventuelt skulle rejse til Danmark igen for at opleve Tivoli på et senere tidspunkt. Omvendt ville den anden kategori muligvis ikke opfatte nogen offeromkostning ved at fravælge Tivoli, fordi deres egentlige behov blot var en god oplevelse.

Den relative forhandlingsstyrke består i Tivolis afhængighed af enkeltkunder – og derved om prisfølsomme kunder kan forhandle sig til lavere priser. Altså afhænger den relative forhandlingsstyrke også af Tivolis offeromkostning ved at fravælge enkelte kunder. Selvom Tivolis omkostningsprofil i høj grad er præget af faste omkostninger, er afhængigheden af enkelte kunder ikke stor, da det af figur 6 fremgik det, at Tivoli årligt besøges af mellem 4 – 5 mio. gæster. Kundernes relative forhandlingsstyrke vurderes derfor først at træde i kraft, i en situation hvor Tivoli ikke formår at imødekomme minimumskapacitetsudnyttelsen.

Dette er en simplificering af Tivolis kundeportefølje, fordi Tivolis forretningsområder er mange. Dog vurderes ovenstående stadig gældende, hvad enten der er tale om forpagtere af stande, restauratører i Tivoli eller besøgende gæster. Grundet Tivolis brand, historik og markedsposition, vurderes kunderne generelt at være mere afhængige af Tivoli end omvendt.

På baggrund heraf vurderes kundernes forhandlingsstyrke at være lav.

3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørers forhandlingsstyrke vurderes at være høj, hvis de udbyder et differentieret produkt/ydelse. Da Tivoli, og de øvrige branchedeltagere, benytter sig af mange forskellige leverandørtyper, må der foretages en vis sontring.

Generelt gælder det, at leverandørernes forhandlingsstyrke stiger i takt med at antallet af leverandørerne falder. For homogene ydelser eller produkter med mange konkurrerende leverandører, vil den enkelte leverandør altså have svage forhandlingsmuligheder. Omvendt ville leverandører af unikke ydelser/produkter, stå stærkere i en forhandlingssituation, fordi køberens skifteomkostning må være dyr.

Kigger man imidlertid på Tivoli, er leverandørernes forhandlingsstyrke skiftende, fordi *typerne* af leverandørerne er mange.

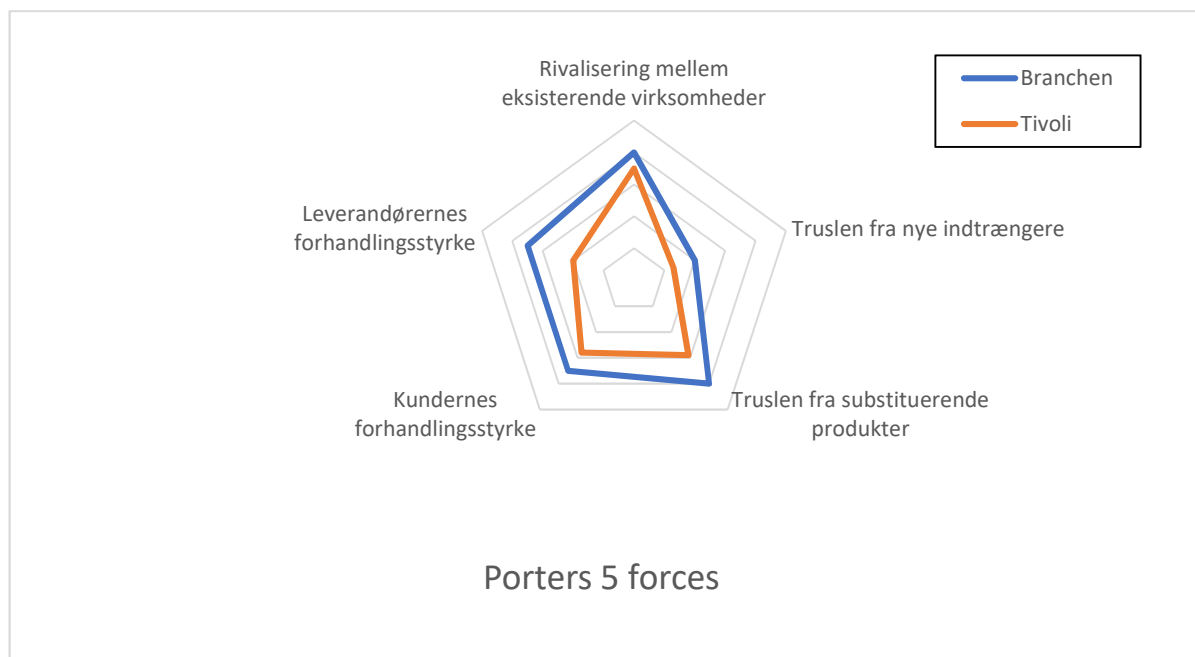
Det gør sig for eksempel gældende ved leverandører af IT-ydelser, drikkevarer og øvrige salgsartikler – da produktet er forholdsvis homogent og omkostningen forbundet ved at skifte leverandør således er lav.

Omvendt afhænger Tivoli også af mere specialiserede produkter. Antallet af leverandører der kan levere specialfremstillede forlystelser vurderes at være lavt – og at Tivoli skulle begive sig ud i en baglæns integration anses for usandsynlig. Dog er der også få aftagere til sådanne forlystelser og styrkeforholdet vurderes derfor at være forholdsvis afbalanceret.

Et andet eksempel på andre ”unikke” leverandører er de kunstnere der optræder til f.eks. Fredagsrock, juleforestillinger mv. Dette er ligeledes leverandører der synes at tilbyde en differentieret ydelse, hvilket afspejles af forhandlingsstyrken. Hertil bør dog nævnes, at danske medier tit omtaler det som en ære at optræde i Tivoli, på grund af samfundets folkekære tilgang til Haven.⁶

⁶ <https://www.bt.dk/danmark/tivoli-loeften-sloeret-de-spiller-til-fredagsrock-i-aar>

3.2.6 Opsamling på branchens attraktivitet



Figur 8 - Egen tilvirkning

Ved at undersøge de fem områder, har vi nu en bedre idé om branchens overordnede attraktivitet. Der er tale om en branche hvor aktørerne på forskellig vis søger at differentiere sig gennem nye investeringer, for at tillokke forbrugeren. De eksisterende virksomheder søger muligvis ikke at konkurrere med hinanden på pris, men det kan ikke fornægtes, at rivaliseringen er forholdsvis intens i forsøget på at overgå hinanden.

Dette branche-karakteristika har dog den positivt afledte effekt, at adgangsbarriererne for nye indtrængere øges. Dertil kommer, at nye indtrængere også er bagud i forhold til erfaringsfordele og juridiske byrder, samt at opstartsfasen af en attraktion i de omtalte størrelser, ville være særdeles omkostningstung som følge af éngangsinvesteringer og høje faste omkostninger.

På trods af den lave trussel fra nye indtrængere, er der dog stadig en trussel fra substituerende produkter – som ville kunne dække visse kunders behov. Desuden vurderes såvel kundernes som leverandørernes forhandlingsstyrke begrænset.

Afgrænses alle områderne til Tivoli specifikt, viser det sig, at Tivolis situation primært er mere gunstig end den øvrige branches. Det er et udtryk for konkurrencemæssige fordele, som vil undersøges i det næstkommende afsnit.

3.3 VRIO-analyse

Strategiske kapabiliteter		
Ressourcer:		Kompetencer:
Brandværdi, know-how, historik, kunderelationer, rettigheder, it-systemer	Immaterielle	Omdømme, storytelling, nytænkning, imødekomme kunders efterspørgsel, fleksible, fastholde relevans
Attraktiv placering, bevaringsværdige bygninger, forlystelser, butikker og boder, haveanlæg, driftsmateriel mv.	Materielle	Kapacitetsudnyttelse, logistisk håndtering, udnytte historisk betydning, tilrettelæggelse og planlægning af investeringer/fornyelse
Børsnoteret, langvarige aktionærerforhold, sponsorater og fondstilsbud	Finansielle	Evnen til rejse kapital, styring af pengestrømme, pålidelige
Bestyrelse, ledere, ansatte, kunder, instanser, leverandører	Humane	Erfaring, troværdighed, loyalitet, pleje af relationer, dialog med magthavere, etablering af strategiske samarbejder

Figur 9 - egen tilvirkning

Strategiske kapabiliteter er produktet af en virksomheds ressourcer og kompetencer.

I hovedtræk er ressourcer det, som virksomheden råder over – og kompetencer er evnen til at udnytte dem. En ressource giver således ikke konkurrencemæssige fordele i sig selv, førend virksomheden evner at udnytte dem til sin fordel.

Som brugen af Porters 5 forces viste os, er Tivoli i besiddelse af nogle konkurrencemæssige fordele i forhold til branchens øvrige aktører. For at finde ud af, om disse fordele også eksisterer på lang sigt, må vi først identificere dem og undersøge deres værdi. Til højre har jeg oplistet nogle af Tivolis strategiske kapabiliteter inden for henholdsvis immaterielle, materielle, finansielle og humane kategorier.

Til vurdering af de strategiske kapabiliteter gør jeg brug af VRIO-analyse. Denne opstiller 4 kriterier for, om en given kapabilitet kan danne fundament for en vedvarende konkurrencemæssig fordel: Er kapabiliteten ... Værdifuld? Sjælden? Ikke-imitérbar? Effektivt understøttet?

Hvis en kapabilitet ikke er værdifuld, kan den selvsagt heller ikke skabe konkurrencemæssige fordele. Omvendt kan en virksomhed godt være i besiddelse af en værdifuld kapabilitet, medmindre denne er organisatorisk understøttet – og benyttes – vil den altså ej heller skabe konkurrencemæssige fordele.

Af strategiske kapabiliteter har jeg udvalgt følgende til nærmere analyse: Brand/image, beliggenhed, børsnoteret og medarbejdere. De vil behandles særskilt og afslutningsvist præsenteres samlet i VRIO-modellen.

3.3.1 Brand & image

Tivolis tilstedeværelse siden midten af 1800-tallet har skabt et stærkt brand hos den danske befolkning – og der kan ikke være tvivl om, at kendskabet til Tivoli er enormt. Selvom tivoli i ordbogen er en generel betegnelse for forlystelsesparker, har Tivoli A/S tilmed fået tildelt rettigheden til varemærket, fordi forbrugeren forbinder tivoli med *Tivoli*. Berlingske Business' imageanalyse for 2018 tildeler Tivoli A/S en 13. plads over danske virksomheder, rangeret efter image.⁷

Brandet viser sig særdeles værdifuldt, fordi det bidrager til Tivolis storytelling og overordnede oplevelse. Ikke alene befinder forbrugerne sig i en forlystelsespark – de befinder sig i en historisk perle. En sådan brand-værdi er sjælden og kan ikke umiddelbart imiteres. Dertil kommer, at kapabiliteten er effektivt understøttet af Tivoli som organisation. Når Tivoli restaurerer bygninger, foregår det f.eks. med respekt for den oprindelige konstruktion. Derudover markeres jubilæum med særlige åbningsdage – og enkelte forlystelser står som en hyldest til dansk kulturarv. I en branche med høje krav til nytænkning, innovation og fornyelse, fremstår Tivoli dygtig til *samtidig* at værne om sin historie.

⁷ <https://www.berlingske.dk/virksomheder/kampen-i-toppen-er-uhyre-taet-her-er-virksomhederne-med-det-staerkeste>

3.3.2 Beliggenhed

Tivolis beliggenhed er central og let-tilgængelig. Placeringen begrænser eventuelle udvidelser af Tivoli, men må alligevel – alt andet lige – siges at være uhyre værdifuld. Selvom der er andre store attraktioner med lignende beliggenhed, f.eks. Zoologisk Have, er det usandsynligt at en sådan central beliggenhed skulle kunne imiteres. Fælles for de attraktioner med en sådan beliggenhed er, at de har eksisteret i rigtig mange år. Ikke alene gør beliggenheden det nemt for gæster og turister at tilgå Tivoli – men den centrale tilstedeværelse bidrager også vedvarende til Tivolis brand-awareness.

Beliggenhed er givetvis en ressource, men besidder også kompetencerne til at udnytte situationen til sin fordel. Som nævnt under ”Branding og image” er Tivoli f.eks. gode til at forny Haven med respekt for den historiske værdi. Endvidere viser seneste strategiske udvikling af Tivoli Hjørnet, at Tivoli formår at tilrettelægge kapaciteten hensigtsmæssigt, på trods at pladsens umiddelbare størrelsesmæssige begrænsning.

3.3.3 Børsnoteret

Tivoli er den eneste børsnoterede attraktion i Danmark og det er generelt svært at finde sammenlignelige aktier. For branchen er der derfor tale om en sjælden ”ressource”. Med en børsnotering følger både fordele og ulemper, men overordnet styrker det Tivolis markedsposition.

En børsnotering giver typisk lettere adgang til kapital og fremmedfinansiering. Ikke alene rejses der kapital ved IPO’en, men senere åbner muligheden sig også for eksempelvis aktieemission eller udstedelse af virksomhedsobligationer. Dertil kommer, at den højere governance af børsnoterede virksomheder burde give en rabat i kreditinstitutters risikotillæg.

Driftsmæssigt kan det også være en fordel at være børsnoteret. Mediebevågenheden stiger – og Tivoli er nu også folkeeje i bogstavelig forstand. Det styrker Tivolis brandværdi og position i befolkningens bevidsthed.

Som supplement til kundeloyalitetsprogrammet, har Tivoli f.eks. også implementeret et aktionærprogram: Hvis man er ejer af minimum 100 aktier, får man tildelt et aktionærkort der b.l.a. giver fri entré til Haven. Effekten af et sådan tiltag kan være svær at kortlægge, men jeg antager at

det både styrker kundeforhold, samt gør at aktionærer er mindre tilbøjelige til at sælge ud af aktierne. Sidstnævnte kan vise sig særlig vigtigt, idet det potentielt ville kunne holde aktiens volatilitet nede og dermed afspejle sig positivt i aktiens værdi.

3.3.4 Medarbejdere

Medarbejderne er en vigtig ressource i Tivoli, fordi det i sidste ende er dem der er med til at drive og udvikle Haven. Tivolis første strategipunkt er også, at Tivoli skal være en god arbejdsplads; Attraktiv og professionel. I CSR-rapporten fra 2018 kædes medarbejdertrivsel sammen med god service:

”Såvel det fysiske som det psykiske arbejdsmiljø og medarbejdertrivslen skal være i top for, at Tivoli kan levere den standard og kvalitet i Tivolis tilbud til gæsterne og den personlige service, som er en del af DNA’et i forlystelseshaven.” – CSR-rapport 2018, Tivoli A/S

Siden 1996 har Lars Liebst været direktør for Tivoli A/S. Hans virke har været betydningsfuld, og har ofte fået æren for Tivolis kommercielle succes efter hans indtræden på direktionsgangen. I starten af 2020 udmeldte Lars dog sin afgang – og Susanne Mørch Koch vil herefter stå i spidsen for Havens videre drift⁸.

Om end Tivolis humane ressourcer er værdifulde, er det svært at tildele dem status som ikke-imitérbare. Andre branchedeltagere har samme muligheder for oplæring og videreuddannelse af medarbejdere og der er således heller ikke tale om en sjælden kapabilitet.

⁸ <https://politiken.dk/kultur/art7691590/Her-er-Tivolis-nye-topchef>

3.3.5 Opsamling på VRIO-analyse

Kapabilitet	Værdifuld	Sjælden	Ikke-imitérbar	Effektivt understøttet	Konkurrencemæssig implikation
Brand/image	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende fordel
Beliggenhed	Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende fordel
Børsnoteret	Ja	Ja*	Nej	Ja	Midlertidig fordel
Medarbejdere	Ja	Nej	Nej	Ja	Paritet

* sjælden i branchen

Figur 10 - egen tilvirkning

I ovenstående skildring, vises VRIO-analysen i sin sammenhæng.

Her ses det at både brand/image og beliggenheden er værdifulde kapabiliteter, som ikke alene er sjældne og svære at efterligne, men også understøttes organisatorisk. De danner på sådan vis grobund for *vedvarende* konkurrencemæssige fordele, som kan forklare hvorfor Tivolis situation synes en smule bedre i forhold til den øvrige branche.

Videre ses også, at Tivoli som børsnoteret selskab givetvis kan være værdifuldt. Men selvom det sjældent ses i branchen, er det altså noget de øvrige markedsdeltagere hurtigt kan efterligne. De fordele kapabiliteten måtte medføre, må derfor kategoriseres som midlertidige.

Vores analyse viste desuden, at medarbejderne er en vigtig ressource for Tivoli. Vi så at Tivoli bevidst videreuddanner personalet, og generelt ønsker at være en god arbejdsplads, for at kunne tiltrække kompetente medarbejdere og yde en god service over for kunder. Dog er gode medarbejdere heldigvis ikke et sjældent syn – og skulle der alligevel være virksomheder der mangler det, kan de relativt nemt komme efter det. Forholdet giver derfor ikke anledning til konkurrencemæssige fordele og lander under kategorien ”Paritet”.

3.4 Porters Generiske Strategier

Ifølge Porter, er det ikke alene nok at være i besiddelse af strategiske kapabiliteter. For at opnå konkurrencemæssige fordele, må de strategiske kapabiliteter understøtte én af de generiske strategier:

1. Omkostningslederskab
2. Differentiering
3. Fokus

De hidtilværende strategiske afsnit har allerede dannet belæg, for branchens differentieringsbehov. Målet med dette afsnit er således ikke at redegøre for differentieringsstrategien, men snarere undersøge hvorledes Tivoli formår at efterleve den.

Differentieringsstrategien kan kort summeres i følgende: Målet er at opnå en merpris for sine produkter og ydelser. For at gøre dette må virksomheden identificere de parametre ligger vægt på og imødekomme behovene på en anderledes måde, end konkurrenterne. I sin grundform kan dette koges ned til, at kunder er villige til at betale ekstra, for at oplevelsen er ”lige som de vil have den”.

Differentieringsstrategien indeholder altså et iboende krav om kreativitet, markedsføring, service og kvalitet, samt oparbejdelse af varemærke. Det må dog tilføjes at strategien ikke er en tilsidesættelse af rentabilitet. Selvom strategien søger at gøre forbrugeren mindre prisfølsom, må virksomheden altså stadig tilpasse omkostningsniveauet hensigtsmæssigt.

Fra årsberetningen 2018 kan regnskabsbrugeren fremfinde Tivolis fire strategiske punkter:

1. God arbejdsplads: ”Vi vil være en god, attraktiv og professionel arbejdsplads”
2. Kvalitet: ”Vi vil levere kvalitet og service på et højt, internationalt niveau”
3. Udvikling: ”Vi vil udvikle og udvide vores forretning med afsæt i Haven”
4. Overskud: ”Vi vil levere så stort et overskud, at Tivoli fortsat kan udvikle nye, attraktive oplevelser”

Det er tydeligt at Tivoli satser på differentieringsstrategien. Med henblik på Porters 5 forces er det også den strategi der vurderes mest hensigtsmæssigt i forhold til branchens struktur. Tivolis strategiske kapabiliteter vurderes endvidere at kunne understøtte dette strategivalg

3.5 SWOT

SWOT-analysen vil i denne sammenhæng bruges som et opsamlende værktøj, for at skabe overblik over den strategiske analyses identificeringer.

SWOT står for styrker (S), svagheder (W), muligheder (O) og trusler (T). Styrker og svagheder vil afdække Tivolis interne forhold – hvorefter muligheder og trusler omfatter de eksterne forhold.

Styrker

Tivolis styrker viste sig i særdeleshed at være et velfunderet brand og image. Gennem mange år har Tivoli fokuseret på kvalitet, god service og stærke traditioner. Det hjælper Tivoli i en differentieringsstrategi som søger at mindske kundernes prisfølsomhed. Endvidere er beliggenheden unik – og forventes at give Tivoli en konkurrencemæssig fordel på lang sigt. Tivoli besidder også erfaringsfordele, der burde kunne medføre stordriftsfordele og som ligeledes synes at give konkurrencemæssige fordele.

Trusler

Tivolis placering er givetvis god, men den sætter også kapacitetsmæssige begrænsninger, som antages at begrænse de konkurrencemæssige fordele på sigt. Desuden er branchen præget af en intens investeringskultur, hvilket medfører et højt niveau af faste omkostninger – som øger driftsrisikoen og eksponeringen af de eksterne faktorer.

Muligheder

Positive nationaløkonomiske tendenser vil øge efterspørgslen på Tivolis ydelser. Dertil kommer at en stigning i dansk turisme ville komme Tivoli til gavn. En lempelig finanspolitik ville endvidere kunne påvirke Tivoli positivt: Der er tidligere set eksempler på skatte- og afgiftsændringer der ville have en positiv effekt på Tivoli.

Trusler

Tivoli er særlig eksponeret overfor eksterne faktorer der kan begrænse antallet af besøgende, fordi omkostningsstrukturen er forholdsvis fast og derfor afhænger af en minimumskapacitetsudnyttelse. Disse eksterne faktorer kan være vejr-forhold, som stadig vurderes at have påvirkning på trods af Tivoli Hjørnet. Derudover kan negative tendenser i økonomi og turisme også have en effekt på Tivoli.

4. Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen behandler i dette afsnit de offentliggjorte årsrapporter fra Tivoli A/S. Analysen omfatter regnskabsårene 2019, 2018, 2017 og 2016. Normalt er der sammenfald mellem regnskabsanalysens omfattende år og budgetperiodens længde. I 2017 blev det besluttet af Tivoli at ændre præsentationen af henholdsvis omsætning og driftsindtægter. Der foretages i denne forbindelse også reklassifikation af sammenligningstallene (2016) – og årene 2016 til 2019 er derfor sammenlignelige. Da præsentationen af resultatopgørelsen for 2015 afviger fra de øvrige analyse-år er denne undladt, idet det ikke vurderes at dens inkludering ville øge informationsmængden betydeligt. Reklassifikationerne medfører ikke balancemæssige afvigelser og regnskabsgrundlaget fra 2015 er således benyttet ved udarbejdelse af gennemsnitlige nøgletal.

Regnskabsanalysen foretages nu i forlængelse af strategiske analyse med det formål at afdække og identificere de *finansielle drivere*. Regnskabsanalysen vil således fungere som garant for, at værdiansættelsen og de dertil udarbejdede budgetter er realistiske og forankret i historisk realiserede resultater.

Til brug for regnskabsanalysen tages der hovedsageligt udgangspunkt i de seneste 4 regnskabsår; 2019, 2018, 2017 og 2016.

Regnskabsanalysen opdeles i to hovedkategorier. Først gennemgås regnskabsgrundlaget og justeres til analysebrug. Herefter vil den egentlige rentabilitetsanalyse finde sted.

4.1 Gennemgang af regnskabsgrundlaget

Tivoli A/S aflægger regnskab i overensstemmelse med *International Financial Reporting Standards*, herefter forkortet IFRS, samt yderligere oplysningskrav i henhold til årsregnskabsloven. Regnskabsåret følger kalenderåret og udtrykker således den finansielle stilling pr. 31/12, samt selskabets aktiviteter mellem 1. januar – 31. december for det pågældende år.

4.1.1 Revisionspåtegning

Alle årsrapporterne er i den udvalgte analyseperiode forsynet med en revisorerklæring fra PricewaterhouseCoopers. Der er således tale om en høj grad af sikkerhed og erklæringen er i alle årene afgivet uden forbehold eller anden modificering.

Gennemgangen af revisionspåtegningerne beretter ikke om uoverensstemmelser mellem revisor og ledelse, som analytiker ellers må være opmærksom på, da det kan være indikationer på forringelse af regnskabsgrundlagets kvalitet og pålidelighed.

4.1.2 Anvendt regnskabspraksis

Tivoli A/S aflægger regnskab i overensstemmelse med IFRS, samt yderligere oplysningskrav i henhold til årsregnskabsloven. Den anvendte regnskabspraksis er kontinuerlig og uændret i analyseperioden. Dog har Tivoli A/S løbende implementeret nye regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag.

I 2018 blev følgende standarder implementeret:

- IFRS 9: ”Finansielle instrumenter”
- IFRS 15: ”Indregning af omsætning”

IFRS 9 vedrører finansielle aktiver og forpligtelser og medfører, at eventuelle forventede tab på kontrakter medtages når tilgodehavendet opstår. IFRS 15 omfatter omsætningens indregning og kan

have betydning for periodiseret omsætning mv. Det er Tivoli A/S' opfattelse at implementeringen af ovenstående standarder ikke har haft væsentlig betydning for regnskabsaflæggelsen⁹.

I 2019 trådte følgende standard i kraft:

- IFRS 16: "Leasing"

Implementeringen af standarden medfører at leasingaftaler, hvad enten de er operationelle eller finansielle, indregnes i balancen og afskrives lineært over forventet brugstid. Tidligere har leje- og leasingydelser indgået i de eksterne omkostninger – hvilke fremover præsenteres som henholdsvis regnskabsmæssige afskrivninger og finansielle poster. Påvirkningen af regnskabsgrundlaget vil således være, at eksterne omkostninger falder – mod en stigning i afskrivninger og finansielle omkostninger. På balanceniveau vil leasingaktivet indregnes, samt den dertilhørende leasinggæld.

Det er Tivolis vurdering at de implementerede standarder ikke er af væsentlig betydning for regnskabet.

Det oplyses ydermere at der kan være enkelte præsentationsmæssige forskel fra det enkelte regnskabsår til det andet, hvorfor sammenligningstallene reklassificeres hertil. Til brug for den senere rentabilitetsanalyse besluttet det derfor at tage udgangspunkt i årsrapporterne 2019 og 2016.

Regnskabet præsenteres i kr. afrundet til 1 mio. kr. med én decimal.

4.2 Reformulering af finansielle opgørelser

I forbindelse med værdiansættelse af virksomheder, er det nødvendigt at reformulere de finansielle opgørelser. Det tydeliggør den egentlige værdiskabelse, samt *hvor* værdiskabelsen finder sted.

Overordnet kan værdiskabelsen ske som følge af selskabets driftsaktivitet og som følge af den valgte finansiering. Endvidere kan driften bestå af usædvanlige poster og poster af mere permanent karakter. I denne forbindelse er det særligt vigtigt at identificere den permanente værdiskabelse, når de videre budgetter skal udarbejdes.

⁹ 2019 Årsrapport – Tivoli A/S, s. 9 (regnskabsberetning)

4.2.1 Egenkapital

Egenkapitalen udtrykker alle transaktioner af aktionærernes interesse. Det er således vigtigt at analysere denne, så alle interessante forhold medtages i værdiansættelsen. Officielle egenkapitalopgørelse kan ofte være komplekse og indeholde forskellige reserver, bevægelser mv. Den reformulerede egenkapitalopgørelse simplificerer dette og opdeler årets bevægelser i to hovedkategorier; *Transaktioner med ejere* og *Totalindkomst*.

Ved den eksterne rapportering opstår der ofte såkaldte *dirty surplus-poster*, hvilke omgår resultatopgørelsen og føres direkte på egenkapitalen. Der skal således korrigeres for disse for at finde frem til totalindkomsten.

I Tivolis tilfælde indregnes værdiregulering af sikringsinstrumenter direkte på egenkapitalen. Værdireguleringen har således ikke en løbende resultatpåvirkning på den officielle resultatopgørelse – og skal således indarbejdes i de reformulerede opgørelser.

4.2.2 Balanceposter

I analyseøjemed kan balancen kategoriseres i følgende;

Balance			
Driftsaktiver	DA	Driftsforpligtelser	DF
Finansielle aktiver	FA	Finansielle forpligtelser	FF
		Egenkapital	EK
= samlede aktiver (DA+FA)		= samlede fordringer (DF+FF+EK)	

Figur 11 – egen tilvirkning

Man søger altså at klargøre hvilke balanceposter der knytter sig til driftsaktiviteten og hvilke der afledes af finansieringsaktiviteten. Herefter kan balancen præsenteres som netto driftsaktiver og nettofinansielle forpligtelser. Man kan ligeledes have nettodriftsforpligtelser eller nettofinansielle aktiver, om end dette ikke er tilfældet for Tivoli. Opdelingen skulle gerne præcisere de efterfølgende beregnede nøgletal og ”tydeliggøre” den faktiske finansielle værdiskabelse.

Drifts- aktiver og forpligtelser er de balanceposter der eksisterer som følge af selskabets aktivitet. Alle Tivolis aktiver klassificeres hertil med undtagelse af likvider. Likvide beholdninger betragtes som overskudslikviditet og klassificeres derfor som et finansielt aktiv. Dog er der en undtagelse: Til at imødekomme daglige betalinger mv., som følge af driftsaktiviteten, må Tivoli have en vis *driftslikviditet*. Som ekstern analytiker er det vanskeligt at afgøre driftslikviditetens størrelse, hvorfor den i denne rapport er skønnet til 1% af årets omsætning, jf. Ole Sørensens afsnit herom i ”*Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*”. Den øvrige likviditet antages at være overskudslikviditet og placeres herefter under finansielle aktiver.

Blandt aktiverne har jeg desuden været opmærksom på ”Kapitalandele i associerede virksomheder”. I nogle tilfælde må denne post anses som et finansielt aktiv, idet det kan være en midlertidig placering af overskydende likviditet. Den associerede virksomhed omfatter i dette tilfælde et joint-venture med Egmont som tidligere er beskrevet i den strategiske analyse. Da der er tale om et strategisk aktiv med tilknytning til Tivolis drift og kerneaktivitet, er denne kategoriseret denne som et driftsaktiv.

Af Tivolis balanceposter placeres *udskudte skatteforpligtelser*, *skyldige moms- og personaleforpligtelser*, samt *periodeafgrænsningsposter* og *leverandørforpligtelser* som driftsforpligtelser, idet de er direkte afledte af driftsaktiviteten. Af noter til årsrapporten fremgår det dog, at ”markedsværdi af sikringsinstrumenter” er inkluderet under *anden gæld*. Da disse anses for værende finansieringsinstrumenter, placeres de under finansielle forpligtelser. Øvrige balanceposter præsenteres som henholdsvis egenkapital og finansielle forpligtelser.

Ovenstående sondringer er væsentlige for den videre analyse, fordi antagelserne vil afspejle sig i den følgende reformulering af resultatopgørelse.

4.2.3 Resultatopgørelse

Reformuleringen af resultatopgørelsen søger at opdele totalindkomsten mellem drifts- og finansieringsaktivitet. Ydermere opdeles driftsaktiviteten i en primær del og en sekundær del, hvilket skaber overblik over de permanente poster og de poster som må antages at være af mere særlig karakter.

Et andet vigtigt aspekt ved reformulering af resultatopgørelsen er at kunne præsentere posterne *efter* skat. Derfor allokeres skatten mellem driftsoverskud fra salg, andet driftsoverskud og finansielle omkostninger.

Ved reformulering af resultatopgørelsen bliver vigtigheden af at starte med balancen tydelig. Der skal nemlig være sammenhæng mellem opgørelserne. Det betyder at "Resultatandele fra associerede virksomheder" placeres under "Andet driftsoverskud", idet selve kapitalandelene blev præsenteret som et driftsaktiv. Ligeledes kategoriseres "Værdiregulering af sikringsinstrumenter" som en finansiell omkostning, da sikringsinstrumenterne i sig selv blev kategoriseret som en finansiell forpligtelse.

Et andet væsentligt forhold ved reformuleringen af resultatopgørelsen er salget af casino-aktiviteten i 2019. Salgsindtægterne ville forvrænge rentabiliteten af den primære drift, fordi det er en éngangsindtægt, hvorfor posten fremgår under "anden driftsoverskud". I det offentliggjorte regnskab oplyses det desuden at salgssummen præsenteres med fradrag for omsætning og omkostninger afledt af aktivitetsområdet. Resultatopgørelsen er således allerede *renset* for aktivitet der ikke videreføres – og kan således virke som fundament for den fremadrettede budgettering. Mest optimalt ville det være, hvis aktiviteten herfra også kunne udskilles fra de øvrige år, men informationsniveauet i de offentliggjorte årsrapporter er ikke fyldestgørende nok til dette. I forlængelse hertil kan tilføjes, at indtægter fra salg af anlægsaktiver i de øvrige år også er præsenteret under "særlige poster".

4.2.4 Pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen kan reformuleres på forskellige måder. Formålet er i dette tilfælde at fastlægge det frie cash flow, fordi det benyttes i den senere værdiansættelse. Det frie cash flow kan betegnes som totalindkomsten, fratrasket stigningen i netto driftsaktiverne:

$$FCF = DO - \Delta NDA$$

En anden måde at beregne det frie cash flow er følgende:

$$FCF = NFO - \Delta NFF + d$$

Uagtet hvilken metode der benyttes, vil resultatet være det samme:

FCF	2019	2018	2017	2016
NOPAT	176,2	102,4	81,8	78,2
ΔNDA	102,1	90,2	212,8	195,9
Metode 1	74,1	12,2	-131,1	-117,8
NFO	23,2	9,1	1,9	9,0
ΔNFF	-27,3	16,5	151,7	137,7
Udbytte	-23,6	-19,6	-18,8	-11,0
Metode 2	74,1	12,2	-131,1	-117,8

4.3 Rentabilitetsanalyse

Det reformulerede regnskabsgrundlag er nu klar til videre analysebrug, hvilket kan øge vores forståelse for Tivolis værdiskabelse. En virksomheds evne til at skabe værdi for aktionærerne kan udtrykkes ved egenkapitalforrentningen (ROE):

$$ROE = \frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gns. EK}}$$

ROE måler altså totalindkomstens størrelse i forhold til egenkapitalen og er et vigtigt nøgletal, idet det måler virksomhedens evne til at forrente den indskudte kapital.

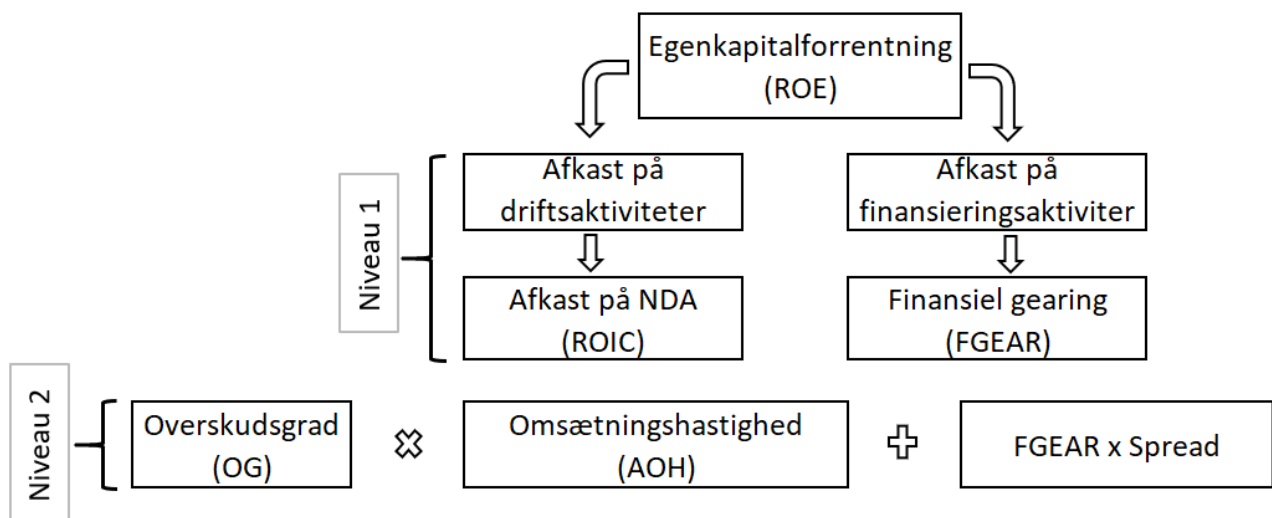
Udviklingen i ROE for Tivoli i årene 2019 – 2016:

ROE				
2019	2018	2017	2016	Gns.
15,5%	10,6%	9,8%	9,1%	11,3%

Ud fra ovenstående opstilling kan vi udlede, at Tivolis evne til at forrente egenkapitalen har været stigende i de seneste år, men vi kan ikke umiddelbart konkludere *hvorfor*. For at forstå udviklingen i ROE er vi nødt til at nedbryde den i mindre bestanddele, hvilket gøres ved brug af rentabilitetsanalysen.

Rentabilitetsanalysens overordnede formål er at *dekomponere* ROE i en tilstrækkelig grad, således at de underliggende finansielle drivere kan fastlægges og danne fundament for den senere budgettering.

Til dette formål gøres der brug af den udvidede DuPont-pyramide, som beskrevet i Ole Sørensens ”Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”. DuPont-pyramiden består af 3 niveauer, hvoraf de to første kan illustreres i nedenstående;



Figur 12 - egen tilvirkning

Som illustrationen viser er ROE en konsekvens af såvel driftsaktiviteterne som finansieringsaktiviteterne, da disse til sammen udgør totalindkomsten. Egenkapitalforrentningen kan altså yderligere defineres ud fra følgende:

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

Denne formel vil behandles i de to næstkommende afsnit hvor henholdsvis drifts- og finansieringsaktiviteten vil analyseres hver for sig.

4.3.1 Analyse af driftsaktiviteten

ROIC

Som DuPont-pyramiden viser påvirkes ROE af driftsaktivitetens finansielle driver ROIC. ROIC er et udtryk for *afkast på netto driftsaktiver* og sammenholder Tivolis driftsoverskud med de ressourcer der rådes over.

$$ROIC = \frac{\text{Driftsoverskud}}{\text{Gns. NDA}}$$

Udviklingen i ROIC for Tivoli i årene 2019 – 2016:

ROIC				
2019	2018	2017	2016	Gns.
13,6%	8,5%	7,8%	9,2%	9,8%

Tabellen viser et fald i ROIC fra 2016 til 2017, hvorefter ROIC stiger frem til 2019. Som sagt udtrykker ROIC driftsoverskuddet i forhold til NDA. Det åbner op for flere scenarier der kan påvirke ROIC – og uden yderligere analyse kan det derfor være svært at fastlægge årsagen til de årlige afvigelser. Naturligvis vil udsving i driftsoverskuddet – hvis netto driftsaktiverne ellers er konstante – påvirke ROIC i en negativ eller positiv grad. Ligeledes vil ændringer i netto driftsaktiverne påvirke ROIC, hvis driftsoverskuddet forholder sig uændret. En nedbringelse af arbejdskapitalen – under forudsætning af at driftsoverskuddet ville være upåvirket – ville eksempelvis øge ROIC. Derfor ser man b.la. ofte at virksomheder prøver at forhandle sig til længere kredittider hos leverandører og kortere kredittider hos debitorer¹⁰

En videre analyse af ROIC synes derfor nødvendigt, for at finde årsagssammenhængen bag udviklingen. Som DuPont-pyramiden viser, kan ROIC yderligere specificeres i

¹⁰ "SALGSMODNING – med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden" – s. 8 (Søren Nørbjerg og Thomas Plenborg)

omsætningshastighed (AOH) og overskudsgrad (OG). Den positive udvikling i ROIC må derfor tilsiges udviklingen i mindst én af disse.

1. Omsætningshastighed (AOH)

Omsætningshastigheden måler netto driftsaktivernes evne til at generere salg:

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

Ud fra denne definition vil en omsætningshastighed på 1 betyde, at nettoomsætningen var identisk med det i netto driftsaktiverne investerede beløb.

Udviklingen i AOH for Tivoli i årene 2019 – 2016:

AOH				
2019	2018	2017	2016	Gns.
0,81	0,88	0,90	1,11	0,92

Som tabellen viser, faldt omsætningshastighed drastisk fra 2016 til 2017. Dette skyldes enten et forholdsmæssigt fald i omsætningen i forhold til nettodriftsaktiverne *eller* en forholdsmæssig stor stigning i nettodriftsaktiverne i forhold til omsætningen. Kigger man på de reformulerede opgørelser finder man, at udviklingen skyldes en relativ stor stigning i driftsaktiverne som følge af udviklingen af Tivoli Hjørnet. Målet med investeringen var som bekendt at gøre Tivoli til en helårsvirksomhed og derved øge omsætningen. Hvis omsætningen var steget tilsvarende stigningen i nettodriftsaktiver, ville omsætningshastigheden forholde sig uændret. Dette var imidlertid ikke tilfældet, hvilket formentlig skyldes at Tivoli Hjørnet først åbnede i november 2017 og således ikke har kunne afspejle sig i årets samlede omsætning. I 2018 stiger omsætningen dog med 12% i forhold til 2017, hvilket ledelsen primært tilsiger konsekvensen af denne investering.

Omsætningshastigheden falder dog yderligere fra 2017 til 2018, hvilket antages at skyldes investeringer i ”Kapitalandele i associerede virksomheder”, software og øvrige materielle anlægsaktiver. Kapitalandelene øger netto driftsaktiverne, men resultatindregningen herfra bidrager ikke til årets omsætning og vil dermed påvirke omsætningshastigheden negativt.

Omsætningen falder en smule fra 2018 til 2019. Hertil kan nævnes at Tivoli i 2019 frasælger aktiviteten vedrørende casino-drift. Omsætningen – og omkostningerne – fra dette forretningsområde fradrages i salgssummen og indgår derfor ikke i årets rapporterede omsætning. Forretningsområdet har ikke tidligere fremgået af nettodriftsaktiverne – hvilket antages at skyldes, at der har været tale om et internt oparbejdet aktiv – og salget heraf har således ikke mindskedes nettodriftsaktiverne. Derudover er nettodriftsaktiverne steget væsentligt som følge af indregningen af leasingaktiver efter implementeringen af IFRS 16.

I DuPont-pyramidens tredje niveau opdeles AOH i individuelle omsætningshastigheder ud fra følgende kendsgerning:

$$\frac{Gns. NDA}{Nettoomsætning} = \frac{Gns. Arbejdskapital}{Nettoomsætning} + \frac{Gns. Anlægskapital}{Nettoomsætning}$$

Bemærk at tæller og nævner i brøken nu har byttet plads, hvilket giver den inverse omsætningshastighed. Resultatet vil vise det beløb der bindes i nettodriftsaktiverne for én kroners omsætning.

For tivoli kan den inverse AOH for årene 2016 – 2019 opdeles i følgende:

AOH - 1/AOH				
<i>OBS.: invers</i>	2019	2018	2017	2016
AOH	1,24	1,14	1,12	0,90
AOH _{arbejdskapital}	-0,18	-0,17	-0,17	-0,16
AOH _{anlægskapital}	1,42	1,30	1,29	1,07
Omsætning	1.051	1.059	943	939
Gns. Arbejdskapital	-190	-175	-163	-152
Gns. Anlægskapital	1.491	1.380	1.216	1.001
Gns. Netto driftsaktiver	1.300	1.204	1.053	848

Figur 13 - egen tilvirkning

Jf. ovenstående kan konkluderes, at faldet i omsætningshastigheden skyldes en relativt større binding i anlægskapitalen, hvilket bekræftede den overordnede gennemgang af udviklingen i netto driftsaktiverne.

Endvidere fremgår det også, at bindingen i arbejdskapitalen er negativ. Dette bidrager til Tivolis overordnede rentabilitet, idet virksomheder som udgangspunkt søger at skabe salg på baggrund af færrest mulige kapitalbindinger. Den negative arbejdskapital er forventelig i forhold til Tivolis overordnede forretning. Det meste salg består nemlig af kontantsalg, hvorfor bindingen i tilgodehavender fra salg er begrænset. Dette afholder dog ikke Tivoli fra selv at kunne strække betalinger til leverandører. Kontantsalget har også den konsekvens, at f.eks. moms betales af kunderne med det samme, men indberettes og afregnes forskudt.

Udviklingen i anlægskapitalen bekræfter de strategiske overvejelser beskrevet i brancheanalysen; at der er høje krav til fornyelse, udvikling og differentiering. Det er svært at kritisere Tivolis styring af arbejdskapitalen, da den trods alt er negativ, men udviklingen i anlægskapitalen giver anledning til flere overvejelser. F.eks. er det relevant at overveje om de stigende bindinger er en konsekvens kundernes forventningspres til branchen *eller* et udtryk for økonomisk fordelagtige investeringer, der øger Tivolis langsigtede økonomiske potentiale og konkurrencemæssige fordele. I den sammenhæng er det hensigtsmæssig at lave en yderligere dekomponering af anlægskapitalen:

AOH - 1/AOH				
<i>OBS.: invers</i>	2019	2018	2017	2016
AOH_{anlægskapital}	1,42	1,30	1,29	1,07
AOH _{immaterielle}	0,04	0,03	0,02	0,01
AOH _{materielle}	1,33	1,27	1,28	1,06
AOH _{leasing}	0,04	-	-	-
AOH _{finansielle}	0,02	0,01	-	-

Figur 14 - egen tilvirkning

Oversigten gør udviklingen i anlægskapitalen mere tydelig, og det er muligt at identificere årsagen til faldet i omsætningshastigheden ud fra denne. Det giver os således også muligheden for at retfærdiggøre stigningen i henhold til førnævnte overvejelser.

Stigningen i den immaterielle anlægskapital sker i henhold til Tivolis digitale tilpasning. Stigningen dækker over en række digitaliseringsprojekter, hvoraf hovedformålet er at løfte Tivolis serviceniveau. Det sker b.la. gennem loyalitetsprogrammet Tivoli Lux. Hvorvidt de digitale tiltag kan bidrage til en øget omsætning i fremtiden, må antages at være begrænsede, men tiltagene vurderes at være strategisk plausible. Om end der kan argumenteres for at loyalitetsprogrammer kan øge incitamentet for forbrugerne til at købe/besøge mere, anser jeg nærmere tiltagene som et slags nødvendigt unde for at imødekomme forbrugerens forventninger.

Som allerede nævnt skyldes faldet i omsætningshastigheden fra 2016 til 2017 primært etableringen af Tivoli Hjørnet. Investeringen er økonomisk velbegrundet, idet Tivoli Hjørnet vil have den afledte effekt, at Tivoli er mindre følsomt over for dårligt vejr og derved har kunne forvente flere årligt besøgende. At omsætningshastigheden falder, må siges at være forventeligt da der er tale om en forholdsvis langsigtet investering i bygninger mv.; Det er derfor urimeligt at forvente at en investering af en sådan karakter øjeblikkeligt ville medføre en tilsvarende stigning i omsætningen. Fra 2018 til 2019 stiger den inverse omsætningshastighed for den materielle anlægskapital dog igen. Dette skyldes kapitalbindinger til nye forlystelser – mælkevejen, kamelen og radiobilerne – hvilke vi, ud fra omsætningshastigheden, kan konkludere ikke har den store effekt på omsætningen. Investeringer af denne karakter vurderes derfor at afspejle branchens ”fornyelsespres” og ikke en reel rentabilitet. Med andre ord er Tivoli nødt til at foretage kontinuerlige investeringer i fornyelse, for at forsvare sin markedsposition og forbrugerens interesse.

Den yderligere specificering bekræfter også antagelsen om, at en del af faldet i AOH skyldes leasingaktivernes indregning som konsekvens af IFRS 17.

Investeringen i den finansielle anlægskapital dækker som sagt over et joint-venture med Egmont om varemærket Rasmus Klump. Selvom investeringen ikke afspejler sig af omsætningen, vurderes den at have en vis eksistensberettigelse. Samarbejdet tillader i en vis grad Tivoli at bevæge sig ud på andre markeder og øge indtjeningspotentialer. Vi kan se at kapitalbindingen har en negativ effekt på omsætningshastigheden – men resultatindregningen herfra vil øge overskudsgraden og kan således stadig forbedre ROIC.

Overskudsgrad (OG)

Driftsaktivitetens anden finansielle driver for ROIC er overskudsgraden. Den måler forholdet mellem driftsoverskuddet og omsætningen:

$$OG = \frac{\text{driftsoverskud}}{\text{omsætning}}$$

Forholdet mellem OG og AOH danner som bekendt ROIC. Generelt gælder det at brancher med lave omsætningshastighedsniveauer, kompenserer herfor ved højere overskudsgrader. Omvendt opereres der i andre brancher med lave overskudsgrader, hvilket ofte medfører en høj omsætningshastighed. Selvom Tivoli i de senere år har haft en faldende tendens i omsætningshastigheden, kan ROIC altså stadig opretholdes/forbedres hvis overskudsgraden øges. Omsætning skaber som bekendt først værdi, hvis omkostningerne er tilpasset hertil.

Udviklingen i OG for Tivoli i årene 2019 – 2016:

OG				
2019	2018	2017	2016	Gns.
16,8%	9,7%	8,7%	8,3%	10,9%

Overskudsgraden kan overordnet siges at være stigende. Som bekendt har vi foretaget en opdeling i driften af henholdsvis den primære drift og andet driftsoverskud. Ved at videreføre denne opdeling i beregningen af overskudsgraden, kan vi derved fastlægge et mere nøjagtigt billede af udviklingen.

	2019	2018	2017	2016	Gns.
OG	17%	10%	9%	8%	11%
OG _{core}	6%	10%	8%	8%	8%
OG _{andet}	10%	0%	0%	0%	3%

Som vi kan se, har overskudsgraden fra den primære – core – drift historisk været forholdsvis konstant. I 2019 falder OG_{core} dog til 6% fra 10% året før. Vi kan derfor udlede at den høje overskudsgrad i 2019 er positivt påvirket af 'andet driftsoverskud, der stammer fra salget af kasino-aktiviteten. Det reelle billede af den permanente drift er vigtig i forbindelse med budgetforudsætningerne, hvorfor underliggende omkostningsdrivere må synliggøres. Det kan gøres ved at præsentere hver omkostnings forholdsvis andel af omsætningen.

	2019	2018	2017	2016	Gns.
<i>Profitmargin-drivere (%)</i>					
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Andre eksterne udgifter	-34,6%	-34,8%	-36,0%	-35,9%	-35,3%
- Personaleudgifter	-45,8%	-44,2%	-44,4%	-44,8%	-44,8%
EBITDA-margin	19,5%	21,0%	19,6%	19,3%	19,8%
- Afskrivninger	-11,4%	-8,6%	-9,0%	-9,3%	-9,6%
EBIT-margin	8,2%	12,4%	10,6%	10,0%	10,3%
- Skat	-1,8%	-2,7%	-2,3%	-2,2%	-2,3%
NOPAT-margin	6,4%	9,7%	8,3%	7,8%	8,0%
Andet driftsoverskud efter skat	10,4%	0,0%	0,4%	0,5%	2,8%
Samlet OG	16,8%	9,7%	8,7%	8,3%	10,9%
<i>Effektiv skatteprocent, CORE fra salg</i>	21,9%	21,9%	21,9%	21,8%	21,9%
<i>Effektiv skatteprocent, totalindkomst</i>	21,4%	22,1%	21,6%	23,3%	22,1%

Den lavere NOPAT-margin i 2019 synes mest interessant – og regnskabsberetningen hjælper os til at forstå årets udvikling. Heraf fremgår det at antallet af besøgende gæster faldt med 6% i forhold til 2018, som følge af færre åbningsdage og lavere aktivitet i Salene. Det oplyses endvidere at de eksterne omkostninger er steget som følge af omstrukturingsomkostninger og at personaleomkostningerne er præget af fratrædelsesgodtgørelser. Disse poster vurderes at være af ekstraordinær karakter og vil derfor ikke opfattes som repræsentative for den videre budgettering. Dog er de eksterne omkostninger positivt påvirket af implementeringen af IFRS 16 – hvor leasingomkostningerne dermed præsenteres under afskrivninger. Det forklarer således også stigningen i årets afskrivninger. Derudover fremgår det af noterne til regnskabet, at der er foretaget nedskrivninger på anlægsaktiverne med ca. 11 mio. kr. Disse ekstraordinære nedskrivninger påvirker ca. EBIT-margin med 1%.

Ledelsens forklaring på den lavere overskudsgrad grundet færre åbningsdage giver implicit analytiker en vigtig information: Variable omkostninger følger omsætningen, hvilket betyder at en lavere omsætning ikke burde have effekt på overskudsgraden, hvis alle omkostningerne var 100% variable. At færre åbningsdage alligevel påvirker overskudsgraden væsentligt, må alt andet lige betyde, at Tivoli er præget af et forholdsvist højt niveau af faste omkostninger. Det er vigtigt for vores overordnede vurdering af Tivolis driftsrisiko.

4.3.2 Analyse af finansieringsaktiviteten

Som vi så er ROE ikke blot afledt af driftsaktiviteten (ROIC), men også af finansieringsaktiviteten:

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

Det andet led består af to faktorer, der sammen danner finansieringsaktiviteten effekt på ROE. Den finansielle gearing (FGEAR) beskriver forholdet mellem egenkapitalen og de finansielle forpligtelser til finansiering af nettodriftsaktiverne:

$$FGEAR = \frac{Gns. NFF}{Gns. EK}$$

Den anden faktor kaldes SPREAD og definerer forskellen mellem ROIC og låneomkostningerne. Den gennemsnitlige lånerente – r – fastlægger omkostningen forbundet ved at finansiere netto driftsaktiverne med de netto finansielle forpligtelser:

$$r = \frac{Netto\ finansielle\ omkostninger}{Gns. Netto\ finansielle\ forpligtelser}$$

Ovenstående sammenhænge viser, at forskellen mellem ROE og ROIC defineres ud fra finansieringsaktiviteten. Fremmedfinansiering vil have en positiv effekt på

egenkapitalforrentningen så længe ROIC er større end r . Det omvendte scenario – hvor man ikke formår at forrente de lånte penge *mere* end det koster at låne dem – vil naturligvis have en negativ effekt på egenkapitalforrentningen. Denne effekt afhænger desuden af den finansielle gearing.

Tivolis egenkapitalforrentning kan således dekomponeres:

Niveau 1	2019	2018	2017	2016	Gns.
ROE (Egenkapitalforrentning)	15,5%	10,6%	9,8%	9,1%	11,3%
ROIC (afkast på netto driftsaktiver)	13,6%	8,5%	7,8%	9,2%	9,8%
Drive for finansiell gearing:					
r	7,4%	2,8%	0,8%	9,8%	5,2%
SPREAD	6,2%	5,7%	7,0%	-0,6%	4,6%
FGEAR	0,32	0,36	0,29	0,12	0,27

Figur 15 - egen tilvirkning

Som denne opstilling viser, er ROE altså summen af ROIC og forholdet mellem SPREAD og FGEAR. Mest i øjenfaldende er år 2019 og 2016, hvor r er relativ høj. Konsekvensen heraf er at Tivoli i 2016 havde en lavere ROE end ROIC, idet SPREAD var negativ som følge af de høje låneomkostninger. Jf. den reformulerede resultatopgørelse fremgår det, at stigningen i de netto finansielle omkostninger primært skyldes værdireguleringen af finansielle sikringsinstrumenter.

De finansielle sikringsinstrumenter består af renteswaps, der har til formål at afdække risikoen ved Tivolis brug af variable rente lån. I nedenstående udspecificeres r i den løbende renteudgift der føres over resultatopgørelsen (core) og i den finansielle omkostning som følge af værdireguleringen over egenkapitalen.

	2019	2018	2017	2016	Gns.
r	7,4%	2,8%	0,8%	9,8%	5,2%
r_{core}	2,8%	2,6%	1,4%	3,1%	2,5%
r_{andet}	4,6%	0,3%	-0,6%	6,6%	2,7%

Figur 16 - egen tilvirkning

Dekomponeringen af r viser os, at Tivolis finansielle omkostninger er relativt svingende. Værdien af de finansielle renteswaps repræsenterer det beløb Tivoli skal betale, for at konvertere til et

fastforrentet lån. Det medfører at en stigning i den variable rente *også* medfører en stigning i omkostningen fra værdireguleringen.

Nettodriftsaktiverne finansieres sædvanligvis gennem egenkapitalen og nettofinansielle forpligtelser. Forholdet mellem disse to finansieringskilder udtrykkes ved den finansielle gearing (FGEAR):

$$FGEAR = \frac{Gns. NFF}{Gns. EK}$$

Hvis SPREAD er positiv, afhænger den positive effekt på ROE af FGEAR. Produktet af SPREAD og FGEAR vil således blive ”præmien” af finansieringsaktiviteten og forskellen mellem ROIC og ROE. Nedenstående eksempel viser denne sammenhæng:

Forskellen mellem ROIC og ROE ved fremmedfinansiering								
FGEAR/ <i>r</i>	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%
0,15	1,1%	0,9%	0,8%	0,6%	0,5%	0,3%	0,2%	0,0%
0,30	2,1%	1,8%	1,5%	1,2%	0,9%	0,3%	0,3%	0,0%
0,45	3,2%	2,7%	2,3%	1,8%	1,4%	0,6%	0,5%	0,0%
0,65	4,6%	3,9%	3,3%	2,6%	2,0%	0,9%	0,7%	0,0%
0,80	5,6%	4,8%	4,0%	3,2%	2,4%	1,3%	0,8%	0,0%
0,95	6,7%	5,7%	4,8%	3,8%	2,9%	1,6%	0,9%	0,0%
Ved ROIC på	8%							

Figur 17 - egen tilvirkning

Bemærk hvordan der ikke er nogen fordele ved finansiering hvis $r = \text{ROIC}$. Omvendt stiger fordelene i desto større forskel der er på r og ROIC. Ydermere ses det finansieringsaktivitetens effekt på ROIC i høj grad afhænger af FGEAR.

4.3.3 Opsamling på regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har vist at aktiviteten fra henholdsvis drift og finansiering har øget Tivolis egenkapitalforrentningen i de seneste år.

Rentabilitetsanalyse

Niveau 1	2019	2018	2017	2016	Gns.
ROE (Egenkapitalforrentning)	15,5%	10,6%	9,8%	9,1%	11,3%
ROIC (afkast på netto driftsaktiver)	13,6%	8,5%	7,8%	9,2%	9,8%
Drivere for finansiell gearing:					
r	7,4%	2,8%	0,8%	9,8%	5,2%
SPREAD	6,2%	5,7%	7,0%	-0,6%	4,6%
FGEAR	0,32	0,36	0,29	0,12	0,27
Niveau 2	2019	2018	2017	2016	Gns.
ROIC	13,6%	8,5%	7,8%	9,2%	9,8%
AOH (Omsætningshastighed)	0,81	0,88	0,90	1,11	0,92
OG (Overskudsgrad)	16,8%	9,7%	8,7%	8,3%	10,9%
OG _{core}	6,4%	9,7%	8,3%	7,8%	8,0%
OG _{andet}	10,4%	0,0%	0,4%	0,5%	2,8%
Niveau 3	2019	2018	2017	2016	Gns.
Profitmargin-drivere (%)					
Nettoomsætning	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Andre eksterne udgifter	-34,6%	-34,8%	-36,0%	-35,9%	-35,3%
- Personaleudgifter	-45,8%	-44,2%	-44,4%	-44,8%	-44,8%
EBITDA-margin	19,5%	21,0%	19,6%	19,3%	19,8%
- Afskrivninger	-11,4%	-8,6%	-9,0%	-9,3%	-9,6%
EBIT-margin	8,2%	12,4%	10,6%	10,0%	10,3%
- Skat	-1,8%	-2,7%	-2,3%	-2,2%	-2,3%
NOPAT-margin	6,4%	9,7%	8,3%	7,8%	8,0%
Andet driftsoverskud efter skat	10,4%	0,0%	0,4%	0,5%	2,8%
Samlet OG	16,8%	9,7%	8,7%	8,3%	10,9%
Effektiv skatteprocent, CORE fra salg	21,9%	21,9%	21,9%	21,8%	21,9%
Effektiv skatteprocent, totalindkomst	21,4%	22,1%	21,6%	23,3%	22,1%

Figur 18 - egen tilvirkning

Dog viste det sig at omsætningshastigheden er faldet stødt – og at den forbedrede ROIC for 2019 skyldes den høje overskudsgrad som følge af frasolgt aktivitet. Ser man isoleret på overskudsgraden fra kerneaktiviteten, er denne steget fra 8,3% i 2016 til 9,7% i 2018 – herefter faldt den drastisk i

2019 til 6,4%. Omsætningshastighedens fald skyldes stigende bindinger i anlægskapitalen, hvilket presser Tivoli til at øge overskudsgraden. Hertil viste analysen at omkostningsstrukturen er forholdsvis fast – og at overskudsgraden derfor er afhængig af en maksimal kapacitetsudnyttelse. Dette er Tivolis akilleshæl og nøglen til den driftsmæssige risiko. Som behandlet i det analytiske afsnit er Tivoli påvirket af adskillelige eksterne faktorer. Hvis disse faktorer på den ene eller anden måde forhindrer Tivoli i at nå en minimumskapacitetsudnyttelse, kan det få store konsekvenser for Tivolis rentabilitet. Dog kan denne driftsmæssige struktur også skabe stordriftsfordele og forbedre overskudsgraden såfremt omsætningen stiger.

Analyse viste ydermere, at Tivolis gearing har været forholdsvis konstant i de sidste 3 år af analyseperioden. Gearingen viste sig også at være relativt konservativ, men brugen af variable rentelån – om end der er indgået renteswap – vurderes at øge den finansielle risiko.

5. Budgettering

På baggrund af de forudgående analyser, vil Tivolis fremtidige finansielle udvikling budgetteres.

5.1 Budgetlængde

Teoretisk værdiansættes virksomheder ud fra en going concern tankegang. Det betyder at budgethorisonten fortsætter i hele virksomhedens levetid. De valgte værdiansættelsesmodeller gør dog brug af en terminalværdi, der forudsætter at Tivolis vækst og udvikling forholder sig konstant i det uendelige, fra den dag terminalværdien indtræder.

I praksis skal budgetperioden således omfatte årene indtil væksten må antages at være konstant; det være sig salgsvæksten, overskudsgraden, omsætningshastigheden og finansieringsforholdene.

Det fremgik af den strategiske analyse at Tivoli besidder strategiske kapabiliteter, der skaber konkurrencemæssige fordele. Dette sætter umiddelbart krav til en relativ lang budgethorisont, fordi det alt andet lige må medføre overnormal vækst på lang sigt. Dog fremgik det også af analysen, at der er tale om en moden branche uden store vækstudsigter – og at Tivolis vækstudsigter endvidere er begrænset af de geografiske rammer. Man kan givetvis mene at Tivoli kan skabe vækst på anden vis, f.eks. ved kapitalandelene i associerede virksomheder, men disse vurderes ikke væsentlige nok

til alene at øge budgetlængden. Hertil kommer at Tivoli allerede har implementeret de ændringer der må siges at kunne skabe overnormal vækst ved investeringer i Tivoli Hjørnet og det er derfor rimeligt at antage at væksten ville kunne stabiliseres på en periode á fem år. Herefter forventes *steady-state* at indtræde.

5.2 Salgsvækst

I den strategiske analyse kom det frem, at Tivolis påvirkning primært påvirkes af eksterne faktorer. Nedenstående faktorer vurderes væsentlige for de udarbejdede budgetter:

1. Udvikling af BNP
2. Befolkningstilvækst i København
3. Turismens udvikling

Bruttonationalproduktet kan være vanskeligt at fremskrive. Danmark Nationalbanks forventninger en stigning på 1.5% for både 2020 og 2021¹¹ i deres analyse og økonomiske prognose fra september 2019. Der er ikke offentliggjort prognoser for budgetperiodens øvrige år, hvorfor 1.5% bruges for hver af de gældende år.

Tivolis omsætning afhænger naturligvis af antallet af besøgende gæster. Hvis indbyggertallet i Tivolis nærområde stiger, må omsætningen derfor tilsvarene stige. Det betyder givetvis ikke at hver tilflytter vil besøge Tivoli – men det må antages at den procentuelle udvikling vil afspejle sig i de af Tivolis indtægtskilder der afhænger af antallet af besøgende. Udviklingen for indbyggertallet i Storkøbenhavn har for de seneste 10 år lydt på ca. 1% årligt¹²:

Indbyggere i Storkøbenhavn									
2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1.181.239	1.199.224	1.213.822	1.230.728	1.246.611	1.263.698	1.280.371	1.295.686	1.308.893	1.320.629
ændring i %	1,02%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%	1,01%

Figur 19 - egen tilvirkning, datakilde: Danmarks Statistik

¹¹ <http://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Sider/2019/09/Udsigter-for-dansk-oekonomi-Lidt-lavere-vaekst-i-de-kommende-aar.aspx>

¹² <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1536>

Det er dog ikke alle af Tivolis indtægtskilder der påvirkes af de besøgende gæster, hvorfor ovenstående kun vil have betydning for budgetteringen af salg af varer og serviceydelser.

Ligeledes vurderes udviklingen i turisme at afspejle sig i Tivolis omsætning. Det Nationale Turistforum offentliggjorde i november 2019 en prognose over den forventede danske vækst i turisme¹³. Prognosen beretter om en forventet stigning i dansk turisme på 2,2% årligt for årene 2020 og 2021. Det antages at udviklingen i turismen korreleres med turisters besøg af danske attraktioner. Det er dog forsimplet at antage, at attraktionerne fordeler stigningen af turister ligeligt imellem sig, da Tivoli udgør 34% af markedet målt på besøgende. Tivoli offentliggør ikke segmenteret information om kunderne – og det er derfor ikke muligt at lave en konkret vurdering af forholdet mellem turismeniveauet og Tivolis omsætning.

Det indarbejdes derfor i budgettet, at salg af varer og serviceydelser vil stige med 2,2% i 2020 og 2021 – i resten af budgetperioden forventes en konservativ stigning på 1%.

Budgettering af salgsvækst									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Varesalg	249,9	247,8	273,0	277,6	290,6	300,8	311,3	322,2	333,5
Serviceydelser	647,7	652,9	648,8	639,0	669,0	700,5	725,0	750,4	776,6
Huslejeomsætning	-	-	83,0	83,1	84,3	85,6	86,9	88,2	89,5
Sponsorater og tilskud	19,6	19,6	23,7	21,9	22,2	22,6	22,9	23,2	23,6
Royalty	11,9	13,1	13,5	13,9	14,1	14,3	14,5	14,8	15,0
Øvrig omsætning	6,1	6,1	16,8	15,8	16,0	16,3	16,5	16,8	17,0
Projekteringshonorarer og arbejde for fremmede	4,1	3,2	-	-	-	-	-	-	-
Nettoomsætning	939,3	942,7	1.058,8	1.051,3	1.096,4	1.140,1	1.177,2	1.215,6	1.255,3
- stigning i % ift. året før		0,4%	12,3%	-0,7%	4,3%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%

5.3 Driftsoverskud

Metoden til at fremfinde driftsoverskuddet fra salg¹⁴ er først at budgettere EBIT-marginen, for derfor at benytte den på omsætningen:

$$EBIT = \text{nettoomsætning} * EBIT\text{margin}$$

¹³ "Statusanalyse af turismens udvikling og konkurrenceevne" – Det Nationale Turistforum, november 2019

¹⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 326

Regnskabsanalysen viste, at Tivolis omkostninger er af forholdsvis fast karakter. Det må alt andet lige betyde, at en øget omsætning skaber bedre overskudsgrader.¹⁵ Som det fremgår af regnskabsanalysen, under analysen af driftsaktiviteten, er omkostningerne forholdsvis høje i 2019: Det skyldes omstrukturering og fratrædelsesgodtgørelser¹⁶. Både personaleomkostninger og andre eksterne omkostninger forventes derfor procentuelt at falde gradvist. Selve afskrivningerne forventes at forholde sig forholdsvis konstant, men grundet salgsvæksten vil nøgletallet forbedres. Samlet forventes EBIT-marginen at stige fra 8,2% i 2019 til 12,4% i 2024.

Andet driftsoverskud omfatter resultatindregning fra associeret virksomheder. Ledelsen nævner¹⁷ at aktiviteten hidtil har været begrænset, men det vurderes at selskabet – og samarbejdet – vil modnes gennem budgetperioden, således at resultatet heraf vil være 2,5 mio. kr. i 2024. Det bemærkes at kapitalandelene (50%) har en kostpris på 16,5 mio. kr.

Herudover forventes der ingen ændring i selskabsskatten og det samlede driftsoverskud kan således fremvises i følgende:

<i>Nettoomsætning</i>	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
- Andre eksterne omkostninger	-35,9%	-36,0%	-34,8%	-34,6%	-34,3%	-34,2%	-34,2%	-34,1%	-34,1%
- Personaleomkostninger	-44,8%	-44,4%	-44,2%	-45,8%	-44,8%	-44,3%	-43,9%	-43,6%	-43,5%
- Afskrivninger	-9,3%	-9,0%	-8,6%	-11,4%	-10,9%	-10,5%	-10,4%	-10,1%	-10,0%
EBIT-marginen	10,0%	10,6%	12,4%	8,2%	10,0%	11,0%	11,5%	12,2%	12,4%
<i>Driftsoverskud fra salg, før skat</i>	94,1	100,0	131,1	85,7	109,6	125,4	135,4	148,3	155,7
NOPAT - [EBIT*(1-skatteprocent)]	73,6	78,1	102,4	66,9	85,5	97,8	105,6	115,7	121,4
<i>Andet driftsoverskud, efter skat</i>	4,6	3,7	0,0	109,3	0,4	0,9	1,8	2,4	2,5
Driftsoverskud i ALT	78,2	81,8	102,4	176,2	85,9	98,7	107,4	118,1	123,9
<i>Effektiv skatteprocent</i>	21,8%	21,9%	21,9%	21,9%	22%	22%	22%	22%	22%

5.4 AOH og NDA

Rentabilitetsanalysens undersøgelse af AOH viste at denne i analyseperioden havde været faldende som følge af anlægskapitalens udvikling. Anlægskapitalen har været præget af et højt investeringsniveau til blandt andet forlystelser og Tivoli hjørnet. I 2018 og 2019 lød årets investeringer på henholdsvis 162,2 og 184,4 mio. kr. Det oplyses endvidere at Tivolis normale

¹⁵ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 292

¹⁶ Der henvises til 2019 årsrapport – Tivoli A/S eller nærværende rentabilitetsanalyse

¹⁷ 2019 Årsrapport – Tivoli A/S, s. 50

investeringsniveau ligger i underkanten af 100 mio. kr.¹⁸ Det antages derfor at investeringsniveauet vil aftage og at omsætningshastigheden dermed vil stige i forbindelse med salgsvæksten.

Gradvist forventes omsætningshastigheden at forbedres fra 0,81 i 2019 til 0,88 i 2024. Det bemærkes at dette svarer til niveauet i 2018 – året efter Tivoli Hjørnet lå færdigt.

Efter budgetteringen af AOH bliver det imidlertid muligt at beregne NDA primo ved følgende¹⁹:

$$NDA = salg * \frac{1}{AOH}$$

5.5 Terminalåret

I 2025 påbegyndes terminalåret. Herfra antages det at omsætningshastigheden, overskudsgrader og salgsvæksten forbliver konstant. Salgsvæksten, der skal kunne opretholdes i det uendelige, skal fastsættes. Overordnet er der to vigtige punkter som gør sig gældende²⁰; for det første kan salgsvæksten ikke overstige den langsigtede vækstrate for økonomien – og for det andet må den ikke være væsentlig mindre end den øvrige økonomi, da den i så fald vil udgøre en stadig mindre del af økonomien for til sidst at forsvinde. Ole Sørensen nævner specifikt at en salgsvækstrate på 3-6% er rimelig at antage. Tivoli er dog begrænset af pladsmangel – og det forekommer derfor misvisende at forvente, at Tivoli kan skabe realvækst i det uendelige. For terminalperioden forudsættes der derfor, at Tivolis salgsvækst blot øges med den generelle inflation, som historisk har ligget på 2%.

5.5 Budget og finansielle drivere

Budgetforudsætningerne sammenholdes med den historiske regnskabsdata fra regnskabsanalysens afsnit. Herved er det muligt at vurdere rimeligheden i de givne forudsætninger og eventuelt tilrette herefter.

¹⁸ 2019 Årsrapport – Tivoli A/S, s. 9

¹⁹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 9

²⁰ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 322

Budget									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Varesalg	249,9	247,8	273,0	277,6	290,6	300,8	311,3	322,2	333,5
Serviceydelse	647,7	652,9	648,8	639,0	669,0	700,5	725,0	750,4	776,6
Huslejeomsætning	-	-	83,0	83,1	84,3	85,6	86,9	88,2	89,5
Sponsorater og tilskud	19,6	19,6	23,7	21,9	22,2	22,6	22,9	23,2	23,6
Royalty	11,9	13,1	13,5	13,9	14,1	14,3	14,5	14,8	15,0
Øvrig omsætning	6,1	6,1	16,8	15,8	16,0	16,3	16,5	16,8	17,0
Projekteringshonorarer og arbejde for fremmede	4,1	3,2	-	-	-	-	-	-	-
Nettoomsætning	939,3	942,7	1.058,8	1.051,3	1.096,4	1.140,1	1.177,2	1.215,6	1.255,3
- stigning i % ift. året før		0,4%	12,3%	-0,7%	4,3%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
- Andre eksterne omkostninger	-35,9%	-36,0%	-34,8%	-34,6%	-34,3%	-34,2%	-34,2%	-34,1%	-34,1%
- Personaleomkostninger	-44,8%	-44,4%	-44,2%	-45,8%	-44,8%	-44,3%	-43,9%	-43,6%	-43,5%
- Afskrivninger	-9,3%	-9,0%	-8,6%	-11,4%	-10,9%	-10,5%	-10,4%	-10,1%	-10,0%
EBIT-marginen	10,0%	10,6%	12,4%	8,2%	10,0%	11,0%	11,5%	12,2%	12,4%
Driftsoverskud fra salg, før skat	94,1	100,0	131,1	85,7	109,6	125,4	135,4	148,3	155,7
NOPAT - [EBIT*(1-skatteprocent)]	73,6	78,1	102,4	66,9	85,5	97,8	105,6	115,7	121,4
Andet driftsoverskud, efter skat	4,6	3,7	0,0	109,3	0,4	0,9	1,8	2,4	2,5
Driftsoverskud I ALT	78,2	81,8	102,4	176,2	85,9	98,7	107,4	118,1	123,9
Effektiv skatteprocent	21,8%	21,9%	21,9%	21,9%	22%	22%	22%	22%	22%
AOH	1,11	0,90	0,88	0,81	0,81	0,84	0,85	0,88	0,88
NDA _{primo} (Nettoomsætning * 1/AOH)					1352	1357	1385	1381	1426
ROIC	9,2%	7,8%	8,5%	13,6%	6,4%	7,3%	7,8%	8,5%	8,7%

Som nævnt i led af rentabilitetsanalysen, kan AOH og OG danne et væld af kombinationer, som sammen udgør ROIC. En afslutningsvis kontrol af ROIC kan derfor være en god idé, for at vurdere rimeligheden i de udarbejdede forudsætninger. Heraf fremgår det at budgettets ROIC forholder sig i det niveau der hidtil er set. ROIC var rigtig nok steget kraftigt i 2019, men årsagen hertil viste sig primært at skyldes ”andet driftsoverskud” snarere end den permanente drift. Der vurderes at være sammenhæng mellem de udarbejdede budgetter og det historiske regnskabsgrundlag. Herefter kan forudsætningerne præsenteres i simple form:

Forecast						
	Budget periode					Terminalår
Finansielle værdidrivere	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salgsvækstrate	4,3%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%	2,0%
AOH	0,81	0,84	0,85	0,88	0,88	0,88
EBIT-margin	10,0%	11,0%	11,5%	12,2%	12,4%	12,4%
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Andet driftsoverskud, efter skat	0,4	0,9	1,8	2,4	2,5	2,5

6.1 Værdiansættelse

De udarbejdede budgetforudsætninger viderebehandles nu i værdiansættelsesafsnittet

6.1.1 Valg af værdiansættelsesmodeller

I den finansielle verden sonderer man mellem relative modeller, såsom prismultiple, og absolutte modeller. Da de relative modeller primært forudsætter sammenlignelige virksomheder og markedet prissætning af disse, anses de ikke for værende praktiske i Tivolis tilfælde, fordi der som sagt ikke er mange sammenlignelige virksomheder af denne type på et aktivt marked. Endvidere er en del af opgavens formål at undersøge om markedet har prissat Tivoli A/S korrekt – og ved relative modeller risikerer man, at sammenligningsgrundlaget også kan være prissat forkert²¹.

De absolutte modeller kan opdeles i to kategorier: *Direkte* og *indirekte* modeller.

De kræver begge omfattende budgetter og informationsindsamling, men formålet mellem de to er til forskel. De direkte modeller søger at værdiansætte egenkapitalen ud fra de værdier der tilfalder ejerne. De indirekte værdier beregner i stedet virksomhedsværdien – eller Enterprise Value – for derefter at beregne aktionærværdien ved at fratrække markedsværdien af gæld.

I denne opgave vil følgende indirekte modeller benyttes:

1. FCF-modellen
2. RIDO-modellen

Førend der kan foretages yderligere, må wacc²² beregnes.

²¹ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 26

²² Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

6.1.2 Fastsættelse af WACC

Wacc kapitalomkostningerne fra henholdsvis ejere og långivere og beregnes ud fra følgende formel²³:

$$wacc = \frac{V_o^E}{V_o^{EV}} * r_e + \frac{V_o^{NFF}}{V_o^{EV}} * r_g$$

Hvor

V_o^E = markedsværdi af egenkapital

V_o^{EV} = markedsværdi af virksomheden

V_o^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = lånerente efter skat

Ejernes afkastkrav beregnes ved brug af CAPM-modellen. Denne foreskriver brugen af en risikofri rente, en beta-værdi og en markedsrisiko-præmie:

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

Hvor

r_e = ejernes afkastkrav

r_f = risikofri rente

β = beta

$[E(r_m) - r_f]$ = markedetsrisikopræmie

²³ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 42

Den risikofrie rente defineres typisk ud fra en 10-års statsobligation²⁴. Sådan en har dog ikke været udstedt siden 2011. Den sidst-tilgængelige rente på Danmarks Statistik er fra 2011 og oplyses at være **1,58%**²⁵.

Beta-værdien er et udtryk for en akties risiko i forhold til det øvrige marked.

Hvis $\beta = 1$ er således et udtryk for, at aktiens risiko er ens med markedsporteføljen. $\beta > 1$ er et udtryk for en større end markedsporteføljen og $\beta < 1$ er således et udtryk for en lavere risiko end markedsporteføljen. Beta-værdien beregnes ud fra historisk data. Til brug for den videre beregning benyttes den oplyste værdi på **0,42** fra Financial Times pr. 31/12 2019²⁶.

Markedsrisikopræmien repræsenterer den merværdi investorer forventer at kunne modtage som følge af aktier frem for risikofrie investeringer. Markedspræmierisikoen bunder i en individuel vurdering, men PWC's undersøgelser²⁷ viser at der gennemsnitligt benyttes en præmie på **5,6%**. Det besluttet derfor at gøre brug af denne.

Ejernes afkastkrav kan således beregnes:

Risikofri rente = 1,58%

Beta = 0,42

Markedsrisikopræmie = 5,6%

Afkastkravet ifølge CAPM:

$$r_e = 1,58\% + (0,42 * 5,6\%) = \mathbf{3,94\%}$$

²⁴ "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" – Ole Sørensen, s. 39

²⁵ <https://nationalbanken.statistikbank.dk/statbank5a/default.asp?w=1536>

²⁶ <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=TIV:CPH>

²⁷ <https://www.pwc.dk/da/publikationer/2016/prisfastsaettelse-paa-aktiemarkedet.pdf>

Wacc	
Antal aktier	5,7167
Børskurs	700
Markedsværdi af EV	4.001,69
NFF	301,71
Total	4.303,40
Ejernes afkastkrav	3,94%
Efter-skat lånerente	5,20%
Wacc for Tivoli A/S	4,03%

Lånerenten efter skat, r_g , afhænger af den pågældende virksomhed, fordi der indgår et selskabsspecifikt risikotillæg i fastsættelsen. Frem for at beregne en teoretiske rente, benyttes Tivolis egen lånerente. Tivolis gennemsnitlige lånerente efter skat blev fastsat til **5,2%** i forbindelse med rentabilitetsanalysen. Denne findes selvsagt repræsentativ for Tivoli og vurderes brugbar til fastsættelse af wacc.

6.2 DCF-modellen

DCF-modellen tilbagediskonterer fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. Derfor er det essentielt at fastlægge definitionen af fremtidige pengestrømme. Her tales der om det frie cash flow, altså driftsoverskud fratrasket ændringen i netto driftsaktiver:

$$FCF = DO - \Delta NDA$$

Modellen tager således forbehold for den værdi der eksempelvis bindes i arbejdskapitalen.

På baggrund af de opstillede budgetter kan omsætningen, driftsoverskuddet og netto driftsaktiverne beregnes. Derfra kan det frie cash flow udledes – og pengestrømmene kan således tilbagediskonteres til nutidsværdi ved brug af wacc. Slutteligt fratrækkes NFF – markedsværdien af gæld – for til sidst at nå frem til aktiernes værdi.

$$= \sum \frac{FCF_t}{(1 + wacc)} + \frac{FCF_{t+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^t}$$

DCF-modellen						
	1	2	3	4	5	Terminalår
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsætning	1.096	1.140	1.177	1.216	1.255	1.280
Driftsoverskud, efter skat	86	99	107	118	124	125
NDA	1.352	1.357	1.385	1.381	1.426	1.455
FCF	81	71	111	73	95	
Diskonteringsfaktor	1,040	1,082	1,126	1,171	1,218	
<i>PV FCF</i>	77,5	65,6	98,6	62,3	78,3	
PV af FCF t.o.m 2024	382,3					
Terminalværdi						4.803,24
PV af terminalværdi	3.943					
Virksomhedsværdi	4325					
Markedsværdi af gæld (NFF)	-302					
	4023,7					
Antal aktier	5,7167					
Værdi pr. aktie	703,8					

Ifølge DCF-modellen er Tivolis værdi 703,8 kr. pr. aktie.

6.3 RIDO-modellen

RIDO er ligeledes en indirekte, absolut model. Frem for at tilbagediskontere det frie cash flow baseres værdiansættelsen på det merafkast virksomheden opnår. Om end RIDO beregner virksomhedens værdi på en anden måde, vil de to modeller nå frem til den samme værdiansættelse. Derfor er det en god idé at bruge de to modeller sammen, så eventuelle tekniske fejl undgås.

RIDO-modellen kan udtrykkes ved følgende formel:

$$= NDA_0 + \sum \frac{RIDO_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{RIDO_{t+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^t}$$

	RIDO					
	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	Terminalår 2025
Driftsoverskud, efter skat	86	99	107	118	124	125
NDA	1.352	1.357	1.385	1.381	1.426	1.455
Normalafkast (wacc*NDA)	54	55	56	56	57	
RIDO	31	44	52	62	66	
Diskonteringsfaktor	1,040	1,082	1,126	1,171	1,218	
<i>PV RIDO</i>	<i>30,3</i>	<i>40,7</i>	<i>45,9</i>	<i>53,3</i>	<i>54,6</i>	
PV af RIDO t.o.m 2024	224,8					
Terminalværdi						3.348,27
PV af terminalværdi	2.749					
Virksomhedsværdi	4325	(PV af RIDO + PV af terminalværdi + NDA)				
Markedsværdi af gæld (NFF)	-302					
	4023,7					
Antal aktier	5,7167					
Værdi pr. aktie	703,8					

RIDO-modellen værdiansætter således også Tivoli-aktien til 703,8 kr.

6.4 Opsamling på værdiansættelse

Begge værdiansættelsesmodeller – det være sig DCF-modellen og RIDO-modellen – fandt Tivolis værdi til at være 703,8 kr. pr. aktie. Den entydige værdiansættelse bekræfter, at der ikke foreligger tekniske fejl i de opstillede modelredskaber.

Sådanne beregninger er dog alligevel behæftet med en vis grad af usikkerhed. Der er ikke noget endegyldigt svar på Tivolis fremtidige indtjening – og modellerne er derved blot redskaber til at materialisere de opstillede budgetforudsætninger. Budgetterne vurderes rimelige og er tillige sammenholdt med historiske nøgletal. De antagelser der har været i forbindelse med udarbejdelse af

budgetforudsætningerne, er forankret i ledelsens udtalelser i regnskabsberetningerne, samt baseret på ekstern empiri fra fagpersoner.

Ved benyttelse af de nævnte modeller, medfølger dog også et yderligere antagelsesbehov. F.eks. er salgsvæksten i terminalperioden et subjektivt skøn, som kan være et resultat af *bias* og fejl om end det er forsøgt modarbejdet.

Derudover muliggør fremgangsmetoden af wacc en vis grad af fleksibilitet. Der er ikke noget endegyldigt svar på ejernes afkastkrav idet markedspræmien er en subjektiv vurdering, som hver investor må træffe beslutning omkring. Dertil kommer at beta-værdien beregnes ud fra historisk data og derfor ikke nødvendigvis behøver at være aktuel for budgetperiodens tidshorisont.

Nedenstående tilvirkning er derfor et forsøg på at eksemplificere følsomheden af den fundne værdi:

Følsomhedsanalyse					
g/wacc	3,03%	3,53%	4,03%	4,53%	5,03%
1	840	661	541	455	390
1,5	1.042	770	606	496	416
2	1.439	950	704	552	452
2,5	2.587	1.306	862	637	501
3	41.976	2.331	1.177	777	574

Figur 20 - egen tilvirkning - ændring i aktieværdi ved ændring af g & wacc

Aktieværdien på 704 kr. vil f.eks. stige 35%, ved blot en nedjustering af wacc på ½ %. Ligeledes vil en ændring i terminalværdiens salgsvækst ændre den estimerede aktiekurs markant. Som det ses af ovenstående, vil én procent stigning af terminalperiodens salgsvækst og én procent nedjustering af wacc have den konsekvens, at værdien af Tivoli-aktien stiger til 41.976 kr.

7. Konklusion

Med afsæt i erhvervsøkonomiske modeller og metoder er Tivoli undersøgt i sømmene.

De strategiske analyseredskaber viste, at Tivoli er påvirket af mange eksterne faktorer såsom blandt andet nationaløkonomiens udvikling, Danmarks evne til at tiltrække turister til landet og vejrmæssige udsving. Derudover fremgik det at attraktionsbranchen er præget af en iboende differentieringstendens, fordi attraktioners grundlæggende eksistensberettigelse er at være unikke.

Branchen viste sig endvidere at være kendetegnet ved høje indgangsbarriere og høje faste omkostninger. For Tivoli specifikt vil den mangeårige oparbejdelse af brandværdi vise sig gavnlig i forfølgelse af differentieringsstrategien, som allerede nu forfølges.

Denne vurderes at kunne skabe værdi for Tivoli, fordi de derigennem har mulighed for at øge overskudsgraden – og dermed rentabiliteten.

Rentabilitetsanalysen skabte overblik over Tivolis historiske værdiskabelse. Driftsaktiviteten og finansieringsaktiviteten blev undersøgt – og udviklingen i de underliggende finansielle drivere blev kortlagt. Denne analyse bekræftede Tivolis omkostningsstruktur; at denne er præget af faste omkostninger. En sådan omkostning øger den driftsmæssige risiko, fordi kapitaltilpasning kan være svært i omsætningsnedgang. Dog muliggør strukturen også at overskudsgraden forbedres ved stigende omsætning, da omkostningerne nødvendigvis ikke følger med.

Sidstnævnte parameter havde en afgørende betydning for de udarbejdede budgetforudsætninger. For selvom Tivoli umiddelbart er en moden virksomhed med begrænsede muligheder for kapacitetsudvidelse, viste det sig at en mindre omsætningsstigning på 4% kunne øge overskudsgraden markant.

Alle disse ovenstående processer tillader således et svar af problemformuleringens hovedspørgsmål:

”Hvad er Tivoli A/S’ fundamentale værdi pr. 31/12 2019 og er den over- eller undervurderet af markedet?”

Tivolis fundamentale værdi pr. 31/12 2019 er beregnet til 4.022 mio.kr. – hvilket svarer til en værdi på 703 kr. pr. aktie. Markedets værdi var på daværende tidspunkt 700 kr. Der er således tæt sammenfald mellem den estimerede værdi og markedets prissætning, hvorfor den hverken synes under- eller overvurderet.

8. Litteraturliste

Berk, Jonathan og DeMarzo "*Corporate Finance*" 3th edition, 13. udgave, 2014, Pearson, ISBN: 9789273792024.

Bernanke, Bern S. og Frank, Robert H. "*Principles of Economics*" 5th edition, 13. Udgave, ISBN: 9781121693630.

Elling, Jens O. "*Finansiel Rapportering – Teori og regulering*" 2017, 4. udgave, 2. oplag, Gads Forlag, ISBN: 97887130550550.

Foged, Bo og Zeuthen, Jannik "*Aspiri – Kompendium i Eksternt Regnskab*" 2017, 1. udgave, EAN: 9788793088184.

Forening af Statsautoriserede Revisorer "*Salgsmodning – med henblik på at øge interessen for og værdien af virksomheden*" 2018, 1. udgave, 4. oplag, ISBN: 9788761925541.

Hedegaard, Ole og Hedegaard Michael "*Strategisk investering og finansiering*" 2009, 2. udgave, 1. oplag, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, ISBN: 9788757421163.

Penman, Stephen H. "*Financial Statement Analysis and Security Valuation*" 5th edition, 2013, , McGraw-Hill Education, ISBN: 9780071326407.

Seal, Will ; Garrison, Ray H. ; Rohde, Carsten ; Noreen, Eric W. "*Management Accounting*" 5th edition, 2015, McGraw-Hill Education, ISBN: 139780077157500.

Sørensen, Ole "*Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang*" 2017, 5. udgave, 1. oplag, Gjellerup, ISBN: 9788713050666.

Bilag

Officiel Resultatopgørelse

Koncern				
	Mio. DKK			
	2019	2018	2017	2016
Nettoomsætning	1.051,3	1.058,8	942,7	939,3
Andre eksterne udgifter	-364,1	-368,5	-339,1	-337,2
Personaleudgifter	-481,9	-468,2	-419,0	-420,8
Resultat før afskrivninger	205,3	222,1	184,6	181,3
Andre driftsindtægter og omkostninger	0,0	0,0	0,0	0,0
Afskrivninger og nedskrivninger	-119,6	-91,0	-84,6	-87,2
Resultat af primær drift	85,7	131,1	100,0	94,1
Resultatandele fra kapitalandele	0,2	0,0	0,0	0,0
Finansielle indtægter	0,7	1,1	0,5	0,9
Finansielle omkostninger	-12,0	-11,6	-4,7	-4,6
Særlige poster	134,5	0,0	4,7	5,9
Resultat før skat	209,1	120,6	100,5	96,3
Selskabsskatter	-41,7	-26,4	-22,0	-21,0
Årets resultat	167,4	94,2	78,5	75,3

Officiel balance

	Mio. DKK				
	2019	2018	2017	2016	2015
AKTIVER					
Rettigheder	1,2	15,8	5,6	7,4	10,6
Software	23,6	25,5	1,9	0,0	0,0
Igangværende projekter	18,4	2,2	10,3	0,0	0,0
Immaterielle anlægsaktiver	43,2	43,5	17,8	7,4	10,6
Grunde og bygninger	1.129,3	1.043,6	1.020,1	633,6	604,3
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	260,5	248,5	212,3	200,9	228,0
Aktiver under opførelse og forudbetalinger for materielle anlægsaktiver	34,3	71,6	85,4	254,8	61,9
Materielle anlægsaktiver	1.424,1	1.363,7	1.317,8	1.089,3	894,2
Leasingaktiver	74,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Leasingaktiver	74,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalinteresser i associerede virksomheder	16,7	16,5	0,0	0,0	0,0
Finansielle anlægsaktiver	16,7	16,5	0,0	0,0	0,0
Anlægsaktiver	1.558,1	1.423,7	1.335,6	1.096,7	904,8
Færdigvarer	15,3	12,3	8,7	8,8	8,9
Tilgodehavender fra salg	36,6	41,6	37,7	30,2	31,2
Tilgodehavende selskabsskat	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Andre tilgodehavender	16,6	24,4	25,8	25,3	17,6
Periodeafgrænsningsposter	7,9	7,2	8,1	6,3	8,6
Deposita	5,0	3,5	1,7	1,5	1,8
Tilgodehavender	66,1	76,7	73,6	63,3	59,2
Likvide beholdninger	178,0	92,3	130,3	21,2	71,2
Omsætningsaktiver	259,4	181,3	212,6	93,3	139,3
Aktiver	1.817,5	1.605,0	1.548,2	1.190,0	1.044,1

Reformuleret balance

	Mio. DKK				
	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsaktiver (DA)					
Rettigheder	1,2	15,8	5,6	7,4	10,6
Software	23,6	25,5	1,9	0,0	0,0
Igangværende projekter	18,4	2,2	10,3	0,0	0,0
Grunde og bygninger	1.129,3	1.043,6	1.020,1	633,6	604,3
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	260,5	248,5	212,3	200,9	228,0
Forudbetalinger for materielle anlægsaktiver og materielle anlægsaktiver under udførelse	34,3	71,6	85,4	254,8	61,9
Leasingaktiver	74,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalinteresser i associerede virksomheder	16,7	16,5	0,0	0,0	0,0
Færdigvarer	15,3	12,3	8,7	8,8	8,9
Tilgodehavender fra salg	36,6	41,6	37,7	30,2	31,2
Tilgodehavender selskabsskat	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Andre tilgodehavender	16,6	24,4	25,8	25,3	17,6
Periodeafgrænsningsposter	7,9	7,2	8,1	6,3	8,6
Deposita	5,0	3,5	1,7	1,5	1,8
Driftslikviditet (Estimat, 1% af omsætning)	10,5	10,6	9,4	9,4	9,5
Driftsaktiver (DA) i alt	1.650,0	1.523,3	1.427,3	1.178,2	982,4
Driftsforpligtelser (DF)					
Hensættelse til udskudt skat	36,2	37,9	28,1	25,3	29,0
Leverandörgæld	35,7	38,4	44,6	34,4	37,8
Selskabsskat	14,3	16,3	0,0	1,0	10,6
Anden gæld	113,5	112,2	103,4	102,7	91,8
Periodeafgrænsningsposter	98,8	69,1	92,0	68,4	62,7
Driftsforpligtelser (DF) i alt	298,5	273,9	268,1	231,8	231,9
Netto driftsaktiver (NDA)	1.351,5	1.249,4	1.159,2	946,4	750,5
Finansielle forpligtelser (FF)					
Gæld til realkreditinstitutter - langfristet	338,4	361,6	384,4	55,0	60,3
Leasingforpligtelse - langfristet	53,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Gæld til realkreditinstitutter - kortfristet	22,8	22,6	23,6	5,2	5,1
Leasingforpligtelse - kortfristet	9,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Lån fra tilknyttet virksomhed	0,0	0,0	0,0	85,1	0,0
Markedsværdi af sikringsinstrumenter	44,9	26,5	25,4	27,3	19,4
Finansielle forpligtelser (FF) i alt	469,2	410,7	433,4	172,6	84,8
Finansielle aktiver (FA)					
Likvide beholdninger	167,5	81,7	120,9	11,8	61,8
Finansielle aktiver (FA) i alt	167,5	81,7	120,9	11,8	61,8
Netto finansielle forpligtelser (NFF) i alt	301,7	329,0	312,5	160,8	23,1
Egenkapital	1.049,8	920,4	846,7	785,6	727,4

	Mio. DKK				
	2019	2018	2017	2016	2015
DA	1.650	1.523	1.427	1.178	982
(DF)	299	274	268	232	232
NDA	1.352	1.249	1.159	946	750
FF	469	411	433	173	85
(FA)	167	82	121	12	62
NFF	302	329	313	161	23
EK	1.050	920	847	786	727

	2019	2018	2017	2016
Gns. DA	1.587	1.475	1.303	1.080
Gns. FA	125	101	66	37
Gns. FF	440	422	303	129
Gns. DF	286,2	271	250	232

	2019	2018	2017	2016
Gns. NDA	1.300	1.204	1.053	848
Gns. NFF	315	321	237	92
Gns. EK	985	884	816	757

	Mio. DKK			
	2019	2018	2017	2016
Varesalg	277,6	273,0	247,8	249,9
Serviceydelser	639,0	648,8	652,9	647,7
Huslejeomsætning	83,1	83,0	0,0	0,0
Sponsorater og tilskud	21,9	23,7	19,6	19,6
Royalty	13,9	13,5	13,1	11,9
Øvrig omsætning	15,8	16,8	6,1	6,1
Projekteringshonorarer og arbejde for fremmede	0,0	0,0	3,2	4,1
CORE Nettoomsætning	1.051,3	1.058,8	942,7	939,3
- Andre eksterne udgifter	-364,1	-368,5	-339,1	-337,2
- Personaleudgifter	-481,9	-468,2	-419,0	-420,8
- Afskrivninger	-119,6	-91,0	-84,6	-87,2
CORE Driftsoverskud fra salg, før skat	85,7	131,1	100,0	94,1
Skat af årets resultat	-41,7	-26,4	-22,0	-21,0
- Skattefordel fra renteomkostninger	-2,5	-2,3	-0,9	-0,8
+ Skat, reg. vedr. tidl. År	-4,2	0,0	0,0	0,0
- Skat allokaret til andet driftsoverskud	29,6	0,0	1,0	1,3
= Skat på driftsoverskud fra salg	-18,8	-28,7	-21,9	-20,5
CORE Driftsoverskud fra salg, efter skat (NOPAT)	66,9	102,4	78,1	73,6
Resultatandel fra kapitalandele	0,2	0,0	0,0	0,0
Særlige poster	134,5	0,0	4,7	5,9
- Skat herpå	-29,6	0,0	-1,0	-1,3
- Skat, reg. vedr. tidl. År	4,2	0,0	0,0	0,0
Andet driftsoverskud, efter skat	109,3	0,0	3,7	4,6
Driftsoverskud i alt	176,2	102,4	81,8	78,2
Netto renteomkostninger før skat	-11,3	-10,5	-4,2	-3,7
- Skattefordel	2,5	2,3	0,9	0,8
Værdiregulering (dirty surplus), netto	-14,4	-0,9	1,4	-6,1
Netto finansielle omkostninger efter skat	-23,2	-9,1	-1,9	-9,0
Totalindkomst	153,0	93,3	79,9	69,2

Selskabsskatteprocent

22,0%

22,0%

22,0%

22,0%

Budget									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Varesalg	249,9	247,8	273,0	277,6	290,6	300,8	311,3	322,2	333,5
Serviceydelser	647,7	652,9	648,8	639,0	669,0	700,5	725,0	750,4	776,6
Huslejeomsætning	-	-	83,0	83,1	84,3	85,6	86,9	88,2	89,5
Sponsorater og tilskud	19,6	19,6	23,7	21,9	22,2	22,6	22,9	23,2	23,6
Royalty	11,9	13,1	13,5	13,9	14,1	14,3	14,5	14,8	15,0
Øvrig omsætning	6,1	6,1	16,8	15,8	16,0	16,3	16,5	16,8	17,0
Projekteringshonorarer og arbejde for fremmede	4,1	3,2	-	-	-	-	-	-	-
Nettoomsætning	939,3	942,7	1.058,8	1.051,3	1.096,4	1.140,1	1.177,2	1.215,6	1.255,3
- stigning i % ift. året før		0,4%	12,3%	-0,7%	4,3%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%
Nettoomsætning	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
- Andre eksterne omkostninger	-35,9%	-36,0%	-34,8%	-34,6%	-34,3%	-34,2%	-34,2%	-34,1%	-34,1%
- Personaleomkostninger	-44,8%	-44,4%	-44,2%	-45,8%	-44,8%	-44,3%	-43,9%	-43,6%	-43,5%
- Afskrivninger	-9,3%	-9,0%	-8,6%	-11,4%	-10,9%	-10,5%	-10,4%	-10,1%	-10,0%
EBIT-marginen	10,0%	10,6%	12,4%	8,2%	10,0%	11,0%	11,5%	12,2%	12,4%
Driftsoverskud fra salg, før skat	94,1	100,0	131,1	85,7	109,6	125,4	135,4	148,3	155,7
NOPAT - [EBIT*(1-skatteprocent)]	73,6	78,1	102,4	66,9	85,5	97,8	105,6	115,7	121,4
Andet driftsoverskud, efter skat	4,6	3,7	0,0	109,3	0,4	0,9	1,8	2,4	2,5
Driftsoverskud I ALT	78,2	81,8	102,4	176,2	85,9	98,7	107,4	118,1	123,9
Effektiv skatteprocent	21,8%	21,9%	21,9%	21,9%	22%	22%	22%	22%	22%
AOH	1,11	0,90	0,88	0,81	0,81	0,84	0,85	0,88	0,88
NDA _{primo} (Nettoomsætning * 1/AOH)					1352	1357	1385	1381	1426
ROIC	9,2%	7,8%	8,5%	13,6%	6,4%	7,3%	7,8%	8,5%	8,7%

Forecast						
	Budget periode					Terminalår
Finansielle værdidrivere	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salgsvækstrate	4,3%	4,0%	3,3%	3,3%	3,3%	2,0%
AOH	0,81	0,84	0,85	0,88	0,88	0,88
EBIT-margin	10,0%	11,0%	11,5%	12,2%	12,4%	12,4%
Skattesats	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Andet driftsoverskud, efter skat	0,4	0,9	1,8	2,4	2,5	2,5

DCF-modellen						
	1	2	3	4	5	Terminalår
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsætning	1.096	1.140	1.177	1.216	1.255	1.280
Driftsoverskud, efter skat	86	99	107	118	124	125
NDA	1.352	1.357	1.385	1.381	1.426	1.455
FCF	81	71	111	73	95	
Diskonteringsfaktor	1,040	1,082	1,126	1,171	1,218	
<i>PV FCF</i>	<i>77,5</i>	<i>65,6</i>	<i>98,6</i>	<i>62,3</i>	<i>78,3</i>	
PV af FCF t.o.m 2024	382,3					
Terminalværdi						4.801,73
PV af terminalværdi	3.942					
Virksomhedsværdi	4324					
Markedsværdi af gæld (NFF)	-302					
	4022,3					
Antal aktier	5,7167					
Værdi pr. aktie	703,6					

	RIDO					
	1 2020	2 2021	3 2022	4 2023	5 2024	Terminalår 2025
Driftsoverskud, efter skat	86	99	107	118	124	125
NDA	1.352	1.357	1.385	1.381	1.426	1.455
Normalafkast (wacc*NDA)	54	55	56	56	57	
RIDO	31	44	52	62	66	
Diskonteringsfaktor	1,040	1,082	1,126	1,171	1,218	
<i>PV RIDO</i>	<i>30,3</i>	<i>40,7</i>	<i>45,9</i>	<i>53,3</i>	<i>54,6</i>	
PV af RIDO t.o.m 2024	224,8					
Terminalværdi						3.348,27
PV af terminalværdi	2.749					
Virksomhedsværdi	4325 (PV af RIDO + PV af terminalværdi + NDA)					
Markedsværdi af gæld (NFF)	-302					
	4023,7					
Antal aktier	5,7167					
Værdi pr. aktie	703,8					