

# **TusenFryd AS**

- *Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*

av

**Paterick Saltvik Sjøberg og Anders Nordhagen**

**Veileder: Professor Petter Bjerksund**

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,  
hovedprofil Økonomisk styring

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

Denne masterutredningen er en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av fornøyelsesparken TusenFryd AS basert på offentlig tilgjengelig informasjon per 30.09.2011 supplert med strategisk informasjon av nyere dato.

Utredningen starter med en presentasjon av TusenFryd og bransjen selskapet opererer i, før ulike verdsettelsesteknikker blir gjort rede for. Hovedfokuset i utredningen er rettet mot den fundamentale verdsettelsesteknikken, mens komparativ verdsettelsesteknikk blir benyttet som et supplement til denne. Deretter følger den strategiske analysen hvor interne forhold blir analysert gjennom SVIMA-modellen, mens de eksterne forholdene blir analysert gjennom en PESTEL-analyse og gjennom Porters fem krefter. Den strategiske analysen blir til slutt oppsummert gjennom en SWOT-analyse. Deretter justeres regnskapet mot virkelig økonomiske verdier for investororientert analyse. Regnskapets lønnsomhet, kredittrisiko og vekstutsikter blir så analysert før avkastningskravet beregnes.

Innsikten fra de historiebaserte analysene danner grunnlaget for utredningens fremtidsprognoser som benyttes til å verdsette TusenFryd gjennom både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Resultatet fra metodene viser at TusenFrydaksjen konvergerer mot et verdiestimat lik kr. 37.

Avslutningsvis vurderes verdiestimatets usikkerhet og troverdighet gjennom sensitivitetsanalyser og multippelanalyser før konklusjonen fattes.

## Forord

Vi valgte å skrive en verdsettelsesoppgave fordi det danner grunnlag for å benytte store deler av kunnskapen vi har tilegnet oss gjennom studietiden. I forbindelse med utredningen har vi dratt spesielt nytte av kunnskap fra kurs innen verdsettelse og strategi, men også andre kurs innen regnskap, finans og samfunnsøkonomi.

Ved valg av selskap, ønsket vi å verdsette et selskap i en bransje det var gjort tilsynelatende få utredninger av fra før. Valget falt derfor naturlig på bransjen for fornøyelsesparker med TusenFryd som det aktuelle selskapet. I tillegg til vår generelle interesse for bransjen er bransjen for fornøyelsesparker en spennende bransje som er meget kapitalintensiv. Da TusenFryd i tillegg var meget behjelpelige med å ettergi nødvendig informasjon var valget enkelt.

Ettersom selskapet ikke er børsnotert er det trolig heller ikke like gjennomanalysert som flere børsnoterte selskaper. Dette har gjort jobben vår langt mer omfattende, men også desto mer spennende.

Vi vil også benytte anledningen til å takke vår veileder Petter Bjerksund som har vært meget behjelpelig og positiv gjennom utredningsprosessen. I tillegg vil vi takke korrekturlesere og de kursansvarlige som har kommet med raske tilbakemeldinger på våre henvendelser.

Bergen, juni 2012.

---

Paterick Sjøberg

---

Anders Nordhagen

## Innholdsfortegnelse

Sammendrag .....	2
Forord .....	3
1 Innledning .....	7
1.1 Formål og avgrensning .....	7
1.2 Struktur .....	8
2 Presentasjon av TusenFryd AS .....	10
2.1 Historie.....	10
2.2 TusenFryd AS .....	10
2.3 Attraksjoner .....	12
2.4 Historisk utvikling i besøkende, omsetning og resultat .....	13
2.5 Sikkerhet .....	14
3 Verdsettelsesmetoder .....	15
3.1 Fundamental verdsettelse .....	15
3.2 Opsjonsbasert verdsettelse .....	16
3.3 Komparative verdsettelsesmodeller .....	17
3.4 Valg av verdsettelsesteknikk .....	17
4 Strategisk analyse .....	20
4.1 Innledning .....	20
4.2 Strategisk rammeverk.....	20
4.3 Intern analyse .....	21
4.4 Ekstern analyse .....	32
4.5 Vurdering av den finansielle risikoen .....	48
4.6 Oppsummering strategisk analyse .....	49
5 Justering av regnskapstall .....	51
5.1 Omgruppering av balansen .....	51

5.2	Normalisering av regnskapet.....	55
6	Lønnsomhets- og vekstanalyse .....	57
6.1	Rammeverk for analyse av lønnsomheten.....	57
6.2	Inntekter .....	58
6.3	Kostnader.....	64
6.4	EBITDA-margin.....	72
6.5	Vekstanalyse .....	74
6.6	Rentabilitetsanalyse .....	78
7	Kreditrisikoanalyse .....	82
7.1	Likviditetsanalyse.....	82
7.2	Soliditetsanalyse .....	85
7.3	Finansieringsmatrise.....	86
7.4	Netto driftsrentabilitet .....	87
7.5	Syntetisk rating .....	88
8	Avkastningskrav .....	92
8.1	Egenkapitalkrav .....	92
8.2	Krav til finansiell gjeld.....	101
8.3	Krav til finansielle eiendeler .....	102
8.4	Krav til netto finansiell gjeld .....	103
8.5	Netto driftskrav .....	104
9	Fremtidsprognoser.....	105
9.1	Fremtidsregnskapets rammeverk.....	105
9.2	Budsjettering og budsjetthorisont .....	106
9.3	Krav til avkastning over budsjetthorisonen .....	117
9.4	Presentasjon av fremtidsregnskap .....	122
10	Fundamental verdsettelse .....	127

10.1	Egenkapitalmetoden.....	129
10.2	Selskapskapitalmetoden (totalkapitalmodellen).....	130
10.3	Konvergens mot et verdiestimat .....	133
10.4	Usikkerhet i verdiestimatet .....	134
10.5	Oppsummering fundamental verdsettelse .....	144
11	Komparative verdsettelsesmodeller .....	145
11.1	Pris/Bok.....	146
11.2	Enterprise value/Net sales.....	148
11.3	Price/Earnings.....	149
11.4	Enterprise value/EBITDA .....	151
11.5	Oppsummering av komparativ analyse .....	153
12	Oppsummering, handlingsstrategi, svakheter og usikkerhetsmomenter. ....	155
13	Referanseliste.....	159
13.1	Bøker.....	159
13.2	Forelesningsnotater.....	160
13.3	Årsrapporter .....	161
13.4	Internettkilder .....	161
13.5	Vedlegg .....	163

# 1 Innledning

## 1.1 Formål og avgrensning

Formålet med masterutredningen er å verdsette TusenFrydaksjen ved hjelp av en fundamental verdsettelsesteknikk. Grunnlaget for verdivurderingen vil således bli dannet gjennom både en strategisk- og en regnskapsmessig analyse. I den strategiske analysen vil vi analysere både eksterne og interne forhold, mens i den regnskapsmessige analysen så vil utgangspunktet være årsrapporter frem til og med 2011. Den endelige verdivurderingen vil så danne grunnlaget for en beslutning for enten en kjøps- eller salgsstrategi i forhold til dagens kursnivå på aksjene i TusenFryd AS.

Utviklingen i bransjen for fornøyelsesparker har de siste to tiårene vært moderat. Den stadige teknologiske og økonomiske utviklingen har ført til at de nyeste attraksjonene har gitt bransjen en helt ny dimensjon. I den samme perioden ser vi at flere har fått råd<sup>1</sup> og tid<sup>2</sup> til å besøke parkene. Til tross for dette har besøkstallet stagnert. Hva som kan forklare denne sammenhengen vil vi komme tilbake til i den strategiske analysen som videre vil underbygge våre vurderinger av fremtidige vekstutsikter i den fundamentale verdsettelsen.

Avgrensningen for oppgaven gjør seg nærmest selv ettersom bransjen for fornøyelsesparker er snever uten norske børsnoterte selskaper. TusenFryd vil av enkelte kunne bli oppfattet som monopolist, men vi vil benytte Liseberg og Dyreparken i Kristiansand som konkurrenter og i enkelte tilfeller også benytte Euro Disney og Tivoli i København som et par sammenlignbare selskaper for å representere et bransjetall.

Det optimale for en verdsettelse vil være å benytte flere verdsettelsesteknikker, men på grunn av bransjens størrelse vil enkelte metoder utelukkes. Verdivurderingen vil, som nevnt i formålet, bli basert på en fundamental verdsettelse, mens dens soliditet vil bli vurdert basert på komparative analyser. Her faller det seg naturlig å velge Tivoli i København<sup>3</sup> og Euro Disney i Paris<sup>4</sup> ettersom disse selskapene er de eneste, som vi kunne finne, børsnoterte europeiske selskapene i bransjen.

---

<sup>1</sup> Vedlegg 1

<sup>2</sup> Oppland Arbeiderblad, "Vi jobber mindre"

<sup>3</sup> NASDAQ OMX Nordic, "Aksjeinformasjon"

<sup>4</sup> Wikipedia, "Companies listed on the Euronext exchanges"

Ved siden av den nevnte utviklingen, har vår generelle interesse for bransjen og det faktum at det er en bransje som er lite "verdsatt" fra før av, hatt sin påvirkningskraft på valg av selskap.

Vi vil presisere at verdivurderingen er basert på regnskapsdata frem til 30.09.2011, supplert med tilgjengelig informasjon av nyere dato, dette være seg for eksempel internettartikler eller publikasjoner. Dette skyldes at enkelte strategiske endringer av nyere dato vil ha innvirkning på den samlede verdien, for eksempel lovvedtak eller beslutninger om oppgradering og/eller utvidelse.

## **1.2 Struktur**

Etter innledningen følger en introduksjon av TusenFryd som først og fremst baseres på fakta som når selskapet ble opprettet og eierstrukturen. I tillegg blir de største attraksjonene presentert enkeltvis før vi ser på den historiske utviklingen i antall besøkende, omsetning og resultat. I det tredje kapittelet redegjøres det først for ulike verdsettelsesteknikker før vi til slutt i kapittelet benytter redegjørelsen til å presenterer vårt valg av verdsettelsesteknikk. Deretter vil det være naturlig å gripe fatt i den strategiske analysen av de interne- og eksterne forholdene for å få innsikt i elementer som påvirker fremtidige kontantstrømmer. I analysen av de interne forholdene vil vi se nærmere på TusenFryds ressursbaserte forutsetninger gjennom SVIMA-verktøyet, mens vi i den eksterne analysen gjennom en PESTEL-analyse og en analyse av Porters fem konkurransekrefter danner oss et bilde av de bransjespesifikke makroøkonomiske forholdene for bransjen for fornøylesparker. Den strategiske analysen oppsummeres til slutt gjennom en SWOT-analyse.

I kapittel fem justeres og normaliseres regnskapet mot virkelig økonomiske verdier for investororientert analyse. Gjennom påfølgende analyser av lønnsomhet, kredittrisiko og vekstutsikter vil vi få et godt innblikk i den økonomiske utviklingen, og vi vil på bakgrunn av disse analysene være i stand til å kunne predikere fremtidige kontantstrømmer. Bakgrunnen for valg av avkastningskrav blir presentert i kapittel åtte. Her danner først ulike variabler grunnlaget for et egenkapitalkrav og et gjeldskrav. Kravene vektet mot kapitalstrukturen og vi finner TusenFryd sitt historiske driftskrav. Mens vi til nå har fokusert på historisk datamateriale, benyttes disse kapitlene i kapittel ni til å predikere fremtiden. Her fremskrives avkastningskravene og tallmaterialet for prognoseperioden prognostiseres. I



kapittel ti neddiskonteres de fremtidige kontantstrømmene med tilhørende fremskrevne avkastningskrav og dette munker ut i den fundamentale verdsettelsen av egenkapital- og selskapsverdien til TusenFryd.

Verdiestimatets usikkerhet vurderes ved å gjennomføre sensitivitetsanalyser med tanke på å kartlegge konsekvensene av hva som skjer med verdiestimatet ved endring i en eller flere variabler. Til sist gjennomføres ulike multippelanalyser for å vurdere troverdigheten til verdiestimatet.

Gjennom oppgaven finner vi ut at TusenFryd har en nærmest unik strategisk posisjon hvor blant annet beliggenhet og kostnadsstyringsstrategi er med på å gjøre TusenFryd til et av de mest lønnsomme selskapene i bransjen. Samtidig er usikkerheten til fremtidsregnskapet og variablene i fremtidskravet stor, og det fremkommer at mindre endringer i enkelte variablers verdi vil påvirke verdiestimatet betydelig. Samtidig forsvares verdiestimatet gjennom den komparative analysen og vi kan konkludere med at det ut fra våre beregninger ser ut til at TusenFryd ble underpriset ved eierskiftet i 2007.

Masteroppgaven tar i sin helhet utgangspunkt i verdsettelsesmodellene som blir benyttet i kursene BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse og BUS425 - Regnskapsanalyse og verdsettelse, ved Norges Handelshøyskole. I tillegg til årsrapporter fra TusenFryd og konkurrerende selskaper og forelesningsnotater fra andre kurs, benyttes enkelte fagbøker i større grad. Blant annet har bøkene til J.B. Barney og M. E. Porter blitt mye brukt i den strategiske delen, mens bøkene til A. Damodaran og S. H. Penman er blitt mye brukt i forbindelse med det regnskapsmessige.

## 2 Presentasjon av TusenFryd AS

### 2.1 Historie

Den 11. juni 1988 ble fornøylesparksen TusenFryd offisielt åpnet på Vinterbro noe sørøst for Oslo. Etter en byggeperiode på 18 måneder stod attraksjonen, som osloregionen manglet, ferdigstilt. Med tanke på at halvparten av Norges befolkning bor innenfor en radius som gjør dagsbesøk naturlig, så falt det seg naturlig å plassere parken der den i dag ligger.<sup>5</sup>

TusenFryd skaffet seg den gang en leierett til et område på 460 mål, samt retten til ytterligere 120 mål. Den stadige utbedringen av infrastrukturen rundt parken gjør at stadig flere og flere får enklere ferdselsårer fra befolkningssentra.

I startfasen tilfredsstilte TusenFryd innholdet til typiske fornøylesparker, som berg- og dalbane, karuseller, tømmerrenne, ferdighetsspill og utendørscene. Siden 1988 har parken stadig blitt videreutviklet og påbygd, og fremstår i dag langt mer imponerende enn på åpningsdagen. Med sin sunne økonomi har parken blitt en suksess, noe rundt en halv million gjester årlig bevitner. Noe av det siste som ble gjort før 2011-sesongen ble avsluttet var å nå milepælen med over 10 millioner besøkende. Parken har nå hele 31 attraksjoner og TusenFryd har med det blitt et av de firmaene i Norge som tilbyr flest<sup>6</sup> sommerjobber med sine 750 sesongmedarbeidere.

Årlig har TusenFryd hatt nye attraksjoner klare, og Loopen, VikingLandet, SkyCoaster, ThunderCoaster, SpeedMonster og Nightmare har vært blant de største.

I 2007 ble alle aksjene i selskapet solgt til det spanske selskapet Parques Reunidos for 29 kroner per aksje, noe som verdsetter markedsverdien til parken på 383 millioner kroner.

### 2.2 TusenFryd AS

Parques Reunidos, som er hovedaksjonær i selskapet, har sin base i Madrid. Med sin portefølje på 71 parker i ulike segmenter, så er selskapet den nest største operatøren av underholdningsparker i Europa. TusenFryd er et ledd i Parques Reunidos' strategi for å bli en ledende aktør i det globale markedet. Og TusenFryd har, ved hjelp av sin høye kvalitet, gode lønnsomhet og store evne til innovasjon, blitt en av forgrunnsfigurene for selskapet. Med

---

<sup>5</sup> TusenFryd.no, "Fakta/historikk"

<sup>6</sup> TusenFryd.no, "Fakta/historikk" og Dyreparken.no, "Historikk"

ThunderCoaster og SpeedMonster har TusenFryd bygget opp to av de mest imponerende berg- og dalbanene i Europa. Ved å ha en større portefølje med fornøyelsesparker, så er tanken til Pargues Reunidos å utnytte skalafordelene som en får ved å kjøpe seg opp i samme bransje.

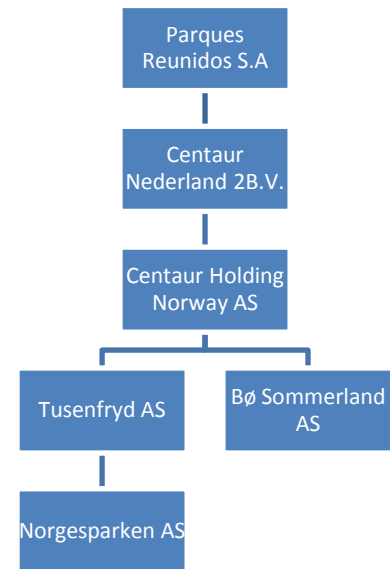
Fra starten i 1988 het selskapet Norgesparken TusenFryd AS, underlagt Park Partner AS som et eget driftsselskap. På generalforsamlingen i 1993 ble det vedtatt å endre navnet på morselskapet Park Partner AS til Norgesparken AS, samtidig som at Norgesparken TusenFryd AS ble endret til TusenFryd AS. I tillegg ble Vikingland utskilt som et eget aksjeselskap. I

1997 endret Norgesparken AS selskapsform fra aksjeselskap til allmennaksjeselskap, mens de i 2005 igjen endret selskapsform da de gikk tilbake til å være et aksjeselskap. I den sammenheng ble Norgesparken AS lagt som datterselskap til TusenFryd AS, men selskapet er i dag uten virksomhet.

TusenFryd har en unormalt lav andel faste ansatte. Med sine 29, så utgjør det kun en andel på litt i underkant av fire prosent, noe som skyldes at parken kun er åpen i sommersesongen. Parken holder som regel åpent fra midten av april til starten av oktober, men utenfor sommersesongen er det kun åpent i helgene.

TusenFryd har levert gjennomgående svært gode resultater, som viser at de har oppnådd en unik posisjon i det norske markedet. Som nevnt i innledningen, så finnes noen substitutter innenfor det vi kan kalle en konkurrerende radius, med henholdsvis Liseberg i Gøteborg, Hunderfossen like nord for Lillehammer og Dyreparken i Kristiansand. Likevel er dette behovet langt fra mettet i osloregionen.

Selskapet har fokus på medarbeidertilfredshet, lederutvikling og kundertilfredshet. Samtidig har de utnyttet kompetansen innad i selskapet og utarbeidet TusenFrydskolen. Denne er rettet mot opplæring av medarbeiderne, der tanken er å fokusere på TusenFryds fire sannheter; Skjønnhet, Vennlighet, Sikkerhet og Hurtighet (SVSH).



Figur 1 - Forenklet organisasjonskart.

TusenFryd har i hovedsak hatt sitt fokus rettet mot private gjester, men de tilbyr også opplegg for næringslivet og andre større grupper. Her kommer TusenFryd Event inn i bildet da de er særlig behjelpelig med å arrangere sommerfester og julebord.

### **2.3 Attraksjoner**

TusenFryd har blitt tydelig modernisert opp igjennom årene, og parken består i dag av 31 attraksjoner. Selskapet har som mål å hele tiden være best på innovasjon i bransjen slik at selskapet skal ha et konkurransefortrinn ovenfor konkurrerende parker innenfor samme nedslagsfelt.

I 1993 åpnet Morgan Kane City, det er den eneste delen av parken som blir benyttet hele året til arrangementer arrangert av TusenFryd Event.

Våren 1995 tok VikingLandet i mot sine første gjester. Den nye temaparken ble godt respondert og resultatet ble en besøksøkning på 25 prosent. Samtidig inntok TusenFryd posisjonen som den mest besøkte turistattraksjonen i landet (basert på billettinntekter). I sitt tiårsjubileum oppnådde parken en solid oppsving noe som skyldtes den nye 18-millionersinvesteringen Japp SpaceShot.

Parken endret fokus før 1999-sesongen og tanken var at MiniFryd skulle tiltrekke seg flere barnefamilier. Karuseller og berg- og dalbaner spesielt tilpasset for barn mellom to og åtte år slo godt an.

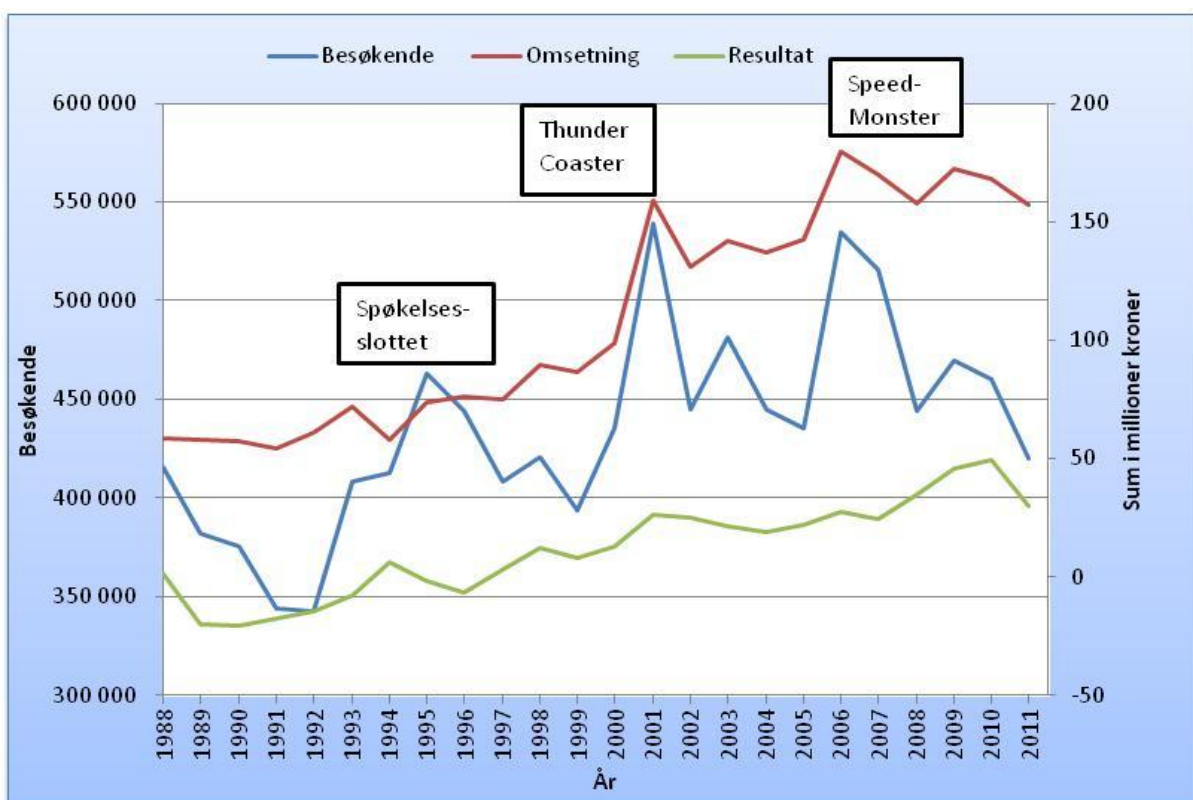
Sommeren 2000 åpnet TusenFryd sin nysatsning. Ledelsen innså at de måtte tenke nytt for å lokke til seg nye nysgjerrige besøkende. Løsningen ble BadeFryd. Med denne attraksjonen fikk TusenFryd komplimentert sitt tilbud. Samme år valgte selskapet å endre konseptet for VikingLand, og resultatet ble en ny satsning mot den største målgruppen barnefamilier. Barnas Fantasigård stod klar for å betjene småbarnsfamiliene som utgjør 80 prosent av den totale målgruppen.

Men attraksjonen som har fått mest oppmerksomhet ved sitt inntog, var den banebrytende berg- og dalbanen i tre, ThunderCoaster. Investeringen på 50 millioner kroner var den største på daværende tidspunkt. Banen ble åpnet i 2001 og er 950 meter lang, har en toppfart på cirka 100 km/t og har et fall på over 57 grader.

Fem år senere ble det satt enda en ny investeringsrekord i parken. Dette var SpeedMonster som krevde en investering på over 60 millioner kroner. Banen åpnet 23. april 2006 og er en stålbane med hydraulisk utskyting som akselererer toget fra 0-90 km/t på cirka to sekunder, og ble av TusenFryd selv fremstilt som Skandinavias råeste berg- og dalbane.

Den nyeste karusellen, SpinSpider, ble åpnet i 2009. Her sitter du i en kjempetallerken med beina vendt utover. Karusellhjulet er festet til en stor pendel som svinger frem og tilbake. Du blir dermed "kastet" 44 meter opp i lufta i en fart på opptil 115 km/t.

## 2.4 Historisk utvikling i besøkende, omsetning og resultat



Figur 2 – Sammenheng mellom besøkende, nyinvesteringer, omsetning og resultat.

Av figur 2 ser vi en historisk oversikt over enkelte nøkkeltall fra åpningen i 1988 og frem til i dag. Vi ser at nye (stor)attraksjoner trekker besøkende. Toppene på besøkskonjunktorene kan sees og utelukkende skyldes nyåpning av enkeltattraksjoner. Attraksjonene Spøkelsesslottet, ThunderCoaster og SpeedMonster ser ut til å ha trukket store mengder besøkende. Ser vi på disse tallene opp mot resultat, så ser vi ikke den samme sammenhengen. Dette kan forklares gjennom en fornuftig avskrivningsmodell slik at man kostnadsfører større deler av investeringene i år hvor det er mer besøkende.

Man kan se på resultatveksten som erfaringsbasert vekst. Hvordan disse sammenhengene kan forklares vil vi komme nærmere tilbake til i den strategiske delen i kapittel 4 og i lønnsomhetsanalysen i kapittel 6.

## **2.5 Sikkerhet**

TusenFryd AS har et stort sikkerhetsfokus. De har av den grunn etablert omfattende rutiner for sikkerhetsarbeidet i hele parken. Hvert år godkjenner Det norske Veritas (DnV) alle parkens attraksjoner i tråd med kravene for fornøylesparker som Veritas stiller. I tillegg har TusenFryd en egen vaktstyrke som, gjennom tett samarbeid med Follo Politikammer, skal ivareta gjester- og ansattes sikkerhet i hele parken.<sup>7</sup>

---

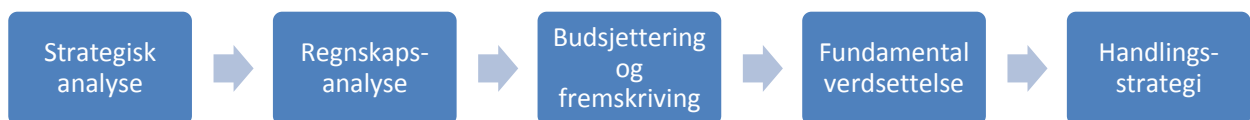
<sup>7</sup> TusenFryd.no, "Fakta/historikk"

### 3 Verdssettelsesmetoder

Hovedsakelig skiller man mellom tre ulike verdsettelsesteknikker; fundamental verdsettelse, opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse. Dette er teknikker som ikke er gjensidig utelukkende, men som mer kan supplere hverandre. Hvilken verdsettelsesteknikk som er best avhenger av virksomheten. Spesielt type bransje, hvor bransjen, selskapet eller dens produkter befinner seg i livssyklusen<sup>8</sup> og om virksomheten skal driftes videre eller nedlegges.<sup>9</sup> Vi vil nå kort presentere de tre nevnte teknikkene før vi forklarer hvilke metoder vi føler er mest hensiktsmessige for TusenFryd AS.

#### 3.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en grundig verdsettelsesteknikk hvor man kommer frem til et verdianslag basert på analyse av underliggende økonomiske funksjoner i selskapet og prognosearbeid med tanke på fremtiden. Dette gjør det til en tidkrevende teknikk som krever store mengder tilgjengelig informasjon. Analysene blir derfor i stor grad basert på historisk datamateriale, hvilket ikke nødvendigvis er representativt for fremtiden. Derfor må man supplere de historiske analysene med fremtidige antagelser. Spesielt i usikre tider og sykliske bransjer vil dette by på problemer ettersom fremtiden ofte står for en større del av selskapets verdi. Modellen egner seg derfor best for modne bransjer hvor den historiske dataen strekker seg godt tilbake i tid. Metodens mål er å estimere de fremtidige kontantstrømmene for så å diskontere de med det relevante avkastningskravet for å tallfeste nåverdien.<sup>10</sup>



Figur 3 – Rammeverk for fundamental verdsettelse.<sup>11</sup>

Som vist i figuren foretas den fundamentale verdsettelsen vanligvis i fem hovedsteg; Det første steget er den strategiske analysen av virksomheten og dens bransje. Her analyseres interne og eksterne forhold som kan påvirke selskapets verdi. I det neste steget foretas en

<sup>8</sup> Kunnskapssenteret, "Produktets livssyklus"

<sup>9</sup> Kinserdal, F., 2011

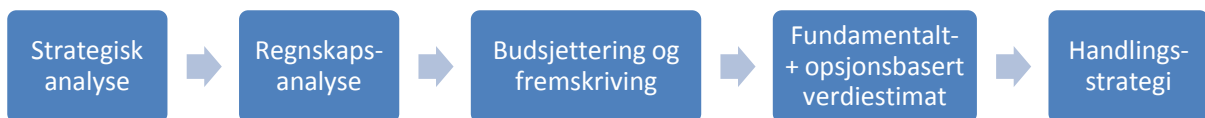
<sup>10</sup> Knivsflå, K. H., 2011

<sup>11</sup> Penman, S. H., 2004

grundig regnskapsanalyse, hvor regnskapet først omgrupperes og justeres for eventuelle målefeil før man analyserer regnskapet med hensyn på lønnsomhet og risiko. I steg tre så utarbeides budsjett og avkastningskrav med utgangspunkt i de foregående stegene. Dette danner grunnlaget for det fjerde steget, den fundamentale verdsettelsen, som kan gjøres på to måter; den ene er å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til driften direkte (til egenkapitalen ved verdsettelse av egenkapitalen), mens den andre er å neddiskontere bedriftens fremtidige kontantstrømmer som helhet (og trekke fra rentebærende gjeld ved verdsettelse av egenkapitalen).<sup>12</sup> Dersom bruken av disse metodene er korrekt og konsis så vil de gi likt svar. Svaret er grunnlaget for det siste steget, handlingsstrategi som skal gi investor en kjøps- eller salgsanbefaling.

### 3.2 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse benyttes hovedsakelig som et supplement til den fundamentale verdsettelsen og tar i større grad hensyn til usikkerhet og sannsynlighet for fremtidige utfall.



Figur 4 – Rammeverk for opsjonsbasert analyse.<sup>13</sup>

Verdiestimeringen tar her hensyn til både den fundamentale verdsettingen av egenkapitalen og verddivurderingen av realopsjoner i forbindelse med fremtidige eventualiteter bedriften står ovenfor. Eksempel på en slik realopsjon er fleksibiliteten til å kunne tilpasse produksjonsnivået etter sykliske endringer i pris/etterspørsel.

Metoden kan brukes i livssyklusens alle faser. I oppstarts- og vekstfasen kan man se på ulike sannsynligheter for hvor godt et produkt blir mottatt på markedet, og således medfølgende inntekter. Derimot vil det i modnings- og avviklingsfasen være naturlig å vurdere fleksibiliteten.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Koller, T og Goedhart, M, et.al., 2005

<sup>13</sup> Mun, J., 2002

<sup>14</sup> Kinserdal, F., 2011



### **3.3 Komparative verdsettelsesmodeller**

Komparativ verdsettelsesteknikk baserer seg på sammenligning med andre selskaper eller eiendeler. Verdivurderingen blir således gjort på bakgrunn av funn i sentrale økonomiske sammenhenger eller forholdstall hos konkurrenter. Fremgangsmåten for den komparative verdsettelse deles i en direkte- og en indirekte modell; multiplikatormodellen brukes ved direkte verdsettelse, det vil si at man finner egenkapitalverdien direkte ut fra sammenlignbare aktørs forholdstall. Substansverdimodellen benyttes ved indirekte verdsettelse, som vil si at man finner verdien av egenkapitalen som summen av alle eiendeler til selskapet fratrukket gjeldens markedsverdi. Omsetningsverdien av eiendelene blir anslått gjennom å sammenligne med markedsverdien på komparative eiendeler.

Dette er en lite ressurskrevende verdsettelsesteknikk og den, spesielt multiplikatormodellen, blir derfor mye brukt. Problemet med bruken av multiplikatormodellen er at man ofte vil ha problemer med å finne bedrifter som er like nok. Kravene til sammenlignbare selskaper er; lik bransje, størrelse ("common-size" og forholdstall), kapitalstruktur, eierstruktur, regnskapsprinsipper, risikoprofil, teknologi og vekstutsikter. Selv om det kan være problematisk å finne komparative selskaper, kan multiplikatormodellen uansett kunne gi en god antydning på selskapets verdi. Spesielt for bedrifter i etablerings- og/eller vekstfasen, som har for kort historie til at en fundamental verdsettelse vil være fullkommen, vil den komparative verdsettelsesteknikken kunne benyttes som et godt supplement.<sup>15</sup>

### **3.4 Valg av verdsettelsesteknikk**

Valg av verdsettelsesteknikk avhenger, som nevnt, blant annet av bedriften, bransjen, fase i livssyklusen, om det er grunnlag for fortsatt drift og informasjonen en har tilgjengelig. TusenFryd har opparbeidet seg en unik merkevare. Parken er i den unike posisjon at markedet ikke er mettet, samtidig som det er knyttet store inngangsbarrierer knyttet til å bygge opp konkurrerende parker i osloregionen, på den måte så kan vi på bakgrunn av de gode resultatene hevde at det er liten sannsynlighet for nedleggelse, og vi kan derfor utelukke opsjonsbasert verdsettelse. Vi kan i utgangspunktet utelukke komparativ teknikk med tanke på at det er en liten bransje hvor de fleste aktørene er unoterte, men vil allikevel benytte denne analyseteknikken for å vurdere rimeligheten i vårt verdiestimat.

---

<sup>15</sup> Kinserdal, F., 2011

TusenFryds posisjon som ledestjerna i konsernet, jamfør BCG-matrisen,<sup>16</sup> gjør at TusenFryd har opparbeidet seg et konkurransefortrinn ovenfor konkurrentene. Ser vi på bransjens livssyklus så er det ingen tvil om at TusenFryd har vært en vekstbedrift i mange år, men alle gode ting har en topp, og det kan tyde på at selskapet er på vei mot en modningsfase. Det er, jamfør deres egne uttalelser, forventet at markedsposisjonen ikke vil endres i overskuelig fremtid og at det kun vil være interne bransjesvingninger som vil påvirke resultatene i de kommende årene. Det bør også tillegges vekt at TusenFryd er en kapitalintensiv bedrift som har eksistert noen år i sin nåværende form. Kostnadsstrukturen har vært lik over en del år, selv om det enkelte år har krevdes større investeringer enn andre.

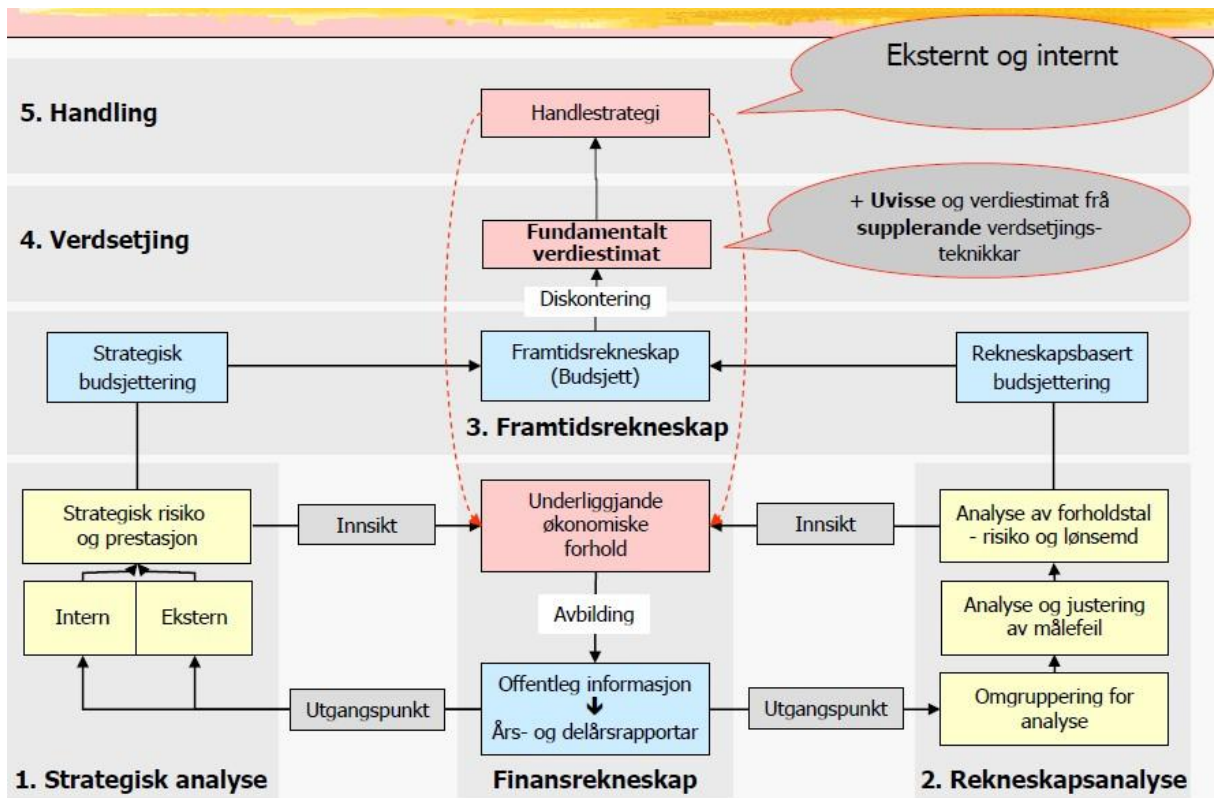
Det finnes god tilgjengelig offentlig informasjon og regnskapstall for flere år tilbake, noe som gjør det fornuftig å gå for en fundamental verdsettelse.

Rammeverktøyet for fundamental verdsettelse kan leses av i figur 3 og mer utdypende i figur 5. I bunnen for den fundamentale analysen ligger en todelt strategisk analyse, hvor eksternanalysen gir et innblikk i bransjespesifikke karakteristika som påvirker kundene til TusenFryd. Det kan i denne sammenheng være politiske beslutninger, økonomi, miljø, vær, sosiokulturelle forhold eller demografi som helhet. Den interne analysen tar utgangspunkt i de komparative konkurransefortrinnene bedriften har ovenfor rivaler. Elementer som kan være avgjørende på dette området kan være; kostnadslederskap, merkevare, innovasjon, kvalitet, både i form av underholdningsverdi og fasiliteter, eller kundeorientering. Når vi videre i den ressursorienterte analysen vil kartlegge om fortrinnene er sjeldne, verdifulle, imiterbare, mobiliserbare og approprierbare, vil vi kunne avdekke om fortrinnene er av midlertidig eller varig art.

I den andre delen vil vi ta fatt på en tredelt regnskapsanalyse for å få en kvantitativ innsikt i regnskapet, avdekke graden av risiko og mulighetene for fremtidig økonomisk vekst. I den tredje fasen så vil vi, basert på innsikten som er ervervet, prøve å utarbeide et fremtidsregnskap. Videre neddiskonteres fremtidsregnskapets kontantstrømmer med et vektet avkastningskrav mellom egenkapitalkrav og krav til netto finansiell gjeld som begge baseres på nøye vurderinger. På bakgrunn av markedsverdien som nå finnes vil man i siste fase være i stand til å utarbeide en handlingsplan.

---

<sup>16</sup> Helgesen & Gaustad, 2002, s.26



Figur 5 – Rammeverk for fundamental verdsettelse.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Knivsflå, K. H., 2006

## 4 Strategisk analyse

### 4.1 Innledning

Den kvalitative analysen av TusenFryds strategi vil gi regnskapsanalysen en forankring i strategien. På den måten vil vi ha forutsetninger for å si hvilke elementer som skyldes bransje og hva som skyldes ulik tilgang på ressurser. Formålet er å se på den historiske utviklingen, økonomiske trender og bedriftens posisjon sammenlignet med substitutter og markedet som helhet.

Det er avgjørende at vi får et innblikk i hvordan konkurransedynamikken i bransjen påvirkes av strukturen til TusenFryd AS. På den måten vil vi være bedre egnet til å analysere fortiden, men ikke minst predikere fremtiden.

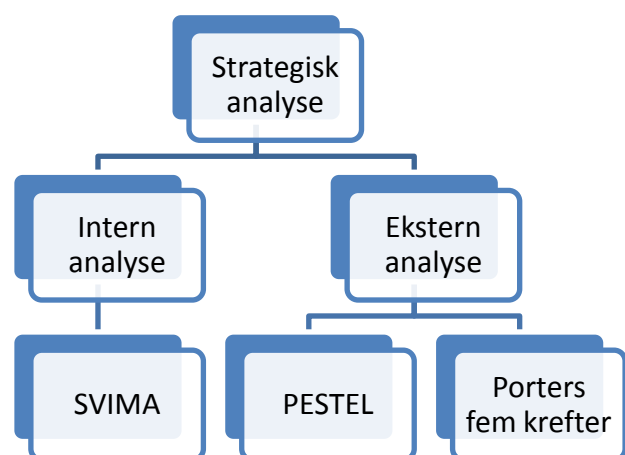
Den ledende ambisjonen til de fleste bedrifter er å generere høyest mulig risikojustert avkastning på eiernes investerte kapital og eventuelt superprofitt. Superprofitt finner vi i regnskapet ved en egenkapitalrentabilitet som overgår egenkapitalkravet, og den kan skilles i intern- og ekstern fordel.

Om vi i bransjen finner at egenkapitalrentabiliteten er høyere enn egenkapitalkravet så finnes det en ekstern bransjeorientert strategisk fordel. Videre vil selskapet ha en intern ressursbasert strategisk fordel eller ulempe dersom TusenFryd har en høyere eller lavere egenkapitalrentabilitet enn bransjen.

### 4.2 Strategisk rammeverk

Man deler gjerne den strategiske analysen inn i to hoveddeler; intern og ekstern analyse, jamfør figur 6. I den interne analysen vil vi benytte SVIMA-analysen for å undersøke om eventuelle konkurransefortrinn, er varige.

I den første delen av den eksterne analysen har vi valgt å foreta en PESTEL-analyse for å se hvordan den makroøkonomiske



Figur 6 – Rammeverk for strategisk analyse.

situasjonen vil påvirke bransjen i tiden som kommer. I den eksterne analysens andre del tar vi for oss fornøyelsesparkbransjens situasjon og hvordan den vil utvikle seg fremover. For å danne et bilde av konkurransesituasjonen i bransjen har vi valgt å benytte Porters fem konkurransekrefter. Her blir det viktig å se disse i sammenheng med PESTEL-analysen fra den første delen i den eksterne analysen. I begge analysedelene er det viktig å ha et bredt perspektiv for å kunne oppdage store verdidrivere eller trender som vil påvirke bransjen på sikt. Til slutt vil vi oppsummere den strategiske analysen i en SWOT-analyse.

### 4.3 Intern analyse

En intern analyse tar for seg styrker og svakheter internt i virksomheten og skal kartlegge dens interne ressurser. Disse ressursenes egenskaper avgjør om de kan føre til konkurransemessige fortrinn. Porter (2008) definerer konkurransemessige fortrinn som langsiktig avkastning over gjennomsnittet i det relevante produktmarkedet. Dette innebærer at konkurransemessige fortrinn gir selskapet strategiske fordeler som kan føre til avkastning utover det generelle avkastningskravet for bransjen.<sup>18</sup>

I den interne analysen vil vi benytte analyseverktøyet SVIMA for å undersøke om de konkurransemessige fortrinnene er varige. SVIMA er en modell basert på VRIO-modellen av Barney (1991) som skal kategorisere ressursene ut fra kriteriene; sjelden, varig, ikke imiterbar, mobiliserbar og approprierbar.

#### 4.3.1 SVIMA

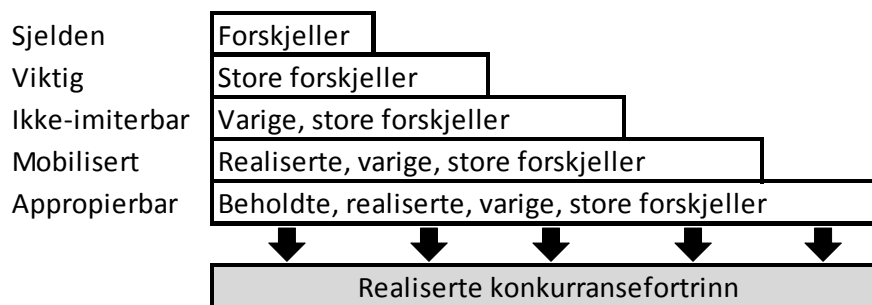
SVIMA er, som nevnt, et verktøy som benyttes for å analysere en organisasjons interne ressurser for å avdekke om de konkurransemessige fortrinnene er varige. Jakobsen og Lien (2001: 80-87) klassifiserer ressursene i fem kapitalkategorier, jamfør tabell 1:

SVIMA-modellens klassifisering av ressurser	
Type kapital	Eksempler
Finansiell kapital	Penger, tilgang på penger
Fysisk kapital	Fabriker, bygninger, lokalisering, naturressurser
Organisatorisk kapital	Rutiner, organisasjonskultur, verdier
Kunnskapskapital	Patenter, teknologi, ansattes erfaring og kompetanse
Relasjonskapital	Merkevarenavn, relasjoner med kunder, leverandører, myndigheter

Tabell 1 – Klassifisering av ressurser.

<sup>18</sup> Stensaker, Inger (2006)

For at en ressurs skal føre til et realisert og varig konkurransemessig fortrinn er det fem egenskaper den må besitte, jamfør tabell 2:



Tabell 2 – SVIMA-trappen.

Vi vil nå kort forklare hva som ligger i de fem ulike begrepene før vi så setter disse i sammenheng med de ulike ressurskategoriene.

**Sjelden;** Dette er noe særegent for bedriften gjennom, for eksempel, mengde eller kvalitet som konkurrentene ikke er i stand til å matche.

**Viktig;** Ressursen er viktig dersom den har betydelig effekt på selskapets kostnader og/eller kundens betalingsvilje.

**Ikke imiterbar;** Konkurransefortrinn er varige dersom det er vanskelig å kopiere og/eller substituere ressursen.

**Mobilisert;** Dersom bedriften er i stand til å utnytte ressursens egenskaper så vil den gi bedriften en økonomisk ekstraverdi som realiserer varige store forskjeller.

**Approprierbar;** Hvis bedriften bruker ressursen optimalt og sitter igjen med den ekstraverdien som genereres av ressursen så vil man kunne beholde varige konkurransefortrinn og man har derfor realiserte konkurransefortrinn.

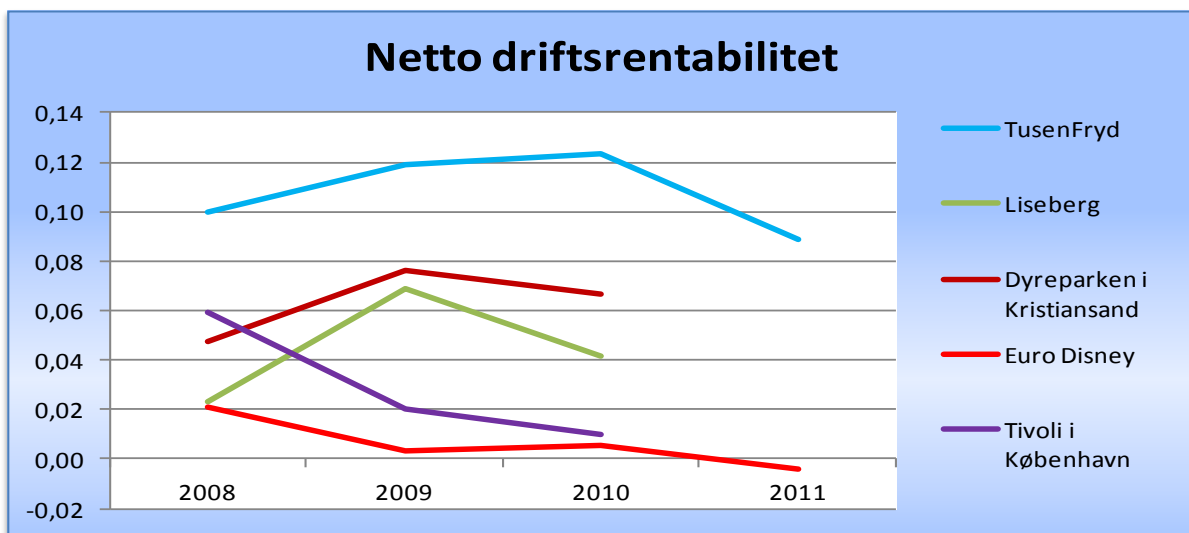
I praksis er dette vanskelig å oppnå, spesielt i internasjonale konkurranseutsatte bransjer. En bedrift kan uansett være tjent med å fokusere på noen enkeltressurser, og få et delvis konkurransefortrinn ettersom dette kan gi bedriften reduserte kostnader og/eller økte inntekter.<sup>19</sup>

<sup>19</sup> Jakobsen, E. W., & Lien, L. B., 2001

#### 4.3.1.1 Finansiell kapital

Som nevnt i kapittel 2 ble TusenFryd oppkjøpt av Parques Reunidos i 2007. Etter dette har TusenFryd hatt stabile eierforhold og levert gode økonomiske resultater. Vi vurderer derfor de spanske eierne som langsiktige strategiske investorer.

Pr. 30.09.2011 hadde TusenFryd AS en kontantbeholdning på 2,4 millioner NOK, dvs. om lag 1,2 prosent av sum eiendeler. Dette er ikke unormalt ettersom største delen av eiendeler er varige driftsmidler gjennom "attraksjoner". Fysisk kapital er ingen sjelden ressurs, men hvordan den benyttes og et selskaps kapitalstruktur kan gi konkurransefortrinn. Vi vil nå sammenligne enkelte nøkkeltall for TusenFryd AS med konkurrentene Liseberg og Dyreparken i Kristiansand, samt de to børsnoterte selskapene Euro Disney og Tivoli i København. Det er disse selskapene som vil danne bransjetallene når vi vil foreta en lønnsomhetsanalyse i kapittel 6 og en risikoanalyse i kapittel 7. Målet med sammenligningen er å se om TusenFryd AS kan ha noen konkurransefortrinn i hvordan kapitalen utnyttes.



Figur 7 – Netto driftsrentabilitet.

Netto driftsrentabilitet er et forholdstall som benyttes som en av parametrene i den syntetiske ratingen, jamfør kapittel 7.5. Forholdstallet uttrykker hvilken avkastning man har på investert driftsrelatert kapital, og finnes gjennom følgende formel:

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

Formel 1 – Netto driftsrentabilitet.

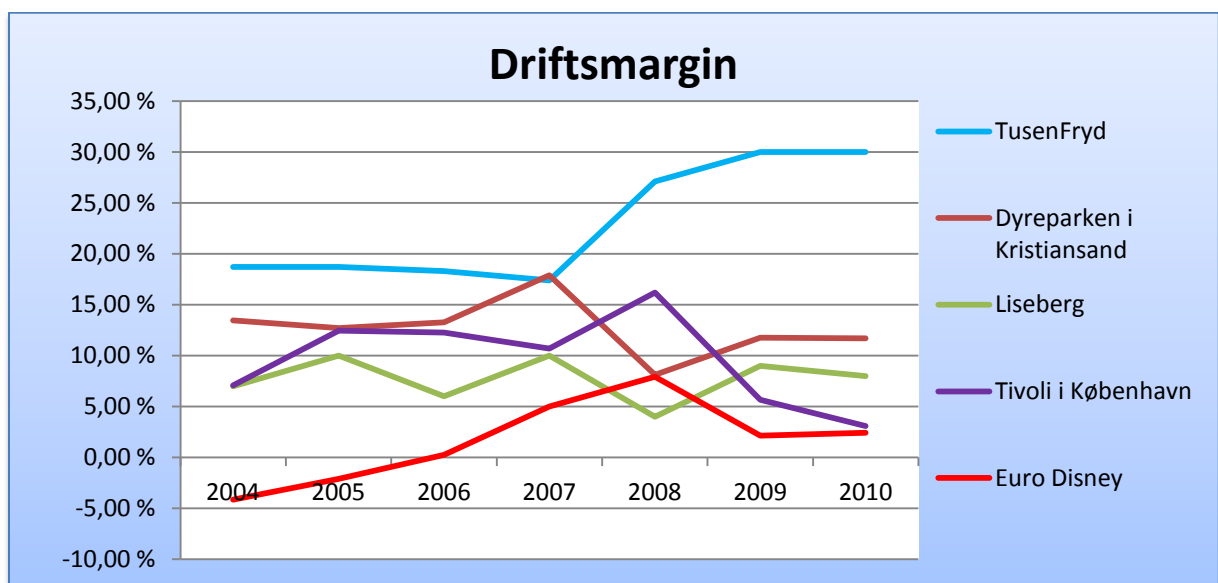
$Ndr_t$  = Netto driftsrentabilitet på tidspunkt t

$NDR_t$  = Netto driftsresultat på tidspunkt t

$NDK_{t-1}$  = Inngående netto driftskapital

$\Delta NDK_t$  = Endring i netto driftskapital for perioden

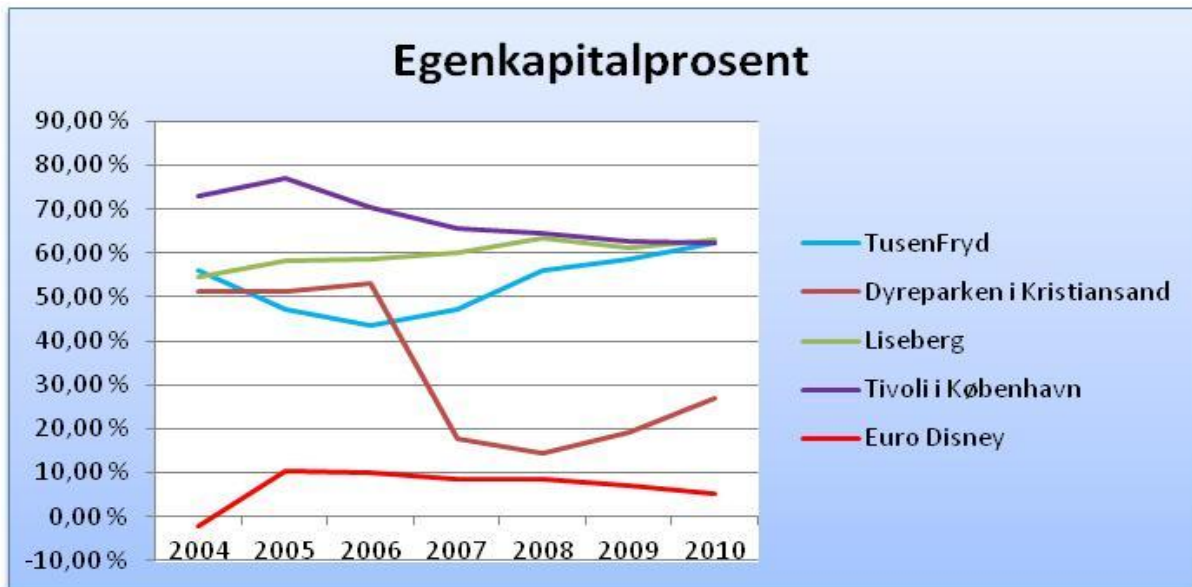
Av figur 7 ser vi at TusenFryd ligger langt over de sammenlignbare selskapene hvilket uttrykker at TusenFryd AS utnytter sine eiendeler mer effektivt enn bransjen generelt. Vi vil også komme tilbake til dette forholdstallet under soliditetsanalysen, jmfør kapittel 7.4.



Figur 8 – Driftsmargin.

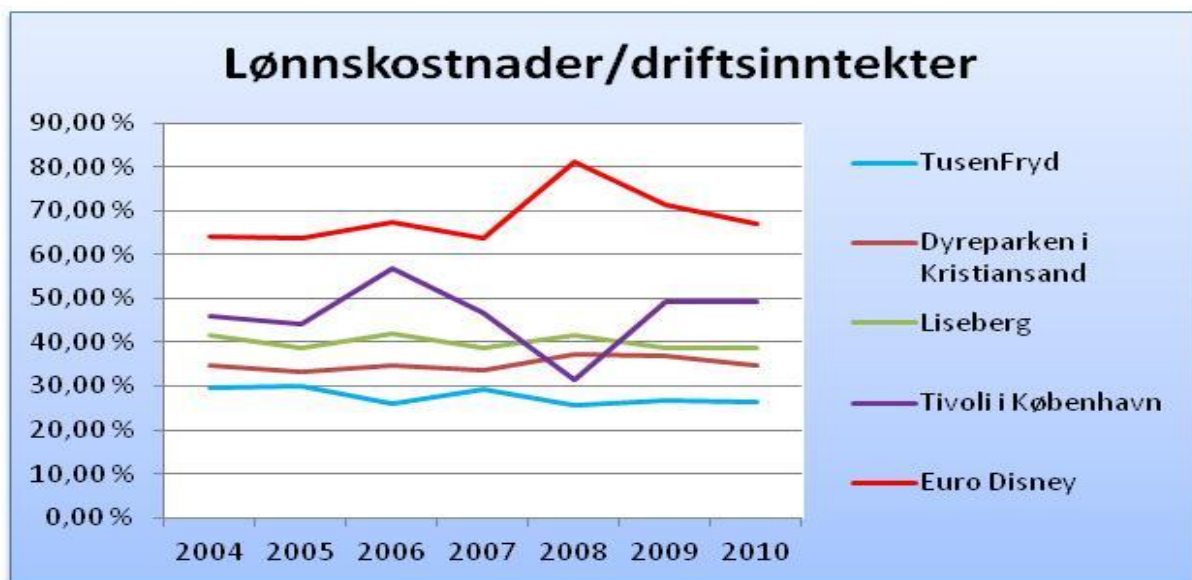
Et selskaps driftsmargin forteller noe om selskapets lønnsomhet ettersom tallet forteller hva selskapet sitter igjen med av hver omsatt krone. At TusenFryd har en høyere driftsmargin enn sine konkurrenter betyr dermed at de er flinkere enn resten av bransjen til å generere et godt driftsresultat av sine driftsinntekter. Vi ser at begge de nevnte nøkkeltallene har steget kraftig etter oppkjøpet i 2007. Dette skyldes TusenFryd sin økonomistyring de senere årene hvor de har brukt årsoverskuddet til å slette gjeld, men samtidig har de ikke gjort noen større investeringer etter eierskiftet, hvilket bekreftes av at SpeedMonster (2006) er den siste storinvesteringen. Dette vil vi også diskutere videre i kapittel 7 hvor risikoen vurderes.





Figur 9 - Egenkapitalprosent.

Egenkapitalprosenten forteller i hvor stor grad foretakets virksomhet finansieres med eierens egne midler. Vi ser at TusenFryd AS har langt høyere egenkapitalprosent enn Dyreparken i Kristiansand og Euro Disney, men at de er på samme nivå som de to siste. Dette betyr at de har en lavere andel fremmedkapital enn bransjesnittet og de er dermed mindre risikoutsatte.



Figur 10 – Arbeidskraftkostnader/driftsinntekter.

Figur 10 forteller hvor lønnsintensivt TusenFryd AS er sammenlignet med resten av bransjen. Vi ser at bransjen har noe høyere arbeidskraftskostnader, sett i forhold til driftsinntekter,

enn hva TusenFryd AS har. Dette skyldes, fortrinnsvis, at TusenFryd AS har høyere driftsinntekter pr. ansatt enn bransjen for øvrig. En annen sammenheng her er at TusenFryd AS, som nevnt, benytter en veldig høy grad av deltidsansatte fordi bransjen, i Norge, er sesongbetont. Dette vil igjen være med på å redusere kostnadene. Dette er dog en situasjon som også gjelder Liseberg og Dyreparken i Kristiansand og vi anser derfor ikke dette som et konkurransefortrinn.

Ressursgruppen, finansiell kapital, er ikke en sjelden ressurs, men en veldig viktig ressurs. TusenFryd AS har fått et konkurransefortrinn gjennom at de drifter selskapet på en måte som er overlegen sin bransje. Det er ingen tendenser som tyder på at dette ikke vil vedvare, selv om driftsmetoden, i teorien, skulle være imiterbar. Parken utnytter også sine ressurser på en måte som får de verdiene som skapes til å tilfalle bedriften. Derfor kan vi konkludere med at eventuelle forskjeller i tilgang på finansiell kapital, og kapitalens utnyttelse kan innebære konkurransefortrinn.

#### **4.3.1.2 Fysisk kapital**

Eksempler på fysisk kapital kan være bygninger, maskiner, lokalisering og naturressurser kjøretøy. For TusenFryd AS vil dette hovedsakelig være parken med dens utstyr (attraksjoner og bygninger) og lokaliseringen.

Både utstyret og lokaliseringen nevnte vi i kapittel 2, men vi skal nå gå nærmere inn på disse to fysiske ressursene, i større grad se de i konkurransesammenheng og vurdere de i forhold til "SVIMA".

#### **Lokalisering og attraksjoner**

Vi har nevnt at parkens beliggenhet på Østlandet muliggjør dagsbesøk for om lag halvparten av landets befolkning. Parkens mange spektakulære attraksjoner og øvrige tilbud er med på å gjøre parken unik, sett i norsk sammenheng. I Norge er TusenFryd den eneste klassiske fornøylesparken og kan derfor anses som en sjelden vare. Dette gjelder i mindre grad om vi ser på enkeltattraksjoner og ikke parken som helhet. Samtidig er det også noen sjeldne attraksjoner ettersom enkelte av attraksjonene er skreddersydd for TusenFryd. Dette gjelder blant annet Morgan Kane City og ThunderCoaster. Problemet er at det meste lar seg kopiere

og det tok bare et par år fra TusenFryd kom opp med ThunderCoaster så hadde Liseberg kommet opp med en mer spektakulær versjon, Balder.

Spektakulæriteten og sjeldenheten er med på å gjøre parkens fysiske kapital svært verdifull. Samtidig kan ikke TusenFryd vise til egenutviklede konsepter som Kristiansand Dyrepark som eksempelvis har både Kaptein Sabeltann og Kardemomme By. Med sånne konsepter ville TusenFryds fysiske kapital blitt enda mer verdifull.

For eksisterende, og eventuelle nyetablerende, familieparker i Norge vil det være kostnadskrevenende å kopiere TusenFryds mest attraktive attraksjoner, men det er samtidig lite trolig at de vil måtte betale noe mer for tilsvarende attraksjoner. Det kan også medføre en kostnadsulempe for eksisterende parker at de må endre noe på konseptet for å innlempe en spektakulær attraksjon. Liseberg, derimot, har ressurser og er i en økonomisk posisjon som gjør de i stand til å kopiere TusenFryds fysiske ressurser. Dette så vi, som nevnt, ved Balder i 2003 som kopierte ThunderCoaster.

Figur 2 viste at de nye (mest attraktive) attraksjonene økte både omsetnings- og besøkstallet for TusenFryd. Selv om disse attraksjonene i stor grad selger seg selv så viser tallene også at TusenFryd er flinke til å rette markedsføringen mot det som er mest suksessfullt. Av regnskapsdataene fremgår det at over 20 prosent av omsetningen årlig avsettes til nyinvesteringer. Dette gir tydelige signaler på at TusenFryd er mobiliserbar og approprierbar med tanke på den fysiske kapitalen.

#### **4.3.1.3        *Organisatorisk kapital***

Organisatorisk kapital kan være ressurser som ledelsessystemer, rutiner og etablerte prosedyrer, organisasjonskultur og verdier. For TusenFryd finnes, i denne ressurskategorien, deres rapporteringsgrunnlag og selskapets kontrollerings- og koordineringssystemer.

TusenFryd har et omfattende rapporteringssystem hvor de blant annet rapporterer daglig omsetning og kassaavvik for det enkelte utsalgssted, attraksjon eller spill. I tillegg til å være viktige oppfølgingsverktøy for TusenFryd, vil de også, dersom de brukes riktig, være med på å motivere mellomledernes innsats til å øke salget i sine respektive avdelinger. Systemet er verdifullt for TusenFryd som daglig kan følge den økonomiske utviklingen og dermed raskt foreta justeringer dersom det observerte avviker stort fra det forventede.

Selv om det tar tid å utvikle et slikt rapporteringssystem så mener vi at det er fullt mulig å kopiere det for konkurrenter og at det i så måte ikke er noe varig konkurransefortrinn, men at det uansett er med på utnytte ressursene på en fornuftig måte og sørger i så måte for at verdiene som skapes i større grad tilfaller bedriften.

#### **4.3.1.4 Kunnskapskapital**

Eksempler på ressurser innenfor gruppen kunnskapskapital kan være patenter, teknologi og ansattes erfaring og kompetanse. Gjennom 23 år i drift har TusenFryd tilegnet seg erfaringsbasert kompetanse som benyttes til stadige forbedringer og til å se behovet for nye attraksjoner. Eksempler på dette så vi i figur 2, hvor besøkssyklusene varierte med nyheter på attraksjonsfronten. I tillegg ser det ut til at investeringene bidrar til økte resultater, hvilket kan tolkes som at de skapte verdiene tilfaller bedriften.

Ettersom gjestfrihet er en viktig suksessfaktor for gjestenes parkopplevelse, har TusenFryd, som nevnt, utarbeidet en egen opplæringsmodell – TusenFrydskolen. Skolen skal gi medarbeiderne en opplæring i serviceyrket slik at de blir klare til å ta del i arbeidshverdagen på en servicevennlig måte. Hensikten med dette er at medarbeiderne skal være løsningsorienterte og gi gjestene en optimal opplevelse. Ser vi nytten av denne ressursen i forhold til jungeltelegrafene, som sier at misfornøyde kunder sprer sin frustrasjon videre raskere enn de fornøyde sprer sin glede, er skolen svært viktig med tanke på gjenkjøp.

Kunnskap og kompetanse er en erfaringsbasert ressurs som bidrar til et styrket renommé. TusenFrydskolen gir sesongmedarbeiderne den unike servicekompetansen som parken krever. I tillegg går også frontlinjeledelsen jevnlig gjennom lederutviklingsprogrammer for å bedre sine lederegenskaper som vil kunne øke effektivitet i avdelingen og bedre forholdet mellom leder og medarbeidere. I tillegg gir programmet lederne økt forståelse for økonomisk styring og krisehåndtering. Disse frontlederne rekrutteres hovedsakelig fra medarbeiderne i parken ettersom parken har en klar målsetting om å beholde dyktige arbeidsressurser.

Ofte besitter flere av parkens ansatte spesifikk og sjelden kunnskap om drift og vedlikehold av deres attraksjoner, men dette er ikke noe som er særegent for TusenFryd og vi vil ikke se på dette som en sjelden ressurs i konkurransesammenheng. Uansett så kan vi ikke finne lignende og like omfattende opplæringsmodeller hos noen av konkurrentene. Dette kan

tolkes som at TusenFrydskolen gjør kunnskapskapitalen til en "delvis sjelden" og unik ressurs.

TusenFrydskolen er derimot ikke veldig kostbar å kopiere, men den er bygget på den unike erfaringsbaserte kompetansen TusenFryd besitter. Samtidig er det naturlig at også de andre selskapene i bransjen besitter en unik spisskompetanse innenfor deres respektive områder. Vi vurderer det derfor til at konkurrentene kan etablere en tilsvarende opplæringsmodell like kostnadseffektivt.

Som det fremgår av tidligere avsnitt så er TusenFryd sin kunnskapskapital hovedsakelig basert på kompetanse og erfaring. Bransjen er ikke patentstyrt og teknologien som utvikles vil være tilgjengelig for alle. Som nevnt har TusenFryd vært dyktig til å bruke den kunnskapen de har opparbeidet seg til å lære opp nye medarbeidere, og til å utvikle nye ledere. Dette illustrerer at kunnskapskapitalen i stor grad er mobilisert og ettersom de hele tiden forsøker å beholde de dyktige medarbeiderne viser de stor interesse av å beholde kompetanseverdiene i bedriften.

#### **4.3.1.5 Relasjonskapital**

Med relasjonskapital menes for eksempel ressurser som merkenavn, renommé, allianser og relasjoner med kunder, leverandører og myndigheter. I forbindelse med TusenFryd AS har vi identifisert opparbeidet merkenavn og avtaler med samarbeidspartnere som ressurser det er verdt å studere nærmere.

Gjennom besøkstilfredshetsundersøkelser ser man at TusenFrydskolen har gitt resultater. De siste årene har besøkstilfredsheten ligget stabilt over 90 prosent og var i 2010 på 95 prosent.<sup>20</sup> Årlig har TusenFryd to medarbeidersamtaler og for 2009 fremgår det at 97 prosent er tilfreds med å jobbe i parken. Også her har TusenFrydskolen hatt en positiv effekt ettersom den sosialiserer de ansatte. Den høye medarbeidertilfredsheten har resultert i en høy prosentandel av reengasjement blant ledere og medarbeidere i parken. Dette igjen reduserer opplæringskostnadene og er i så måte en verdifull ressurs for parken.

TusenFryd har også inngått en rekke samarbeidsavtaler for å styrke merkenavnet og kjennskapen til parken. Tre av de beste samarbeidspartene er virksomheter som også i stor

---

<sup>20</sup> Nygård, T., 2010

grad kan sees på som turistattraksjoner i nær radius. Norwegian Outlet, Vinterbro senter og Oscarsborg festning er alle å finne som samarbeidspartnere. I tillegg har de vært en del av P4 sin sommerturné, som med sine over én million daglige lyttere,<sup>21</sup> er en viktig markedsføringskanal for fornøylesparken. I tillegg til dette har de, blant annet, samarbeidsavtaler med Inspiria, Statoil, Hemsedal og hotellgruppene Thon Hotels, Scandic og Choice Hotels Scandinavia. Alle samarbeidsavtalene har bidratt til at 99 prosent av befolkningen i Norge har kjennskap til TusenFryd.<sup>22</sup>

I tillegg til samarbeidsavtalene styrkes også merkenavnet av hva som tilbys og parkens sikkerhet. Dette har man sett tydelige effekter på ved de to seneste storinvesteringene ThunderCoaster og SpeedMonster. Innledningsvis nevnte vi at parken retter et stort fokus mot sikkerhet og har i den sammenheng fremstått som eksemplariske. Parken kan vise til svært få ulykker og i de enkelttilfellene hvor uhellet først har inntruffet så har parken opptrådt eksemplarisk.<sup>23</sup>

Parkens rykte og relasjoner kan man ikke definere som sjeldne ressurser i konkurransesammenheng. Ettersom både Liseberg og Kristiansand Dyrepark har hatt lengre fartstid i bransjen enn TusenFryd har de opparbeidet seg en tilsvarende unik relasjonskapital.

Gjennom de ulike samarbeidsavtalene og markedsføringskampanjer rettet mot parkens nyeste og råeste attraksjoner og arrangementer viser de at relasjonskapitalen mobiliseres og gjennom en høy kjennsapsandel ser man at arbeidet gir resultater. Det er samtidig vanskelig å si hvilken økonomisk effekt disse avtalene og kampanjene har. Kanskje kreves en innsats som gir mindre enn hva den koster. Dette vil alltid være drøftingsfaktorer, men vi velger å konkludere med at det skapes en verdi som tilfaller bedriften.

#### **4.3.1.6 Oppsummering SVIMA**

Basert på drøftelsen har vi valgt å oppsummere SVIMA-analysen gjennom modellens kriterier for konkurransefortrinn;<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> E24.no, "P4 taper lyttere"

<sup>22</sup> Nygård, T., 2010

<sup>23</sup> Wikipedia.no, "Uhell og ulykker ved TusenFryds attraksjoner"

<sup>24</sup> Jakobsen, E. W., & Lien, L. B., 2001

SVIMA-modellens kriterier for konkurransefortrinn						
Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Finansiell kapital	Nei	Ja	Kanskje <sup>1</sup>	Ja	Ja	Paritet
Fysisk kapital	Ja	Ja	Kanskje <sup>2</sup>	Ja	Ja	Midlertidig
Organisatorisk kapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet
Kunnskapskapital	Kanskje <sup>3</sup>	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig
Relasjonskapital	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritet

**Tabell 3 – SVIMA-modellens kriterier for konkurransefortrinn.**

Av tabell 3 fremgår det at alle ressurskategoriene er viktige, mobiliserte og approprierbare. Vi har imidlertid endt opp med tre punkter hvor konklusjonen vil avhenge av ulike forutsetninger; hva angår punkt én så drifter TusenFryd i dag sine ressurser på en måte som er langt bedre enn bransjemedianen, men det er ikke noe i veien for at dette vil utjevne seg over tid. Samtidig er Liseberg i nærmest tilsvarende situasjon som TusenFryd, men i et norsk perspektiv vil det ta tid å kopiere TusenFryds finansielle kapital i bransjen for klassiske fornøylesparker. Det andre punktet vil avhenge av avgrensningen for konkurrentområdet. Som nevnt vil det være ekstremt kostnadskrevende å kopiere den fysiske kapitalen for de norske konkurrentene og eventuelle nyetablere. Det vil derfor på kort- og mellomlang sikt være vanskelig for konkurrenter å kopiere TusenFryds fysiske ressurser. Vi vurderer det derfor til at det kun vil være Liseberg som vil være i stand til, og samtidig ha interesse av, å kopiere TusenFryd sin fysiske kapital, hvilket de gjorde med nevnte Balder. Den tredje usikkerheten er om kunnskapskapitalen kan vurderes som en sjelden ressurs. Årsaken til at vi har valgt og sette "kanskje" kommer av at det ut fra våre inntrykk kan tyde på at det er sjeldent fornøylesparker benytter seg av så omfattende opplæringsmodeller som TusenFryd faktisk gjør.

## 4.4 Ekstern analyse

### 4.4.1 PESTEL

Det finnes en rekke makroøkonomiske parametre som naturlig må drøftes i sammenheng med fornøyelsesparkbransjen. Det er viktig å kartlegge hvilke elementer som ligger til grunn for konkurransesituasjonen, merkevarestatusen og hvordan selskapet skal posisjonere seg i forhold til de forutsetningene som markedet har satt. I denne eksternanalysen vil vi prøve å gi en beskrivelse av føl- og målbare endringer i samfunnet.<sup>25</sup> For å avdekke endringene vil vi benytte en PESTEL-analyse for å kartlegge de forholdene som ligger som basis i det markedet bedriften jobber i. Ved å se på de eksterne virkningene som har vært viktige i fortiden og hvilken grad endringer, som vil ha betydning for bedriften og dens konkurrenter oppstår. Dette innebærer forhold som:<sup>26</sup>

- Political (Politiske)
- Economic (Økonomiske)
- Sociocultural (Sosiokulturelle)
- Technological (Teknologiske)
- Environmental (Samfunnsmessige)
- Legal (Legale)

#### 4.4.1.1 Politiske forhold

”En rekke politiske beslutninger påvirker aktørene i systemet: skatter, avgifter, subsidier og lovgivning på en rekke områder”<sup>27</sup>. Elementer som er naturlig å tilføye her er sikkerhetsforskrifter og arbeidsmiljølovgivning.

Den 1. juli 2010 skjedde det en endring som fikk betydning fra bransjen. Myndighetene gjorde et vedtak om at det skulle innføres åtte prosent merverdiavgift på kulturtilbud, fornøyelser og opplevelser. Jamfør økonomidirektør Iver Fykses høringsuttalelse til Finansdepartementet av 16. mars 2010<sup>28</sup>, så er det liten tvil om at TusenFryd ser på denne

---

<sup>25</sup> Lund, J.F. & Lorentzen, R., 2000, s.62

<sup>26</sup> Johnson, G. & Scholes, K., 2002

<sup>27</sup> Framnes, Thjømmøe og Blom, 2000; s. 148

<sup>28</sup> Fyksen, I., 2010



avgiftsendringen som en real utfordring. I utgangspunktet var myndighetenes forslag på hele 25 prosent, men når endelig beslutning ble foretatt ble avgiften satt til åtte prosent.<sup>29</sup>

Innføringen av merverdiavgiften har fått de konsekvensene en spådde på forhånd, nemlig økte priser, redusert besøkstall og dårligere marginer på kort sikt. Men på lang sikt så kan det innebære mindre ressurser til å utvikle parken, fare for arbeidsplasser og endrede konkurranseforhold.

Et annet element som derimot har påvirket parken i positiv retning er innføringen av den femte ferieuken. Jamfør hovedtariffoppgjøret i 2000 ble det lagt ned vedtak om en ekstra ferieuke som skulle innføres gradvis med to nye feriedager i 2001 og 2002, pluss den såkalte "Grodagen" som ble innført noen år tidligere.<sup>30</sup> Med tanke på at 2001 står igjen som det året med flest besøkende så er det tydelig at noe av økningen kan skyldes denne politiske endringen, men det skal tillegges stor vekt at det var dette året superattraksjonen ThunderCoaster stod ferdig.

Det bør også tillegges vekt at myndighetene har vedtatt og gjennomført store forbedringer på infrastrukturen i området. Ikke minst har de fleste innfartsårene til Oslo blitt kraftig forbedret de siste årene, noe som gjør det mindre tidkrevende å komme seg til TusenFryd, og på den måten utvides nedslagsfeltet til parken. Så sent som i 2008 stod motorveien mellom Moss og Strømstad ferdig, noe som gjorde at innfarten fra sør ble langt enklere. Oslofjordtunellen stod ferdig 29. juni 2000, noe som knyttet parken tettere til fylkene vest for Oslofjorden.<sup>31</sup>

Det er også viktig å henføre de strenge sikkerhetsrutinene som TusenFryd må forholde seg til. Jamfør Tivoliloven og oppfølgingen fra Det Norske Veritas så blir sikkerheten i norske fornøylesparker ivaretatt. En slik kontroll fra myndighetene er kostnadskrevende for selskapene i bransjen, men det er naturlig å anta at siden store ulykker vil skremme bort besøkende, så er sikkerhetstiltakene verdt hver eneste krone.<sup>32</sup> Med tanke på at kun en ulykke betraktes som alvorlig i Norge de siste 20 årene så er det tydelig at sikkerheten i de

---

<sup>29</sup> Aftenposten.no, "Prishopp på feriemoro"

<sup>30</sup> NAV.no, "Ferie"

<sup>31</sup> Wikipedia.no, "Europavei 6"

<sup>32</sup> TusenFryd AS, årsrapport 2010

norske parkene er på et høyt nivå.<sup>33</sup> De senere årene har det kommet stadig flere pålegg om utbedringer fra Det Norske Veritas til norske fornøyelsesparker, men på tross av det, så har dette ingen sammenheng med økt antall ulykker. Det er heller grunn til å anta at sikkerheten generelt tas mer på alvor.

#### **4.4.1.2      Økonomiske forhold**

”Av økonomiske faktorer er det en rekke som virker inn. Internasjonale konjunkturer, svingninger i den nasjonale økonomien, inntektsnivå og inntektsfordeling i et marked, pris, inntekter, reallønnsutvikling, sparing, investeringer og forbruk”<sup>34</sup>. I utgangspunktet kan en hevde at på globalt nivå så vil økonomisk vekst være viktig for denne bransjen, og at bransjen på den måten er relativt pris- og inntektselastisk. I land hvor man i dårlige tider må velge bort fornøyelser for å prioritere mer nødvendige goder så synes dette fornuftig. Med tanke på at utflukter til fornøyelsesparker er et luksusbehov som ønskes dekket når alle de mer grunnleggende behovene er dekket, jamfør Maslows behovspyramide.<sup>35</sup> Men om vi ser på de økonomiske forholdene i Norge, og den generelle utviklingen sett i sammenheng med økonomisk vekst så er tilfellet faktisk motsatt. Hvor vår tanke etter å ha gjennomført analyser, er at når det er oppgangskonjunkturer i Norge, hvor pengene sitter løst, så foretrekkes lengre utenlandsopphold fremfor fornøyelsesparkopplevelser, mens tilfellet er motsatt når det er lavkonjunktur. Nordmenn har fortsatt rom for å dekke sine behov, men velger i flere tilfeller å bli værende i Norge.

Fornøyelsesparkbransjen er en bransje som er preget av at antall besøkende svinger med utviklingen av parken, jamfør figur 2. Stadig nye og kostbare investeringer som i de fleste tilfeller er finansiert ved lån viser et klart bilde av at bransjen er svært følsom for renteendringer. I tillegg vil også valutakursen innvirke på antall besøkende i parkene siden en sterk norsk krone vil gjøre det dyrere å velge Norge som reisemål, og i mange tilfeller vil da Norge velges bort Norge.<sup>36</sup> Det skal dog nevnes at det først og fremst er den nærliggende regionen til parken som bidrar med majoriteten av gjestene og ingen av de norske parkene har noen særlig høy utenlandsandel.

---

33 ABC nyheter, “Få ulykker på norske tivoli”

34 Framnes, Thjømøe og Blom, 2000; s. 148

35 Haukedal, W., 2005

36 Mill R. C. & Morrison, A. M., 1992

Ansettelsesforholdene er litt spesielle i denne bransjen. Siden majoriteten av de norske fornøyelsesparkene er sesongbaserte fører det til at de har valgt å holde antallet faste ansatte nede, og heller baserer sin virksomhet på å ansette sommervikarer i de mest travle periodene. I tillegg er det verdt å merke seg at blant denne relativt store andelen av ansatte så er igjen størsteparten av disse unge mennesker, hovedsakelig under 20 år, noe som gjør sitt til at bransjen har et konkurransefortrinn på lønn med tanke på at de har tarifflønner ned mot et minimum av hva som er normalt i landet for denne aldersgruppen.

#### **4.4.1.3      *Sosiokulturelle forhold***

”De kulturelle faktorene spiller en stor rolle på en rekke områder (...). Tradisjonelt har det vært store geografiske kulturforskjeller i Norge, men med det nye informasjons- og mediesamfunnet blir disse ulikhetene mer og mer utvisket”.<sup>37</sup> Det som skiller TusenFryd fra generelle bedrifter er andelen faste ansatte kontra sesongansatte. TusenFryd benytter ung og lærevillig arbeidskraft som ser på en sommerjobb hos TusenFryd som en unik mulighet til å tilegne seg nyttig erfaring samtidig som de sper på lommeboka. Men på tross av den store andelen unge mennesker så osrer dette selskapet av profesjonalitet. Den stabilt gode økonomiske utviklingen er en tydelig indikasjon på at selskapet er sunt drevet. Blant de 29 heltidsansatte finnes det en unik opparbeidet kompetanse i form av årelang tjeneste, men også faglig kompetanse fra utdanning og tidligere erfaringer. TusenFryd tar sosiokulturelle forhold på alvor, og ved at alle ansatte må igjennom den samme TusenFrydskolen så ivaretas sikkerheten om at alle innehar den rette kompetansen ved arbeidets oppstart.

Vi lever i en globalisert verden, noe som medfører at man blir mer internasjonal og i større grad ønsker å oppleve flere land. Nordmenns økende behov for å reise utenlands kan skape negative ringvirkninger for norske attraksjoner. Det er levnet under enhver tvil at TusenFryd er ledende i det nasjonale markedet, men man skal ikke kjøre mange milene sørøstover før Liseberg seiler opp som en stor konkurrent. Og nedover i Europa finner vi mange attraksjoner som ikke står tilbake for hva TusenFryd kan tilby.

---

<sup>37</sup> Framnes, Thjømøe og Blom, 2000; s.148.

#### **4.4.1.4 Teknologiske**

Busch og Vanebo (2000, s.119-120) definerer teknologi til å være de verktøy, teknikker og handlinger som benyttes for å transformere bidrag over til belønninger. På bakgrunn av dette kan vi trekke frem dimensjoner som; utstyr, teknikker, innovasjon og kunnskap.

Det er en rivende teknologisk utvikling i verden i dag. Tiden fra en idé oppstår til den er gjennomførbart i praksis blir stadig kortere. For å overleve i dagens marked, med den store konkurransen som vi står ovenfor, er det avgjørende for enhver bedrift å følge med i denne utviklingen og på den måten tilpasse sitt produkt til kundenes stadige endrede behov.

Innovasjon er et begrep som henger nøye sammen med teknologisk utvikling. Med dette menes at man må være blant de første til å gå nye veier for å tiltrekke seg potensielle kunders oppmerksomhet.

For fornøylesparkene er innovasjon kanskje et av de viktigste elementene i denne eksternanalysen. Bakgrunnen for dette er at vi tydelig kan se at nye attraksjoner gir direkte utslag på om det blir et godt besøkt år. Det å være først ute med en ny attraksjon har vist seg å være avgjørende for å oppnå vekst i en så godt etablert bedrift som TusenFryd.

De mangeårige gode resultatene har gitt TusenFryd en unik posisjon da de har opparbeidet seg kapital til reinvestering. Parken har siden starten jevnlig blitt utviklet og utvidet noe som gjør sitt til at TusenFryd i dag står frem som landets ledende fornøylespark.

TusenFryd gjorde i 2005 endringer på sitt bestillings- og betalingssystem, noe som gjorde det enkelt å bestille billetter på nettet. På denne måten så tilpasser man seg den teknologiske utviklingen, og sparer gjestene for deres tid når de besøker parken.

Internett er den nye veien å skape oppmerksomhet om sitt produkt, og ved å være tilgjengelig med en god webside, og være aktive på sosiale medier, som eksempelvis Facebook og Twitter, så har fornøylesparkene tatt denne utviklingen på alvor. Med tanke på at det er småbarnsfamilier som står for den største kundemassen og at det nettopp er ungdom og unge voksne som er de fremste innovatørene så er det viktig å ta dette punktet på alvor. Internett har blitt den nye markedsføringskanalen, og dersom det avsettes ressurser på dette området kan det bli langt lettere å nå spesifikke målgrupper.

#### **4.4.1.5 Samfunnsmessige**

Demografiske forhold som befolkningsstørrelse, aldersfordeling, etnisk tilhørighet og geografisk fordeling er elementer som er avgjørende for om fornøylesparken har et konkurransefortrinn eller ei.<sup>38</sup> Fornøylesparkbransjen er en bransje som har en stor kundemasse, men flesteparten av dem kommer sjelden mer enn en til to ganger årlig. Derfor er geografisk befolkningstetthet av stor betydning for denne bransjen. Som tidligere skrevet i oppgaven så bor halvparten av Norges befolkning innenfor en radius som gjør dagsturer mulig, noe som gir TusenFryd et konkurransefortrinn.

Med tanke på at fornøylesparker finnes over hele verden, på tvers av etniske forhold så er det ingen grunn til å legge vekt på at det er en høyere andel flerkulturelle i osloregionen enn landet for øvrig. Det som derimot kan være av betydning er det generelt høyere inntektsnivået i denne regionen som gjør det lettere å tilfredsstille livsutfoldelsesbehovene de har.

Barnefamilier er hovedsegmentet til fornøylesparker, siden det er denne målgruppen som oppsøker parkene oftest og som legger igjen mest penger. Siden vi i Norge har jevnt fordelt befolkning, med stabil andel unge som gamle i de fleste byer, så synes ikke dette å påvirke de norske parkene.

#### **4.4.5.6 Legale**

Den norske fornøylesparkbransjen er sterkt regulert av Tivoliloven, samtidig som Det Norske Veritas sikrer at attraksjonene overholder strenge sikkerhetskrav. En kjenner til en rekke alvorlige ulykker som har skyldtes manglende sikkerhetsrutiner utenlands, men Norge har til nå vært skånet for dette, hvilket kan implisere at arbeidet som har blitt gjort og som gjøres er tilfredsstillende.

Alvorlige ulykker får automatisk konsekvenser i form av reduserte besøkstall, og dette vil helt klart påvirke inntjeningen og lønnsomheten til parkene. De klare retningslinjene fra myndighetene, supplert med strenge interne sikkerhetsforskrifter og rutiner, er tydelige bevis på at de norske parkene har et konkurransefortrinn på dette området. Alle TusenFryds ansatte må gjennom kurs for å forebygge mulige ulykker, og daglig gjennomføres det kontroller av attraksjonene for å holde sikkerheten på et høyt nivå.

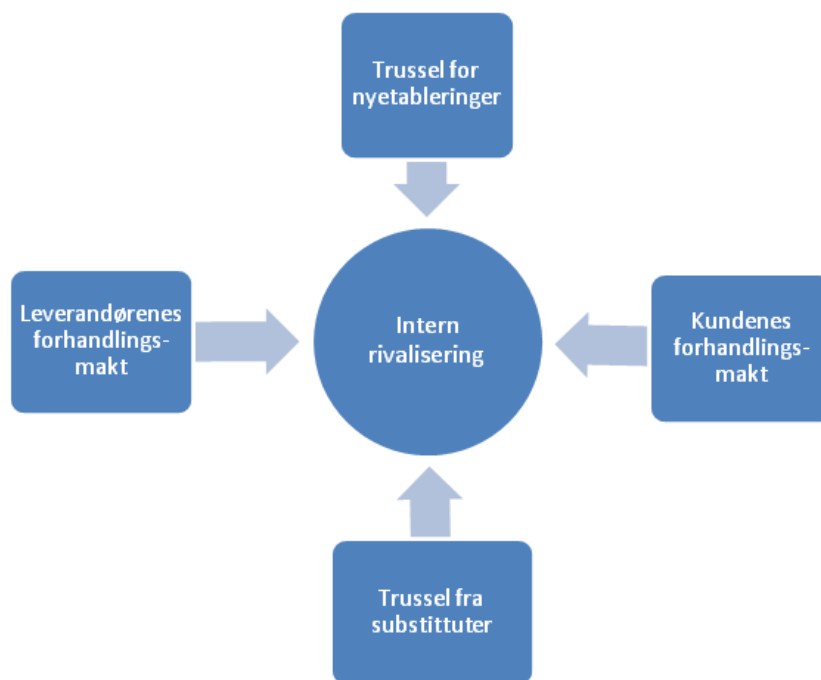
---

<sup>38</sup> Hitt et al., 2001

#### 4.4.2 Porters fem krefter

Gjennom Porter sine fem konkurransekrefter skal bransjen analyseres med formål om å kartlegge om bransjen har konkurransefortrinn, og hvorvidt denne er foreløpig eller varig. Med bransje menes en gruppe av bedrifter som tilfredsstiller de samme behovene gjennom å tilby substituerbare varer og tjenester.<sup>39</sup> Vi har valgt å avgrense det relevante markedet i denne analysen til de konkurrentene vi nevnte i kapittel 1.1 og 2.2, hvilket vi også vil komme tilbake til når den interne rivaliseringen og trusselen fra substitutter skal vurderes.

I Porter sin konkurransekraftanalyse analyseres fem krefter som styrer konkurransesituasjonen i bransjen, jamfør figur 11. Dersom konkurransen er høy vil overskuddet i stor grad overføres til konsumentene eller leverandørene og konkurransefortrinn og superprofitt vil bli vanskelig å oppnå. For å øke marginer og oppnå superprofitt er derfor ulike strategier som nøytraliserer disse kreftene nødvendig.



Figur 11 - Porters fem konkurransekrefter.<sup>40</sup>

Gjennom anvendelse av verktøyet, illustrert i figur 11, finner man faktorer som påvirker bransjens lønnsomhet, dens nåværende status og dens sannsynlige utvikling.<sup>41</sup>

<sup>39</sup> Hill, C. W. L. & Jones, G. R., 2004

<sup>40</sup> Porter, M. E., 1980

<sup>41</sup> Roos et al., 2005

De fem kreftene kan være både muligheter og trusler, avhengig av bransjens- og selskapets situasjon. Verktøyet er et av de mest utbredte analyseverktøyene når det kommer til analyse av eksterne bransjeforhold og dens konkurranse, spesielt i akademiske oppgaver. Til tross for dette rettes det en del kritikk mot verktøyet. Blant annet hevdes det at verktøyet er abstrakt og analytisk, og bærer stor preg av å være en fremgangsmåte uten fleksibilitet.<sup>42</sup>

#### **4.4.2.1 Intern rivalisering**

Det finnes mange måter å konkurrere på, eksempelvis pris, nyutvinninger, markedsføring, service og kapasitet. Fellesnevneren for konkurranse er at det påvirker lønnsomheten negativt. Teoretisk overføres verdier fra selskapene i bransjen til kundene ved konkurranse. Ettersom økonomi er en av de viktigste driverne for et selskap så påvirker også de økonomiske tidene graden av intern rivalisering. Når de økonomiske tidene er gode vil markedsveksten redusere kampen om markedsandeler, og den interne rivaliseringen vil bli marginalisert. Ditto vil det slå motsatt vei i dårligere økonomiske tider hvor fremtidsutsiktene er begredelige og hvor markedsandeler blir en viktig faktor for å overleve. Rivaliseringens styrke kan måles med utgangspunkt i markedets konkurransestruktur, etterspørselsforhold og størrelsen på eventuelle utgangsbarrierer.<sup>43</sup>

#### *Markedsstruktur*

Bransjens markedsstruktur påvirker graden av rivalisering som igjen påvirker profittmulighetene. I markeder med tilnærmet fullkommen konkurranse, kjennetegnes av mange små og like selskaper, er rivaliseringen stor og prisen bestemmes av markedet. Derimot vil det i en konsolidert bransje, det vil si få og store selskaper, ofte dannes avhengighetsforhold mellom rivalene slik at konkurransen reduseres og lønnsomheten økes.

Vi har tidligere beskrevet at bransjen kjennetegnes med få og store tilbydere og vesentlige inngangsbarrierer. Dette er typiske karakteristika for markedssituasjonen *oligopol*. Bransjen for fornøyelsesparker er særlig spesiell på grunn av den lave restrukturingsgraden, og konkurrentene har vært de samme i mer enn tjue år. Bransjens konkurranseintensitet vil, som nevnt, avhenge av antall konkurrenter, deres størrelse og substituerbarhet. Vi har tidligere konkludert med at TusenFryd er den eneste aktøren av klassisk fornøyelsespark i Norge ettersom de vi identifiserer som konkurrentene bygger på andre konsepter, og i så

---

<sup>42</sup> Grundy, T., 2006

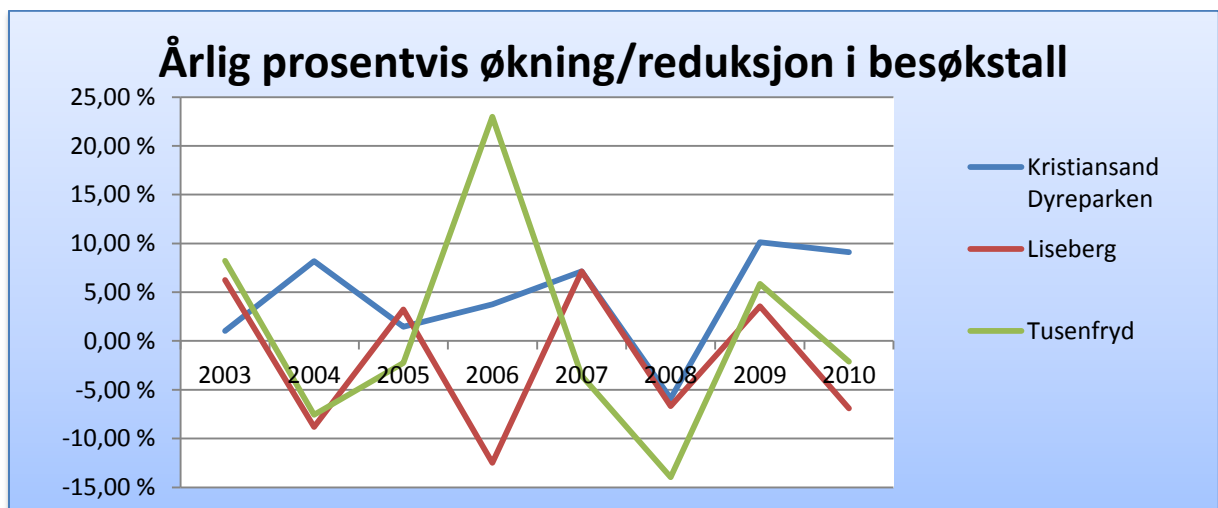
<sup>43</sup> Hill, C. W. L. & Jones, G. R., 2004

måte er differensierte mot andre målgrupper. De individuelle forskjellenes betydning kan derfor sies å være avgjørende for videre drift av dagens eksisterende parker.

### *Etterspørselsforhold*

Bransjens generelle etterspørselsgrad vil påvirke den interne rivaliseringen. Dersom etterspørselsnivået er høyt så vil det kreves mindre konkurranse for å få markedsandeler og lønnsomheten vil være god. Bransjens livssyklus vil også påvirke etterspørselen. Stensaker (2006) forklarer dette ved at etterspørselen vil være liten til moderat i oppstartsfasen, mens den vokser i modningsfasen, før den begynner å avta i fasen for tilbakegang.

Det er vanskelig å trekke noen trend ut av besøkstallene i bransjen. Vi har sett at TusenFryd sin etterspørsel i stor grad avhenger av tilbudet for nye attraksjoner og i så måte er noe mer syklisk enn sine hovedkonkurrenter, jamfør figur 12. Da det gjelder konkurrentene, i figuren representert ved Liseberg og Dyreparken Kristiansand, så har Kristiansand Dyrepark hatt jevn vekst i perioden fra 2002 til 2010 (dersom man ser bort fra 2007 til 2008). Den store veksten deres de to siste årene skyldes i stor grad åpning av *Badelandet*, en enkeltinvestering på over 115 millioner kroner. Også Liseberg sine svingninger skyldes investeringsuksesser hvor man i 2003 fikk en økning fra 2002 med over fem prosent som i stor grad skyldtes åpningen av berg- og dalbanen *Balder*. Senere har de hatt vekst annethvert år som kan tilskrives *Kanonene* i 2005, *Uppswinget* i 2007 og *Rabalder* og *Hanghai* i 2009.



Figur 12 – Årlig besøkstallendring i prosent.

På generelt grunnlag ser vi at nedgangssyklusene er mindre enn oppgangssyklusene, dette gir grunnlag til å konkludere med at bransjen har en jevn kontinuerlig vekst. Ser vi på året 2006



så lanserte TusenFryd SpeedMonster, mens Liseberg hadde et "hvileår". Dette bidro til at TusenFryd fikk en besøksøkning på nesten 25 prosent, mens Liseberg fikk en besøksreduksjon på over 10 prosent. Med utgangspunkt i det observerte tror vi det vil være vanskelig for de enkelte parkene å vokse uten at det går på bekostning av de andre parkenes virksomhet og at den lave kontinuerlige veksten i så måte fører til hardere konkurranse.

### *Utgangsbarrierer*

Bransjens utgangsbarrierer vil si økonomiske og/eller emosjonelle faktorer som fører til at et selskap blir værende i en bransje til tross for lav eller negativ lønnsomhet.<sup>44</sup>

Bransjen for fornøyelsesparker kjennetegnes gjennom store irreversible investeringer som har begrenset nytte i andre bransjer. Likvidasjonsverdien for bransjen kan derfor sies å være lav ettersom de varige driftsmidlene kan være vanskelig å selge unna ved avvikling.

I tillegg fører store investerings- og leiekostnader til at de faste kostnadene blir høye. Dette igjen øker sensitiviteten for variasjoner i etterspørselen da de er avhengig av en tilstrekkelig etterspørselsgrad for å dekke sine kostnader.

#### **4.4.2.2 Leverandørers forhandlingsmakt**

Leverandørers forhandlingsmakt vil si at leverandør er i posisjon til å påvirke og/eller bestemme en innsatsfaktors pris som en kunde etterspør, eller er i stand til å forandre kvaliteten uten å endre produktets pris.<sup>45</sup> Leverandøren har derfor mye makt dersom kundene er små og mange samtidig som deres egen interne konkurranse er lav. Andre faktorer som vil påvirke leverandørenes forhandlingsmakt er i hvilken grad leverandørens produkt kan differensieres og bransjens betydning for leverandørgruppen.<sup>46</sup>

### *Differensiering av innsatsfaktorer*

Det finnes mange leverandører i bransjen som i stor grad tilbyr like produkter og vi anser ikke trusselen fra leverandørene som stor på dette området. Ved å innhente tilbud fra de ulike leverandørene så er bransjen i en forhandlingsposisjon til å forhandle frem bedre avtaler og på den måten svekkes forhandlingsmakten. Da det gjelder den tjenesteytende

---

<sup>44</sup> Barney, J. B., 2007

<sup>45</sup> Hill, C. W. L. & Jones, G. R., 2004

<sup>46</sup> Barney, J. B., 2007

arbeidskraften så er disse sesongarbeiderne i stor grad uten spesiell eller unik kompetanse og er dermed ikke med på å styrke forhandlingsmakten.

### *Konsentrasjon av leverandører*

Bransjen kjennetegnes av varierte produkter fra ulike markeder; fra svært sjeldne dyr og spektakulære karuseller på den siden som vekker kundeoppmerksomheten, mens man på den andre siden av produkttilbudet finner mer standardiserte produkter som mat, drikke, souvenirtrøyer osv. Av den grunn er også antall leverandører i de respektive markedene varierende. Til eksempel vil det være mange aktører som tilbyr mat, drikke og souvenirtrøyer, mens det vil være færre tilbydere som har kompetanse til å tilby en spektakulær berg- og dalbane som er skreddersydd for parkens geografiske begrensninger. I tillegg til leverandørene av varer er parkenes viktigste leverandører de tjenesteytende leverandørene som gir dem den nødvendige arbeidskraften.

### *Volumets betydning for leverandørene*

I mange kategorigrupper vil det selges en betydelig andel av varer og tjenester for leverandørene. Dette innebærer alt fra mat og drikke i kategorien for mindre betydelige leverandører fra bransjen sin side, til leverandører av større attraksjoner og arbeidskraft som har en større betydning for bransjen. Mat og drikke er et nødvendighetsgode for bransjens kunder og er derfor også viktig for bransjen. I parkene selges det store mengder slik at parkene blir en stor og viktig kunde for leverandørene, men mest sannsynlig ikke livsnødvendig. Med dette menes at både Coca-Cola og Diplom-Is vil overleve dersom TusenFryd skulle bytte leverandør til eksempelvis Ringnes og Hennig-Olsen Is. For leverandørene av de store attraksjonene, derimot, tror vi produsentene er helt avhengig av å vinne anbud for å overleve. Med tanke på de enkelte attraksjoners prislapp på over 100 millioner kroner vil dette være en betydelig inntektskilde for de fleste leverandører. For leverandørene av arbeidskraft er parkene en viktig "inntektskilde" ettersom etterspørselen etter ufaglært arbeidskraft vil bli vesentlig påvirket dersom parkene legges ned.<sup>47</sup>

---

<sup>47</sup> TusenFryd.no, "SpeedMonster"

*Faren for at foretak i bransjen skal integrere framover i forhold til faren for at de skal integrere bakover*

Med utgangspunkt i at det eksisterer mange leverandører i denne bransjen med store inngangsbarrierer anser vi en slik trussel som minimal.

#### **4.4.2.3      *Kundenes forhandlingsmakt***

Med kundenes forhandlingsmakt menes en kundes posisjon til å påvirke pris eller kvalitet på en vare eller tjeneste som leveres til sin fordel gjennom forhandlinger. De viktigste påvirkningsfaktorene på forhandlingsmakten til kundene vil være kundenes antall, deres relative størrelse og deres byttekostnad. Stor forhandlingsmakt hos kundene innebærer et høyt konsumentoverskudd og derfor lav bransjelønnsomhet.<sup>48</sup>

#### *Konsentrasjon av kunder*

Bransjens kunder gjenkjennes av at de er mange, ulike og uorganiserte hvilket taler for at kundenes forhandlingsmakt er lav. De største enkeltgruppene er ferieklubber, skoleklasser eller kundegrupper som har kontaktet TusenFryd Event, som til eksempel kunder fra næringslivet.

#### *Kundenes byttekostnader i forhold til foretakets byttekostnader*

Kundene står selv fritt til å velge hvilken fornøyelsespark de har interesse av å besøke og byttekostnadene er derfor begrenset dersom man ser bort fra reisekostnader og forholdet mellom pris og kvalitet. For fornøyelsesparkene er det også begrensede byttekostnader. Varer som mat og drikke og tjenester i form av arbeidskraft har lave byttekostnader. Da det gjelder byttekostnadene knyttet til attraksjoner så er disse vanligvis også ubetydelige ettersom produsentene selv kommer med tilbud til fornøyelsesparkene.

Det er derfor viktig for parkene i bransjen å skape kundelojalitet som sikrer gjenkjøp gjennom gode gjesteopplevelser og god service.

#### *Evne til å integrere bakover*

Vi har nevnt at kundene er varierte og små sluttbrukere som har liten forhandlingsmakt og at vi derfor ikke ser noen trussel om vertikal bakoverintegrasjon.

---

<sup>48</sup> Barney, J. B., 2007

### *Produktprisen i forhold til kundens totalinnkjøp*

Ettersom en kundes totalinnkjøp vil utgjøre en veldig stor forskjell fra hva et dagsbesøk i parken vil koste, vil vi i denne kategorien se på totalinnkjøp som en kundes reise-/feriebudsjet eller underholdnings-/fornøylesbudsjet. Her vil budsjettene variere stort fra person til person, fra husstand til husstand. For enkelte vil et parkbesøk utgjøre en stor andel av budsjettet, mens det for andre nærmest vil være ubetydelig. Vi tror uansett ikke at det er budsjettet som vil avgjøre om kunden vil avlegge parken et besøk eller ikke, ettersom det er noe de fleste kan ta seg råd til dersom de virkelig har lyst. Dette indikerer at kundenes forhandlingsmakt ikke er en reell trussel om man tar utgangspunkt i produktprisen sett i forhold til budsjettet som bransjen inngår i.

En liten trussel kan være at produktprisen vil utgjøre en andel av kundens totalinnkjøp utover førsteprioriteten. Eksempelvis dersom en husstand skal på en sydenferie i 14 dager og så kommer hjem og har igjen en ferieuke eller to. Da kan et parkbesøk være for kostbart og husstanden vil velge et rimeligere alternativ, som for eksempel en tur på stranden. Denne balansegangen tror vi også er grunnen til at TusenFryd i uvesentlig grad påvirkes av konjunkturedringer. I gode tider så reiser flere utenlands, men også flere reiser innenlands og/eller besøker Norge, mens man i dårligere tider finner på dagsturer og lignende som ikke er fullt så kostbart. Altså tror vi andelen av "lokale kunder" øker i lavkonjunkturer, mens andelen av "turister" øker i høykonjunkturer.

#### **4.4.2.4 Trussel fra substitutter**

Dersom et produkt eller en tjeneste kan erstattes av et annet produkt eller tjeneste så er disse substitutter.<sup>49</sup> Substituerbare produkter begrenser bransjens muligheter til å ta en høy pris ettersom substituttet gir samme pris-/ytelsesforhold. Trusselen fra substituttene vil derfor redusere bransjens potensielle produsentoverskudd.<sup>50</sup>

### *Substituttens ytelse i forhold til prisen*

Nærmest utelukkende av hvilken bransje man opererer i, så er det nødvendig å holde et øye med substituerbare muligheter en potensiell kunde har til å benytte seg av sine tilgjengelige ressurser. Dette kan være seg kvalitetstid med familien på stranden, reise, shopping eller kanskje besøke den mobile fornøylesparken som i dag gjester hjemstedet? Kvalitetstid på

---

<sup>49</sup> Barney, J. B., 2007

<sup>50</sup> Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L., 2005

stranden vil være mindre kostbart enn å besøke parken, og på herlige solskinnsdager kan dette være like fullkomment. Det er på en annen side noe man kan gjøre impulsivt og oftere, mens et parkbesøk vil være noe unikt som gir en mer sjelden opplevelse som samtidig ikke er fullt så væravhengig og er derfor ikke å anse som en stor trussel for bransjen. En reise vil ofte være langt mer kostbart enn et parkbesøk. Uansett så har det nærmest blitt et nødvendighetsgode med et utenlandsbesøk i ferien. Det blir stadig billigere å reise og dersom man er veldig prisbevisst vil man kunne kompensere en noe dyrere reisekostnad med billigere oppholdskostnader i form av kost og losji. Reise har således blitt en forholdsvis høy trussel for bransjen, men samtidig har vi nevnt at parkens hovedkunder er dagsbesøkende fra nærområdet, og trusselen begrenser seg således til den gruppen som må benytte ferien for avlegge et parkbesøk. For de to siste, nevnte, potensielle substituttene så kan verken shopping eller mobile fornøylesparker sies å være gjensidig utelukkende for bransjen. De som avlegger de mobile parkene et besøk har gjerne med seg mindre barn, mens de selv er ute etter mer kvalitet og spektakularitet når de eventuelt avlegger TusenFryd et besøk. Konklusjonen for disse blir derfor det samme som for strandbesøket; ja, takk – begge deler! Trusselen ser vi derfor på som moderat.

#### *Byttekostnader*

Som nevnt tidligere er byttekostnadene ubetydelige og trusselen fra substituerbare produkter kan således være betydelig.

#### *Kjøpernes tilbøyelighet til å substituere*

Gjennom bransjens konseptuering og dertil høy grad av produkt differensiering begrenses trusselen fra substitutter ettersom differensieringen kan skape kundelojalitet. Elsker du ThunderCoaster så drar du neppe til Kristiansand Dyrepark og vice versa dersom du er stor fan av Kaptein Sabeltann.

#### **4.4.2.5 Trussel for nyetableringer**

Med nyetablering menes at et selskap akkurat har etablert, eller planlegger å etablere, seg i en bransje. I bransjer med høy vekst og/eller lønnsomhet og lave inngangsbarrierer vil nyetableringer være særlig attraktivt. Disse bestemmes igjen av kostnadsfordeler knyttet til for eksempel skala eller knowhow (bedriftskunnskap), merkeloyalitet, statlige reguleringer og

kapitalkostnader. Her vil vi videre sette truslene for nyetableringer opp mot den imiterbare konklusjonen av den interne analysen.<sup>51</sup>

### *Stordriftsfordeler*

Som vi skrev i SVIMA-analysen så kreves det mye finansiell kapital for å etablere seg i bransjen ettersom nye selskaper må satse stort fra oppstart for å kunne tilfredsstillende kundenes etterspørsel. På grunn av de store kapitalkostnadene følger det stor risiko med etableringen og det vil kreves en høy risikopremie fra investorene for å investere i en nyetablerer. Dette er med på å redusere bransjens trussel mot nyetableringer ettersom inngangsbarrierene er betydelige hvilket gjenspeiles av at det er mer enn tjue år siden det sist kom en ny konkurrent (for TusenFryd) i bransjen.

### *Beskyttede særtrekk ved produktene*

Gjennom markedsføring, kundeservice, erfaring og ulike konsepter har bransjens aktører gjennom en årrekke opparbeidet et betydelig merkenavn og en sterk kundelojalitet. Nyetablerte i bransjen vil uansett alltid ha en fordel ved at de vekker potensielle kunders nysgjerrighet, men dette vil mer enn utlignes gjennom de høye investeringskostnadene som kreves for å utligne fordelene som de eksisterende aktørene har. En nykommer vil derfor, som nevnt under den interne rivaliseringen, ha størst etableringsmuligheter ved å utvikle sine egne konsepter som differensierer det tilbudte produktet fra konkurrentene i bransjen.

### *Absolutte kostnadsfortrinn (uavhengig av stordrift)*

De etablerte har hatt en effektiv læringskurve og gjennom sine mange år i bransjen har de opparbeidet seg erfaringer som gir dem god og spesifikk knowhow. Denne knowhowen bidrar til at man forutser markedets behov for nyskaping og restruktureringer som sikrer dem effektiv og trygg drift.

Dagens eksisterende aktører i bransjen har i vesentlig grad etablert seg i noen av de områdene hvor befolkningstettheten er størst. Derfor kan det argumenteres for at den geografiske lokaliseringen til en viss grad er en inngangsbarriere. Denne strategiske fordel vil uansett reduseres dersom nyetablererne er i stand til å utvikle sine egne konsepter/temaparker som i seg selv blir en turistattraksjon. Gode eksempler på dette ser vi fra nevnte Kaptein Sabeltann i Kristiansand Dyrepark, men også gjennom *Villa Villekulla* i

---

<sup>51</sup> Hill, C. W. L. & Jones, G. R., 2004

temaparken Astrid Lindgrens verden i Vimmerby i Sverige og *Mummidalen* i temaparken Muminverden i Nådendal i Finland.

### *Myndighetenes politikk*

Det stilles strenge krav til attraksjonenes sikkerhet og dyrehold gjennom egne lover. TusenFryd er underlagt *Tivoliloven*, lov om godkjenning og drift av innretninger til bruk i tivoli og fornøyelsesparker, mens Kristiansand Dyrepark også må følge dyrevernloven og krav fra mattilsynet. Vi mener at dette ikke er tilstrekkelig for at det skapes inngangsbarrierer og det er dermed i prinsipp fri etableringsrett i bransjen.<sup>52</sup>

#### **4.4.2.6 Oppsummering bransjeanalyse**

Den interne rivaliseringen har i lengre tid vært stabil, men ut fra figur 12, kan det tyde på at det er en korrelasjon mellom TusenFryd og Liseberg og at de derfor ikke er gjensidig utelukkende. Produktdifferensieringen er uansett med på å dempe den interne rivalisering.

Vi kom frem til at leverandørenes forhandlingsmakt var liten og stabil ettersom antall leverandører av både varer og tjenester var mange og bransjen var i en posisjon hvor byttekostnadene var lave.

Kundenes forhandlingsmakt fant vi også ut var liten ettersom kundespekteret inneholdt mange små og varierte kunder. Selv om byttekostnadene for kundene var lave så har situasjonen vært stabil over lengre tid, og vi tror den vil være stabil i tiden fremover.

Vår vurdering av trusselen fra substitutter har vi gjort til moderat. Vi nevnte i innledningen at landets befolkning tjener mer og arbeider mindre enn hva de gjorde tidligere, og med bransjens kontinuerlige tilbudsutvidelse kan man se på denne trusselen som noe reduserende. Det kan i så måte forsvare et argument om at trusselen er under moderat.

I tillegg har de høye inngangsbarrierene, først og fremst gjennom finansiell kapital til å bygge opp den fysiske kapitalen, ført til en stabil konkurransesituasjon hvor trusselen fra nyetablerere i bransjen er lav.

---

<sup>52</sup> Regelhjelp.no, "Oppstart av dyreparker"

Vi konkluderer dermed med følgende konkurransesituasjon i bransjen:

Situasjonen i bransjen				
Trussel	Lav	Middels	Høy	Trend
Intern rivalisering		Ja		Stabil
Leverandører	Ja			Stabil
Kunder	Ja			Stabil
Substitutter		Ja		Synkende
Nyetableringer	Ja			Stabil

Tabell 4 – Bransjesituasjonen.

## 4.5 Vurdering av den finansielle risikoen<sup>53</sup>

### 4.5.1 Markedsrisiko

Det forventes ikke vesentlige endringer i konkurransesituasjonen i den nærmeste fremtiden. Bransjen har høye inngangsbarrierer og med selskapets langsiktige, strategiske planer for årene som kommer, kan man forvente en stabil drift med naturlige bransjemessige svingninger fra år til år.

### 4.5.2 Rente og valutarisiko

Selskapets langsiktige gjeld er i sin helhet flytende rente i utenlandsk valuta (euro). I så måte er selskapet noe eksponert mot endringer i rentenivå og valutakurs, men dette vil ikke påvirke driften i nevneverdig grad.

### 4.5.3 Kredittrisiko

Ettersom største delen av inntektene er basert på kontant- eller forhåndsbetaling har selskapet ingen vesentlig kredittrisiko knyttet til en enkelt motpart.

### 4.5.4 Likviditetsrisiko

Det fremgår av årsrapporten for 2010 at selskapets likviditetsmessige stilling er tilfredsstillende og at det ikke er besluttet å innføre tiltak som endrer likviditetsrisikoen.

---

<sup>53</sup> TusenFryd AS, årsrapport 2010



#### 4.6 Oppsummering strategisk analyse

SWOT-analyse er et effektivt verktøy som vi ønsker å benytte for å få en oppsummerende oversikt over indre og ytre styrker og svakheter i organisasjonen. De fire bokstavene "SWOT" representerer forbokstaven i de engelske ordene **S**trengths (styrker), **W**eaknesses (svakheter), **O**pportunities (muligheter) og **T**hreats (trusler).

Gjennom intern- og eksternanalysen har vi kommet frem til styrke og svakheter ved TusenFryd som organisasjon. Vi har sett nærmere på hvorvidt deres styrker er av varig art eller ikke, for å på den måten kunne danne et bilde av hvilken posisjon TusenFryd har i markedet. Gjennom den eksterne analysen har vi fått en bedre oversikt over hva som kjennertegner markedet som helhet, hva som er avgjørende for å lykkes for å utnytte de mulighetene som ligger i markedet. På den andre siden er det viktig å være klar over at det alltid vil finnes trusler i et marked. Det er avgjørende å få kartlagt disse for å kunne minimere risikoen.

Vi kan lage en oppsummerende figur som gir en pekepinn på hva vi har funnet i den strategiske analysen:

- Lav andel fremmedkapital.
- Kapitalsterk og langsiktig tenkende investor.
- Lokalisering.
- Inngangsbarrierer
- Utnyttelsen av arbeidsstokken.
- TusenFrydskolen og best på sikkerhet.
- Kjøpedyktig region.
- God tilgang på resurssterk ungdom for ansettelsesformål.
- Små trusler fra leverandørene.

## Styrker



- Skumme fløten-strategien kan være en svakhet dersom konkurrenter satser på innovasjon.
- Ikke gode nok på å se etter komplementære satsningsområder.
- Eier ikke tomten til parken.
- Konkurrentene har vært lengre i bransjen, og har naturlig opparbeidet seg mer unik relasjonskapital.
- Valutakurser og prisnivå. Generelt dyrt å feriere i Norge.

## Svakheter



- Investere ytterligere i parken. Kortere mellom hver superattraksjon.
- Komplimentere satsningen i større grad (overnatting, transport, konsert og eventer).
- Økt fokus på produktdifferensiering gjør at man kanskje ser verdi i å oppsøke to parker om innholdet blir mer forskjellig.
- Kjøpe opp tomten.
- Bedre infrastruktur og utvikling øker kapasiteten.
- Differensiere prisene for økt effektivitet.

## Muligheter



- Andres innovasjonsevne. (Substitutter).
- Sikkerheten, en ulykke kan ødelegge mye.
- Kapitalkrevende stadig å utvikle parken.
- Endringer i ansettelsesforholdene.
- Endrede rammebetingelser for bransjen. (mva. etc.)
- Globaliseringen. Nordmenn har både råd og vilje til å dra utenlands, mens situasjonen er motsatt i enkelte deler av Europa.

## Trusler

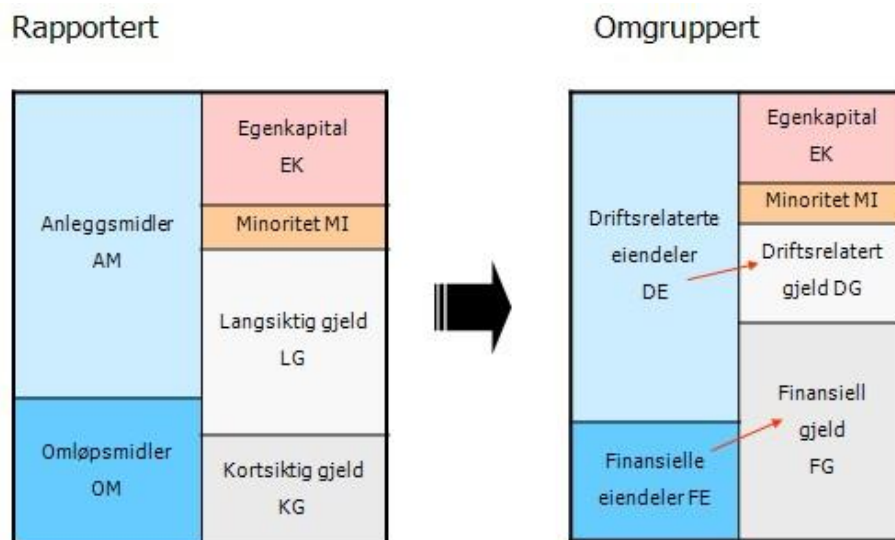


## 5 Justering av regnskapstall

### 5.1 Omgruppering av balansen

Balansen som vi finner i årsregnskapene er kreditorienterte med fokus på likviditeten til eiendeler og gjeldens forfallstid. Dette er en oppstilling som egner seg bedre for risikoanalyse enn investororientert analyse. For bedre å kunne analysere driftens verdiskaping er det derfor nødvendig å omgruppere disse balansetallene.

Til vår investororienterte analyse er det hensiktsmessig å skille mellom finansielle- og driftsrelaterte poster, både for å beregne driftens avkastning som vi trenger til fastsettelsen av syntetisk rating og for å finne netto finansiell gjeld som vi vil trekke fra verdien av de neddiskonterte kontantstrømmene når vi senere skal finne verdien av TusenFryd AS sin egenkapital. Fokuset med omgrupperingen vil med andre ord være å skille ut netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld, jamfør figur 13:



Figur 13 - Omgruppering av balansen.<sup>54</sup>

Med driftsrelaterte eiendeler menes eiendeler som kan knyttes direkte til selskapets drift, mens de finansielle eiendelene er de resterende eiendelene som da ikke kan tilknyttes driften. Den driftsrelaterte gjelden er rentefri gjeld, eller hvor rentekostnaden er tillagt varens- eller tjenestens pris implisitt. På den andre siden kan finansiell gjeld sies å være gjeld som bærer en rentekostnad. Det er ikke alltid like lett å skille de finansielle- og de

<sup>54</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 1

driftsrelaterte postene fra hverandre, og derfor vil vi gjøre en enkeltvurdering av postene i TusenFryds rapporterte balanse.<sup>55</sup>

Før vi starter på selve omgrupperingen av TusenFryds balanse vil vi ta for oss deres operasjonelle leasingforpliktelser. Leasing av et driftsmiddel kan være både operasjonelt og finansielt, og dette vil påvirke hvordan det skal behandles i regnskapet. Operasjonell leasing behandles som en vanlig driftskostnad, mens finansiell leasing går over mesteparten av objektets levetid og nåverdien av leien tilsvarer omtrent objektets markedsverdi. Regnskapsmessig skal finansiell leasing balanseføres som eiendel for leietaker og avskrives over leasingperioden. For TusenFryd er behandling av leasing aktuelt gjennom leie av tomt og en enkelt attraksjon. Leieavtalen for tomten løper til 1. september 2015, med rett til videre fornyelser på ti år av gangen. Leieavtalen for tomten ble inngått i 2010 og har en gyldighet til 31. desember 2015. Begge leieavtalene blir i dag klassifisert som en driftskostnad og vi velger å følge anbefalingen til Kinserdal om å ikke justere klassifiseringen, men å følge regnskapet ved verdsettelse.<sup>56</sup>

### **5.1.1 Eiendeler**

#### ***Immaterielle eiendeler***

Immaterielle eiendeler, som for eksempel forskning og utvikling, goodwill, patenter og konsesjoner, er oftest relatert til drift, men de kan også være finansielle eller egen post for eiendeler som skal selges. For TusenFryd AS er de immaterielle eiendelene i sin helhet knyttet til utsatt skattefordel. Vi har valgt å benytte Kinserdal sin metode for behandlingen av utsatt skattefordel. Vi behandler her fordelen separat og tillegger dens verdi direkte til totalkapitalen i verdsettelsen i kapittel 10.<sup>57</sup>

#### ***Varige driftsmidler***

Som utgangspunkt er varige driftsmidler driftsrelaterte, men dersom noen av eiendelene kan selges uten å påvirke driften så er disse finansielle eller egen post for salgbare eiendeler. For TusenFryd AS er de varige driftsmidlene hovedsakelig attraksjoner, grunnlagsinvesteringer og bygninger og de varige driftsmidlene er i sin helhet driftrelaterte eiendeler.

---

<sup>55</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 2

<sup>56</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 3b

<sup>57</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 8b

### **Finansielle anleggsmidler**

De finansielle anleggsmidlene kan også være både finansielle- og driftsrelaterte eiendeler. Investeringer i tilknyttede selskaper er oftest driftsrelatert, men er vanskelige å behandle som driftsrelatert og skal for enkelhets skyld behandles som finansielle eiendeler. For TusenFryd AS skal pensjonsmidlene behandles som finansiell eiendel ettersom dette er en pengeplassering på vegne av de ansatte for opptjent pensjon gjennom tidligere års arbeidsinnsats, og avkastningen er derfor ikke tilknyttet driften. Andre aksjer behandles også som en finansiell eiendel da vi vurderer disse til å være langsiktige investeringer i henholdsvis datterselskapet Norgesparken AS og VisitOSLO AS.

### **Varebeholdning**

Varebeholdningen benyttes utelukkende i driftsaktiviteter og klassifiseres derfor i sin helhet som driftsrelaterte eiendeler.

### **Fordringer**

Fordringer er vanligvis tilknyttet driftsaktiviteter gjennom for eksempel kundefordringer, men dersom det er snakk om utlån så vil fordringene være finansielle. For TusenFryd AS har vi valgt å klassifisere fordringene i sin helhet som driftsrelaterte eiendeler. Posten *fordringer og forskuddsbetalte kostnader* kan være utlån, men dette fremgår ikke av noten og ettersom posten utgjør under to prosent av totale eiendeler ser vi det lite hensiktsmessig å skille ut disse som finansielle.

### **Kasse, bank**

Dette er en balansepost som er vanskelig å klassifisere som en finansiell- eller driftsrelatert eiendel ettersom likvider alltid vil være en blanding av både finansielle- og driftsrelaterte eiendeler. Man vil alltid ha behov for en viss mengde likvider til å drifte virksomheten. Likvider som er knyttet til drift skal kunne dekke svingningene i arbeidskapitalen gjennom året, mens overskuddslikviditeten vil være finansiell. Vi har valgt å forholde oss til Kinserdal sin anbefaling som sier at ti prosent av summen av varebeholdning og kundefordringer ansees som tilstrekkelig beholdning av kontanter. Den resterende overflødige kontantbeholdning blir således klassifisert som en finansiell eiendel.

## 5.1.2 Egenkapital og gjeld

### *Egenkapital*

Av figur 13 fremgår det at egenkapital skal holdes utenfor og behandles separat.

### *Pensjonsforpliktelser*

I likhet med pensjonsmidlene under finansielle anleggsmidler er dette et resultat av tidligere års pensjonsopptjening og klassifiseres derfor som finansiell gjeld.

### *Annen langsiktig gjeld*

Det er ingen informasjon i årsregnskapet til TusenFryd AS som skulle tilsa at dette ikke er rentebærende gjeld, og vi klassifiserer derfor posten som finansiell gjeld.

### *Kortsiktig gjeld*

Mesteparten av den kortsiktige gjelden er vanligvis tilknyttet driften og ikke rentebærende. For TusenFryd AS er dette leverandørgjeld, betalbar skatt, skyldige offentlig avgifter og deler av annen kortsiktig gjeld. Da det gjelder den sistnevnte så er store deler kortsiktig gjeld til morselskapet som vi har valgt å klassifisere som finansiell gjeld. Grunnen til dette er at det står utenfor det vi skal verdivurdere samtidig som det bærer en markedsrente. Gjeld til kredittinstitusjoner er også rentebærende og klassifiseres som finansiell gjeld.<sup>58</sup>

## 5.1.3 Oppsummert omgruppering

Vi får følgende omgruppert balanse;

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Eiendeler</b>					
Driftsrelaterte eiendeler	232 585	240 368	235 524	218 080	201 366
Finansielle eiendeler	36 413	2 318	2 971	8 466	2 307
Utsatt skattefordel	6 448	5 387	2 196	1 435	1 451
<b>Sum eiendeler</b>	<b>275 445</b>	<b>248 073</b>	<b>240 690</b>	<b>227 981</b>	<b>205 123</b>
<b>Egenkapital og gjeld</b>					
Egenkapital	130 030	132 685	140 740	142 538	142 374
Driftsrelatert gjeld	22 813	16 410	23 241	28 141	32 284
Finansiell gjeld	122 604	98 980	76 709	57 302	30 465
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>275 447</b>	<b>248 075</b>	<b>240 690</b>	<b>227 981</b>	<b>205 123</b>
<b>Netto driftskapital</b>	<b>209 772</b>	<b>223 958</b>	<b>212 283</b>	<b>189 939</b>	<b>169 082</b>
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>86 192</b>	<b>96 662</b>	<b>73 739</b>	<b>48 836</b>	<b>28 159</b>

Tabell 5 – Omgruppert balanse.<sup>59</sup>

<sup>58</sup> Kinsersdal, F., 2011

<sup>59</sup> Differanser mellom sum eiendeler og sum egenkapital og gjeld skyldes desimaler som ikke fremgår i tilgjengelig resultatregnskap

## 5.2 Normalisering av regnskapet

Vi har valgt å skille ut unormale poster fra regnskapet for å få en riktig forståelse av de underliggende økonomiske faktorer knyttet til TusenFryd. Man legger fortiden til grunn ved vurdering av fremtiden og derfor er man bare interessert i hva som *normalt* har skjedd. Enkeltransaksjoner eller –hendelser er lite relevante i den fundamentale verdsettelsen. Man ønsker å legge en mest mulig normalisert driftsbeskrivelse til grunn ved utarbeidelse av fremtidig verdivurdering. I teorien er det nærmest et ubegrenset antall justeringer som kan gjøres og Stern Stewart, oppfinneren av EVA-modellen, gjorde over 400 EBITDA-justeringer. I praksis justeres det vanligvis bare for åtte til ti forhold. I tillegg er TusenFryd et lite selskap, relativt sett, slik at det blir færre nødvendige endringer.<sup>60</sup>

Det er samtidig viktig å huske at investorer ønsker å finne trender slik at man ikke trekker ut for mange observasjoner og ender opp med et tallmateriale som er kunstig jevnt. Av den grunn hevder enkelte at justeringer er lite meningsfylt ettersom man sannsynligvis tilfører regnskapet enda mer "støy". Man kan også hevde at eventuelle målefeil utjevner hverandre slik at justeringer blir overflødig. Med utgangspunkt i dette hevder enkelte at justeringskostnaden er større enn nytten den gir, og det er dette som omtales som "*ingen justering synet*". Vi har derimot valgt å foreta enkelte justeringer der hvor vi mener det er mest hensiktsmessig.<sup>61</sup>

### 5.2.1 Engangshendelser

Damodaran (2002, s.42) hevder man burde justere for engangshendelser som for eksempel restruktureringskostnader, ekstraordinære hendelser som tap eller gevinster på finansielle poster, tap assosiert med avhendet drift, og tap eller gevinster på grunn av endrede regnskapsprinsipper.

Her har vi valgt å trekke ut salgsinntektene fra salget av attraksjonen RollOver i 2008 ettersom vi ser på dette som en engangshendelse sammenlignet med øvrige år.

I tillegg så opplever ethvert selskap et behov for fornyelse eller omstrukturering. Dette kan være både administrativt eller operasjonelt gjennom for eksempel modernisering av opplæringsystem eller varetilbud til kunden. Av den grunn burde regnskapet over tid

---

<sup>60</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 4a

<sup>61</sup> Knivsflå, K. H., 2004

inneholde en restruktureringspost. I tilfeller hvor det ikke eksisterer noen restruktureringspost er det derfor hensiktsmessig å trekke fra en restruktureringskostnad i EBITDA-regnskapet. Hvor stort fratrekke skal være blir en skjønnsmessig vurdering foretatt av analytiker, men den burde være av en slik grad at den er representativ for selskapet. I situasjonen til TusenFryd har vi valgt en årlig restruktureringskostnad på kroner 750 000. Vi mener denne summen er representativ for de kostnader som TusenFryd vil måtte bruke på å effektivisere sin drift fra tid til annen og til å være forberedt på nødvendige fremtidige utfordringer.

### 5.2.2 Bonus til daglig leder

Daglig leder i TusenFryd AS har en resultatbasert bonusordning. Dette er ikke en unormal post for aksjeselskaper, men vi har vurdert posten til å svinge ukorrelert med driftsinntekter eller årsresultat. Av den grunn har vi valgt å benytte gjennomsnittet av de senere årenes bonusutbetalinger som normalt, og derfor endret posten lønn/sosiale kostnader i resultatregnskapet med differansen av det normale og realiserte.

Lønnsbonus		197	148	437	228	193
"Normalisert" lønnsbonus		285	285	285	285	285
Differanse		88	137	-152	58	93

**Tabell 6 – Normalisert bonus til daglig leder.**

Man kan også argumentere for at det er farlig å regne bonusutbetalinger som en normalitet. Både på grunn av at bonusaspektet vil bortfalle ved stabilt gode resultater ettersom det da vil bli sett på som konstant lønn og fordi bonusen ikke vil bli utbetalt i dårlige tider. Vi har vurdert disse argumentene, men har med utgangspunkt i historiske resultater fra 2004 til 2011 hvor årsoverskuddet har variert fra MNOK 16,4 til MNOK 35,3 ansett en bonusutbetaling som normalt.

### 5.2.3 Pensjonskostnader

Her har vi trukket ut finansielle elementer som rentekostnad av pensjonsforpliktelsen og avkastning på pensjonsmidler og engangshendelser i forbindelse med nedbemanning som resultatførte estimatendringer og planendringer.<sup>62</sup>

<sup>62</sup> Kinserdal, F., 2011, forelesning 6



Rentekostnad av pensjonsforpliktelsen		-503	-524	-345	-285	-346
Avkastning på pensjonsmidler		421	437	391	315	353
Resultatførte estimatendringer		-242	-269	-58	-267	-202
Resultatførte planendringer		0	0	0	-49	9
Differanse		-324	-356	-12	-286	-186

Tabell 7 – Normaliserte pensjonskostnader.

#### 5.2.4 Avsetningsposter

Når man analyserer historiske regnskapstall så burde man alltid være på utkikk etter avsetningsposter som kan brukes til regnskapsmanipulasjon. I TusenFryd sitt tilfelle er det ikke snakk om mange eller større avsetningsposter og vi har derfor valgt å ikke justere for avsetninger da vi ikke har funnet antydninger til regnskapsmanipulasjon.<sup>63</sup>

#### 5.2.5 Oppsummert normalisering

Resultatet av justeringene gir normalisert historisk EBTIDA for TusenFryd AS. Disse verdiene vil være utgangspunktet når vi senere skal prognostisere og fremskrive.

Normalisert resultatregnskap (NOK 1000)							
	Note	2007	2008	2009	2010	2011	
<b>Inntekter</b>							
Driftsinntekter*		170 470	157 504	168 304	167 365	156 461	
+ Andre inntekter		-	-	4 103	556	697	
= Normaliserte inntekter		170 470	157 861	172 407	167 921	157 158	
- Varekostnader		22 844	19 623	18 835	16 763	16 971	
- Lønn/sos. Kostnader**	11	49 688	40 450	45 758	44 353	44 150	
- Andre driftskostnader	11	40 347	36 427	30 456	29 628	37 727	
- Restruktureringer		750	750	750	750	750	
= Normalisert EBITDA		56 841	60 611	76 608	76 428	57 561	

Tabell 8 – Normalisert historisk EBITDA.

## 6 Lønnsomhets- og vekstanalyse

### 6.1 Rammeverk for analyse av lønnsomheten

Det vil være naturlig å analysere utviklingen i inntekter, kostnader og EBITDA for å avdekke trenden for TusenFryd, både isolert og sammenlignet med andre. Dette vil gjøre oss bedre i stand til å prognostisere fremtiden. I tillegg til å fokusere på tallene for hvert enkelt år er det viktig å se på trenden, det vil si endringen i nøkkeltallene over tid.

<sup>63</sup> Koller et al., 2005, s. 209

## 6.2 Inntekter

TusenFryds inntekter er todelt i form av billettinntekter og inntekter fra all annen virksomhet i parken. Jamfør figur 2 fra kapittel 2, ser vi tydelig at det er en del svingninger i driftsinntektene. Som diskutert i den strategiske analysen er det en del makrofaktorer som denne bransjen står ovenfor som påvirker antall besøkende i parken. Disse faktorene blir likevel små i forhold til det faktum at det er i de årene som TusenFryd har lansert nye store attraksjoner, som ThunderCoaster i 2001 og SpeedMonster i 2006, parken har opplevd høyest økning i antall besøkende fra et år til et annet, og med det følger en oppsving i omsetningen.

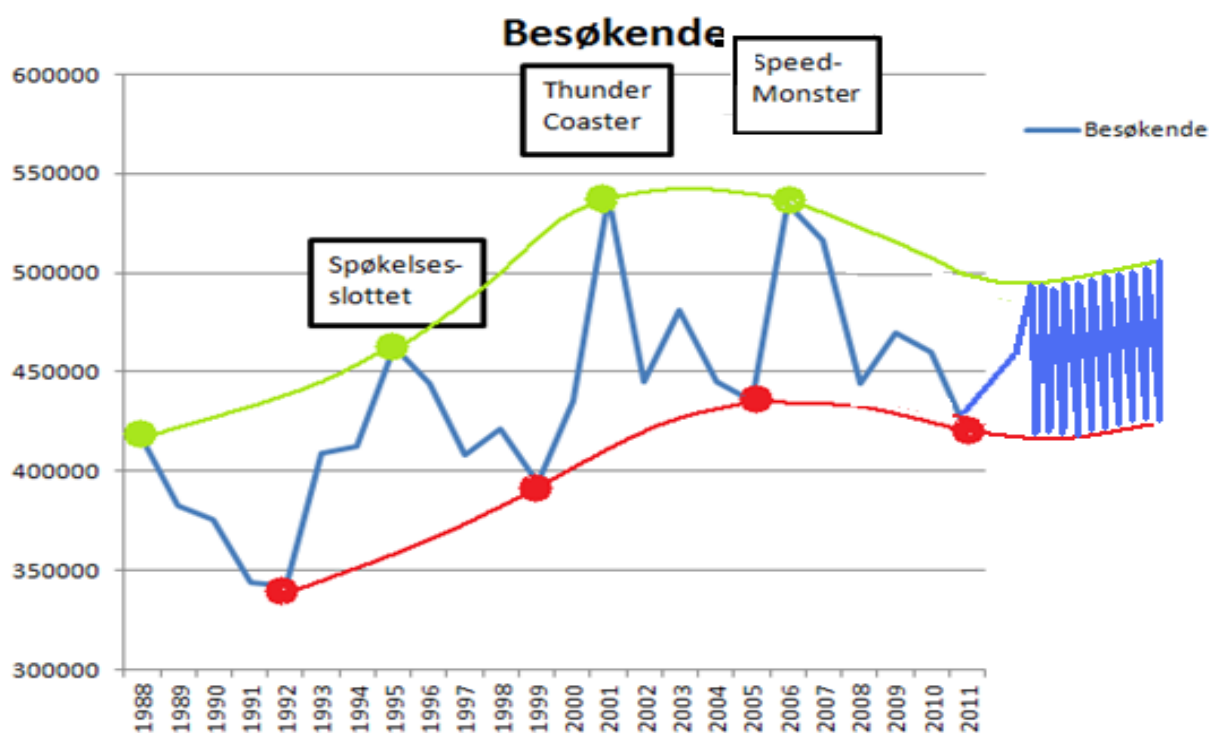
Selv om utviklingen i antall besøkende varierer med tilstrømningen av attraktive attraksjoner, ser vi at utviklingen i omsetningen har opplevd en stabil vekst i hele perioden fra 1988 frem til i dag. Men en litt treg start, en sterk midtfase før det kan se ut til at veksten er i ferd med å flate ut litt i de siste årene. Denne utviklingen er naturlig sammenlignet med det vi kjenner som produktets livssyklus, hvor en lengre introduksjonsfase ofte etterfølges av stabil vekst, før produktet når en modningsfase før eller siden.

Det er også naturlig å poengtere at denne bransjen er preget av store investeringer knyttet til stadig å utvikle parken, slik at den til enhver tid fremstår som attraktiv for de besøkende. Det virker som TusenFryd har en strategi om å oppgradere parken med "superattraksjoner" hvert andre eller tredje år. Noe utviklingen i antall besøkende bevitner.

For å forstå inntektsutviklingen og på den måten ha en plattform for å predikere fremtiden, må vi forstå hva som driver inntektskomponentene. Som påpekt i den strategiske analysen følger besøkstallet, og da også billettinntektene, to- til treårige sykluser hvor inntektene svinger med når nye store attraksjoner blir introdusert. Videre må vi være i stand til å se på hvordan konjunktoren i økonomien er som helhet, og om det ligger noen bransjespesifikke drivere som spiller inn i positiv eller negativ forstand i enkelte år.

Inntekter som stammer fra all annen aktivitet i parken korrelerer i sterk grad med antall besøkende. Med dette menes at dersom parkens besøkstall er godt, så gjenspeiles dette av at antall spisegjester på restaurantene, inntjeningen fra underholdningsspill og andre inntektskilder også er godt.

For å være i best mulig stand til å predikere fremtiden, kan det være lurt å legge besøkstallet i bunn. Jamfør figur 14 ser vi at TusenFryd er en bedrift som tydelig er inne i modningsfasen av sin livssyklus. Det er derfor helt avgjørende for TusenFryd å evne og fornye seg for å levere gode inntekter også i fremtiden. På tross av en nedadgående trend i besøkstallet har parken levert gode resultater i hele perioden. Nedgangen i overskuddet etter 2010 kunne man tro skyldtes nedgangen i inntektene som følge av sviktende antall besøkende. Men siden TusenFryd har bedret sin evne til å levere høyere resultat per omsatte krone, så må heller nedgangen i resultatet tilskrives innføringen av merverdiavgift på billettene. Fra et makroøkonomisk perspektiv blir slike avgifter ofte direkte påført kundene, noe som førte med seg en naturlig økning i prisene i 2010.



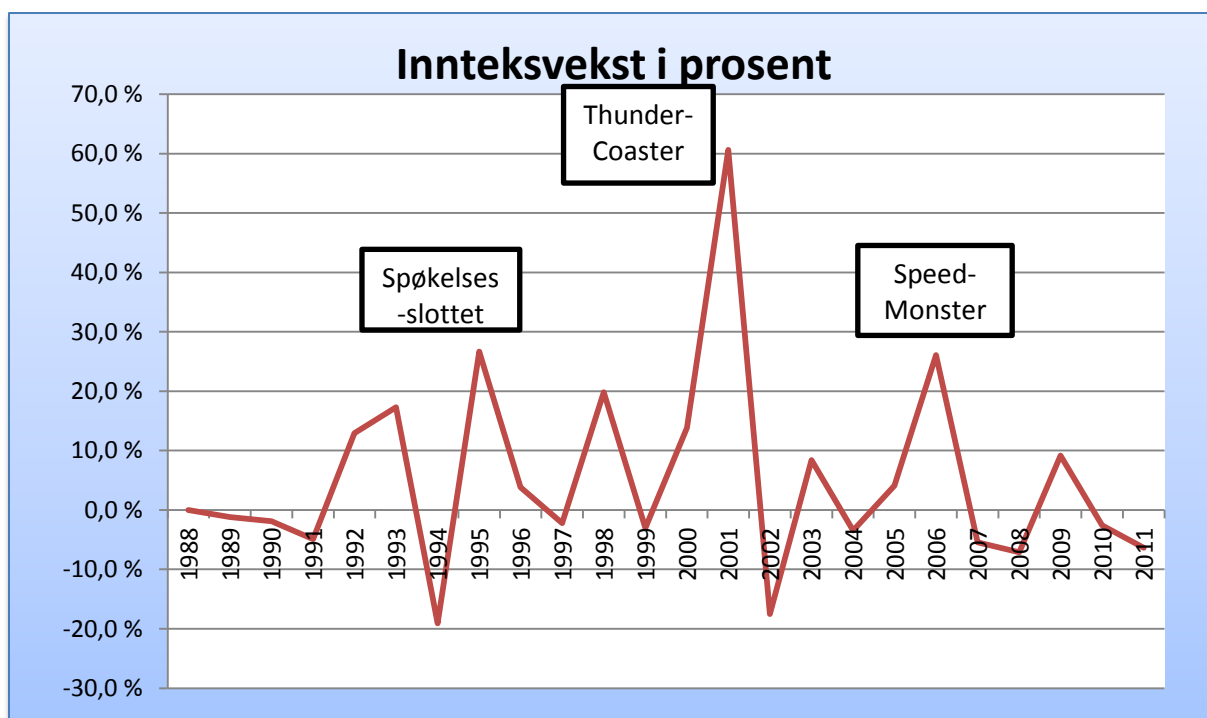
Figur 14 - Besøksutviklingen fra 1988 og frem til i dag.

Om vi tar for oss figur 14 ser vi at den øverste linjen i figuren indikerer utviklingen mellom toppårene i syklusen, mens den nederste indikerer utviklingen i bunnårene. Mens det i startfasen var lengre mellom hver nye "superattraksjon" har det vært en jevnlig attraksjonsutvikling siden årtusenskiftet, med de markerte ThunderCoaster og SpeedMonster som de to største. Jamfør forutsetningene i bransjen med henhold på krevende inngangsbarrierer er det naturlig å anta at selv om TusenFryd er i modningsfasen så har selskapet forutsetninger til å ha høye besøkstall også i fremtiden.

Figuren forteller at toppen var mellom 2001 og 2006, med disse to som rekordår trolig er de beste besøkstallene som TusenFryd får oppleve. Det at stadig flere reiser utenlands, at infrastrukturen knytter oss lettere til flere parker verden over gjør at vi må forvente at den negative trenden som er i gang vil vedvare de nærmeste årene.

På motsatt side kan det argumenteres for at siden TusenFryd er i den unike markedsposisjonen som de er, med tanke på at de ikke har begrenset konkurranse i umiddelbar nærhet, gjør sitt til at parken vil være levedyktig i mange år fremover. Parken har Liseberg som eneste reelle konkurrent, og det er kun kundemassen fra riksgrensen og sørover i Sverige som geografisk sett vil foretrekke Liseberg fremfor TusenFryd. Men for denne målgruppen vil også nasjonale preferanser spille så mye inn at majoriteten av disse ville valgt å besøke park i eget land fremfor nabolandet. På bakgrunn av dette har vi funnet det naturlig å bremse opp den negative utviklingen i besøkstallet og regner derfor med at besøkstallet vil stabilisere seg rundt 450 000, dog med en svak negativ trend.

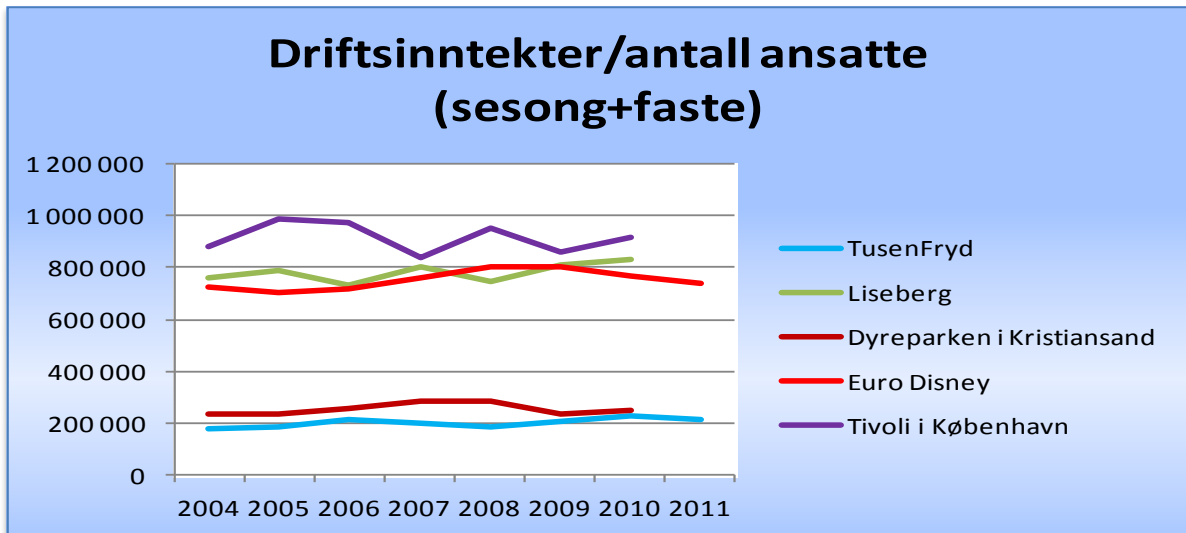
Med utgangspunkt i figur 15 hvor vi har beregnet den prosentvise årlige endringen i inntektene, kan vi argumentere for at den negative utviklingen ikke er behøver å være nevneverdig dramatisk. Jamfør tallmaterialet er det ved hjelp av figuren lett å se en trend om at inntektene årlig svinger mindre i starten og i slutten av parkens levetid. På den ene siden er det helt naturlig at svingningene er små helt i startfasen som følge av at parken måtte få etablert seg ordentlig før veksten tok til. Når først vekstfasen satte i gang så fløt parken på en "rosa sky" hvilket gjorde sitt til at parken leverte gode besøkstall, og det var gitt at en innføring av en ny attraksjon ville føre til en besøksvekst. Siden årtusensskifte har derimot utviklingen i inntektene variert med mellom pluss/minus 10 prosent jamfør siste år, bortsett fra året hvor SpeedMonster ble introdusert i 2006.



Figur 15 - Inntektsvekst i prosent.

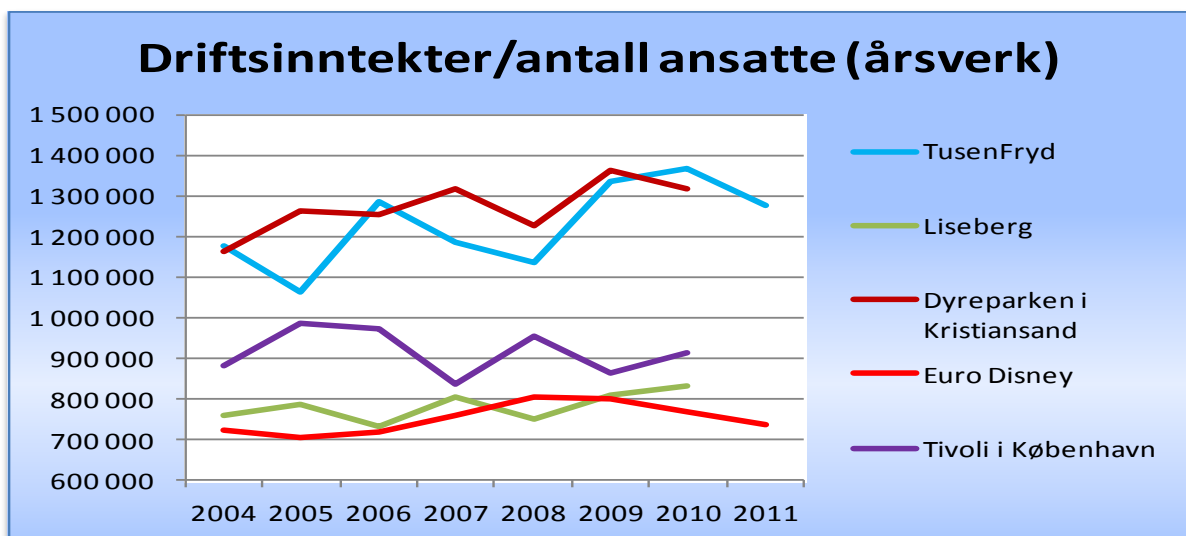
Når vi videre skal vurdere TusenFryds lønnsomhetstall vil vi gjøre dette på tilsvarende måte som i kapittel 4.3 hvor vi sammenlignet TusenFryd sine nøkkeltall med Euro Disney, Kristiansand Dyrepark, Liseberg og Tivoli i København. Det å posisjonere selskapet i forhold til andre foretak i samme bransje er en viktig komponent når vurderingen skal foretas. Gjennom noen fordypende bransjesammenligninger vil vi være i bedre stand til å forstå om TusenFryd evner å utnytte sine muligheter bedre eller dårligere enn andre, og på den måte undersøke om selskapet innehar konkurransefortrinn eller ei.

Driftsinntekter per ansatt (figur 16) er et viktig forhold som ser på foretakets omsetning i forhold til antall ansatte. Dette forholdet er mest nyttig ved sammenligning med andre foretak i samme bransje. Idealet er å oppnå en høyest mulig inntekt per ansatt for å kunne skilte med høyere produktivitet innad i bedriften enn konkurrentene.



Figur 16 – Driftsinntekter per ansatt (faste+sesong).

Når vi ser på den senere tids utvikling ser vi at TusenFryd har utviklet seg i positiv retning i forhold til Dyreparken i Kristiansand, men at de ligger et stykke etter Liseberg, Euro Disney og Tivoli i København. Disse tallene kan uansett ikke sies å være representative ettersom flere usikkerhetsmomenter spiller inn. Ettersom det er ulikt antall åpningsdager i de forskjellige parkene vil de parkene med flest åpningsdager også få høyest driftsinntekt per ansatt. Denne feilen kan utjevnes ved å se på antall årsverk. Problemet her er datatilgjengelighet. Vi har bare antall årsverk for de norske selskapene, men dette vil trolig uansett gi et riktigere bilde ettersom de tre øvrige parkene har åpent flere dager i året enn de norske, og i tillegg har mange evenementer gjennom året. Vi får da følgende figur:

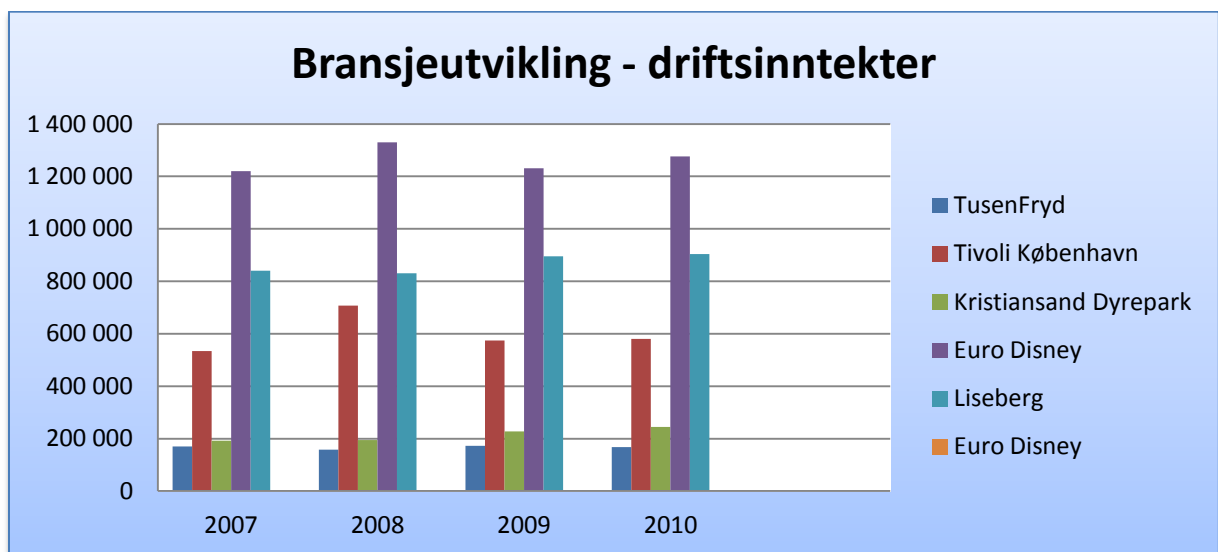


Figur 17 – Driftsinntekter per ansatt hvor de norske parkene er representert med antall årsverk.

Vi ser nå at de norske parkene kommer bedre ut sett i forhold til de andre i bransjen. Det er uansett vanskelig å trekke noen konklusjoner ettersom usikkerheten er stor, men vi tror figur 17 er nærmere fasiten enn figur 16 og trolig skiller det ikke mye mellom parkene.

Et annet usikkerhetsmoment er valutakursen som varierer over tid slik at de gjennomsnittelige årlige kursverdiene (som vi har benyttet) ikke representerer hva den daglige kursen var hvor inntekten tilfalt parken i de respektive årene.

### 6.2.1 Bransjeutvikling - inntekter



Figur 18 – Bransjeutvikling – driftsinntekter i egen valuta.

Jamfør figuren ser vi at TusenFryd er en liten aktør i forhold til de vi har sammenlignet med i bransjen. Mens Euro Disney skiller seg ut som den klart største med en omsetning over 1,2 milliarder euro, så har vi Kristiansand Dyrepark og TusenFryd som de to minste. Det som er verdt å legge merke til er at antagelsen vår fra eksternanalysen ser ut til å bli styrket når vi ser på den bransjespesifikke utviklingen. Vi ser det er en trend at de to mest sydlige parkene korrelerer mer med hverandre med tanke på utviklingen i driftsinntekter enn de øvrige. Når de sydlige parkene opplever inntektsvekst så fører det til en nedgang på de to nordligste parkene (TusenFryd og Liseberg). Kristiansand Dyrepark skiller seg litt mer ut som den eneste parken som har opplevd stabil vekst. Dette bygger oppunder antagelsen om at dersom det er en generell nedgangskonjunktur, så viser det seg at nordmenn og svensker forsetter å bruke penger i parkene, men i større grad bidrar til vekst hjemme istedenfor å reise syddover å legge igjen pengene sine i de øvrige europeiske parkene.

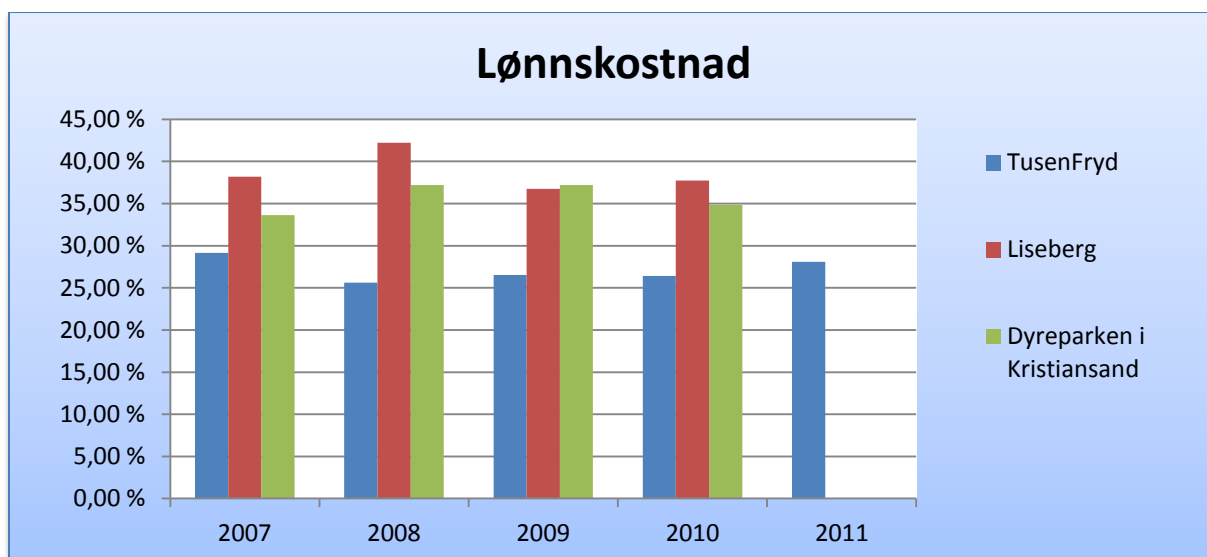
### 6.3 Kostnader

TusenFryds kostnader kan deles inn i varekostnader, personalkostnader, avskrivninger og andre driftskostnader. I dette delkapittelet vil vi beregne de ulike kostnadspostene i prosent av driftsinntekten for de senere årene for å se nærmere på om det finnes noen trend i kostnadene. I likhet med inntektskomponentene er det viktig å forstå hva som driver de ulike kostnadskomponentene. Ofte vil de fleste poster i regnskapet være direkte knyttet til omsetningen, og en naturlig driver for kostnadene vil derfor være sum inntekter.<sup>64</sup>

Hvis vi først tar for oss hver av kostnadspostene isolert sett, ser vi at personalkostnadene har vært stabilt litt i underkant av en tredjedel av de totale inntektene, noe som tyder på at personalkostnadene har vært godt justert ut i fra behov. Det er en tendens til at de resultatmessige toppårene kommer som et resultat av investeringer i år(ene) i forveien. Dette skyldes investeringskostnaden til de nye attraksjonene som er høyest første året "superattraksjonen" innføres på samme måte som personalet blir mer produktive etter innkjøringsperioden, noe som gjør sitt til at de samme attraksjonene ikke krever like mange ansatte for å gjøre samme jobben.

#### 6.3.1 Lønnskostnad

Bransjens største kostnadspost er lønnskostnaden. Figur 19 illustrer lønnskostnadens utvikling for de aktuelle selskapene fra 2007.



Figur 19 – Lønnskostnad i prosent av omsetning.

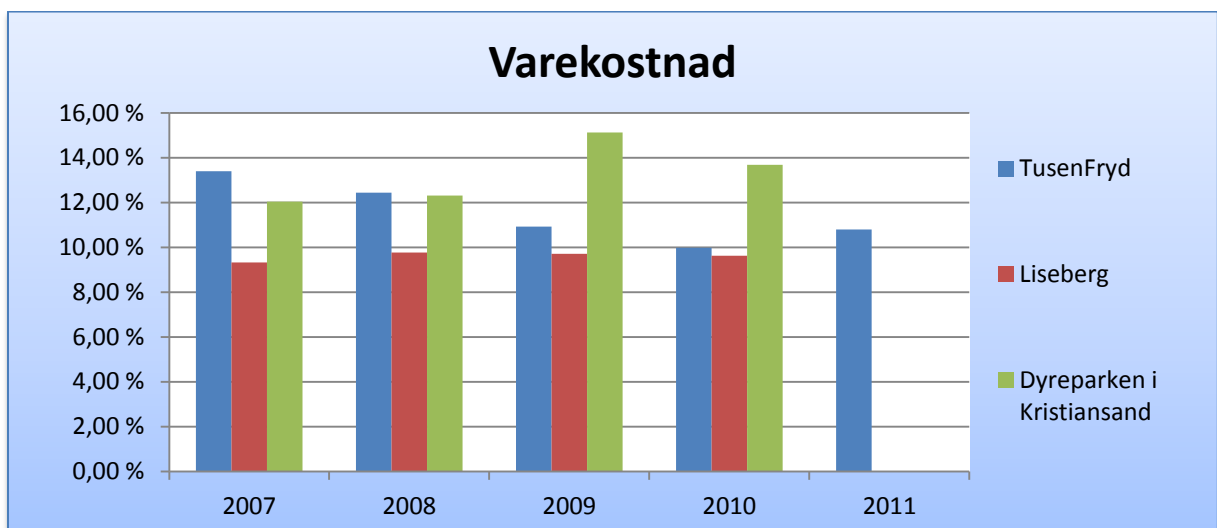
<sup>64</sup> Koller et al., 2005, s.240



Av diagrammet ser vi at TusenFryd kommer godt ut i forhold sine konkurrenter på denne kostnadsposten. TusenFryd har i perioden 2007-11 ligget stabilt mellom 25-30 prosent av omsetningen, mens konkurrentene har ligget +/- 35 prosent av omsetningen i tilsvarende periode. Dette bekrefter også det vi nevnte i kostnadsanalysen i starten av kapittelet om at TusenFryd har klart å etablere et godt sysselsettingssystem som gir lavere lønnskostnader i forhold til omsetningen enn konkurrentene.

### 6.3.2 Varekostnad

Varekostnad er en kostnad som ikke utgjør mer enn 10-15 prosent for bransjen generelt sett. Vi ser av figur 20 at Dyreparken i Kristiansand skiller seg noe ut i negativ forstand i 2009 og 2010, men totaleffekten er så marginal at det ikke nødvendigvis betyr stort.

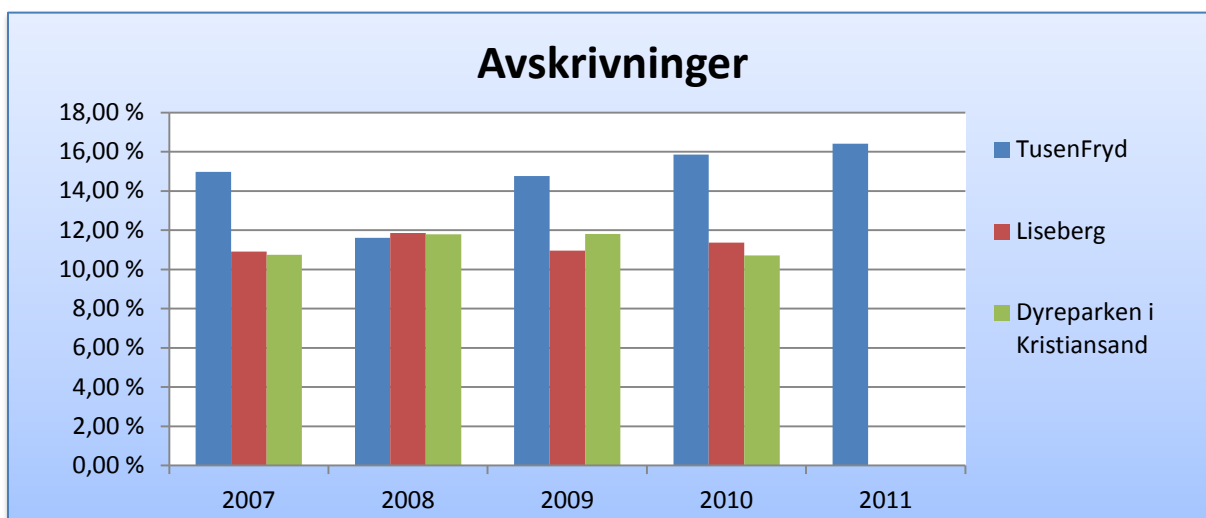


Figur 20 – Varekostnad i prosent av omsetningen.

Vi ser også at TusenFryd sin varekostnad i prosent av omsetningen falt fra ca. 13 prosent i 2007 til under 10 prosent i 2010, men at den har gått noe opp igjen i 2011. Dette skyldes at TusenFryd klarte å redusere varekostnaden i perioden 2007-2010, og når de i 2011 beholdt den samme varekostnaden som i 2010, men reduserte omsetningen så økte varekostnadsandelen igjen i 2011. Det kan også se ut til at TusenFryd har klart å tette et fortrinn Liseberg hadde på dette området i 2007.

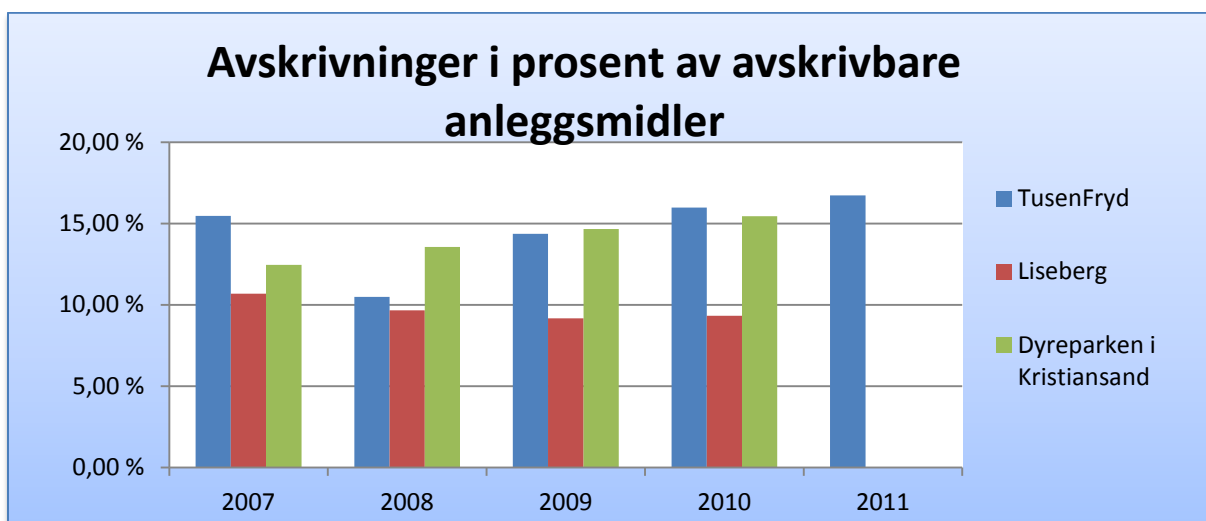
### 6.3.3 Avskrivninger

Vi ser av diagrammet at TusenFryd, med unntak av i år 2008, har en større avskrivningsprosent sett i forhold til omsetningen enn hva konkurrentene har.



Figur 21 – Avskrivninger i prosent av omsetningen.

Hva dette skyldes har vi valgt å undersøke nærmere ved å se på den gjennomsnittelige avskrivningssatsen for de tre selskapene. Dette har vi gjort enkelt ved å dividere avskrivningene på de avskrivbare anleggsmidlene. Resultatet er vist i figur 22:



Figur 22 – Avskrivninger i prosent av avskrivbare anleggsmidler.

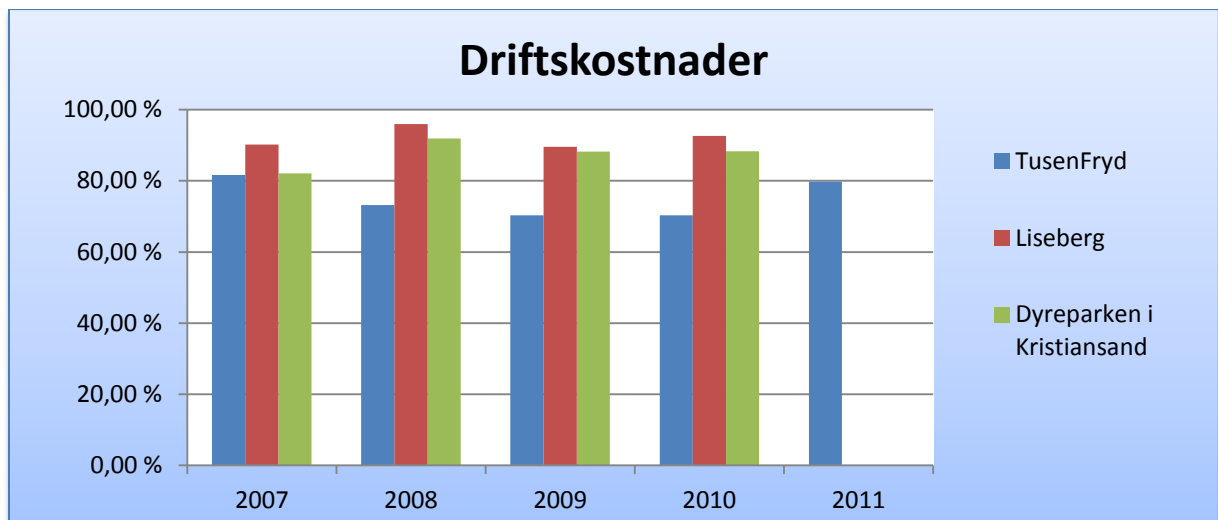
Dette diagrammet gir et bedre vurderingsgrunnlag. Vi ser at TusenFryd gjennomsnittelig benytter en høyere avskrivningssats enn Liseberg, hvilket forklarer forskjellen vi så i figur 21. Bedriftsøkonomisk er det riktigst å benytte den maksimalt lovlige avskrivningssatsen for å få en redusert skattekostnad så lenge man har et skattbart resultat.<sup>65</sup>

<sup>65</sup> Bredesen, I., "Investeringer og skatt"

Vi ser derimot at Dyreparken i Kristiansand bruker omtrent tilsvarende avskrivningssatser som TusenFryd, og med en høyere omsetning enn TusenFryd forklarer dette avviket vi så mellom TusenFryd og Dyreparken i Kristiansand i figur 21.

#### 6.3.4 Totale driftskostnader

Legger vi til de øvrige driftskostnadene får vi følgende oversikt over driftskostnadene i prosent av driftsinntektene:



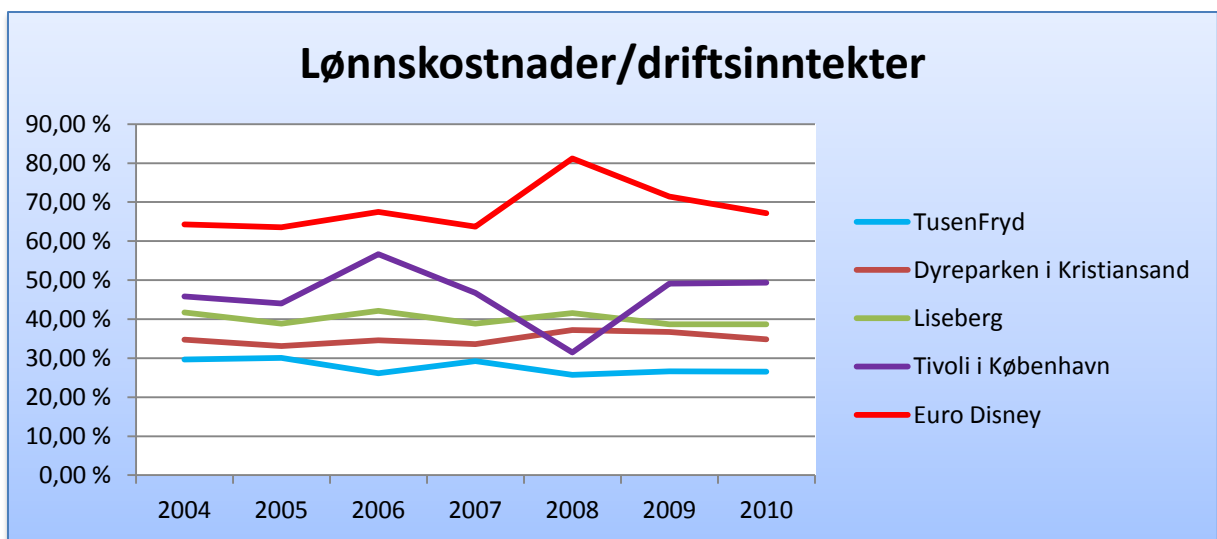
Figur 23 – Driftskostnader i prosent av omsetningen.

Vi ser at TusenFryd har utviklet seg positivt i forhold til konkurrentene og etter sterke år i perioden 2008-2010 nå er tilbake til å ha 80 prosent driftskostnader i forhold til driftsinntekter hvilket de også hadde i 2007. I den samme perioden har Liseberg holdt seg forholdsvis stabilt rundt 90 prosent, mens Dyreparken i Kristiansand har hatt en negativ utvikling fra å ha i overkant av 80 prosent til nå å ligge i underkant av 90 prosent. Dette skyldes en økning i lønnskostnadene i 2008 og 2009, mens de har hatt en betydelig økning i andre driftskostnader fra 2009 til 2010.

Figur 24 gir et bilde på hvor lønnsintensivt foretaket er sammenlignet med lignende foretak i samme bransje. Fra grafene understrekes intuisjonen vår om at Norge er et mer lønnsintensivt land enn mange av de landene som de andre parkene som utgjør bransjemedianen ligger i. Norge er kjent for å være et land som er høyt lønnet, det ser vi klart på antallet arbeidsinnvandrere her kontra i europeiske land for øvrig.<sup>66</sup>

<sup>66</sup> Wikipedia.no, "Arbeidsinnvandring"

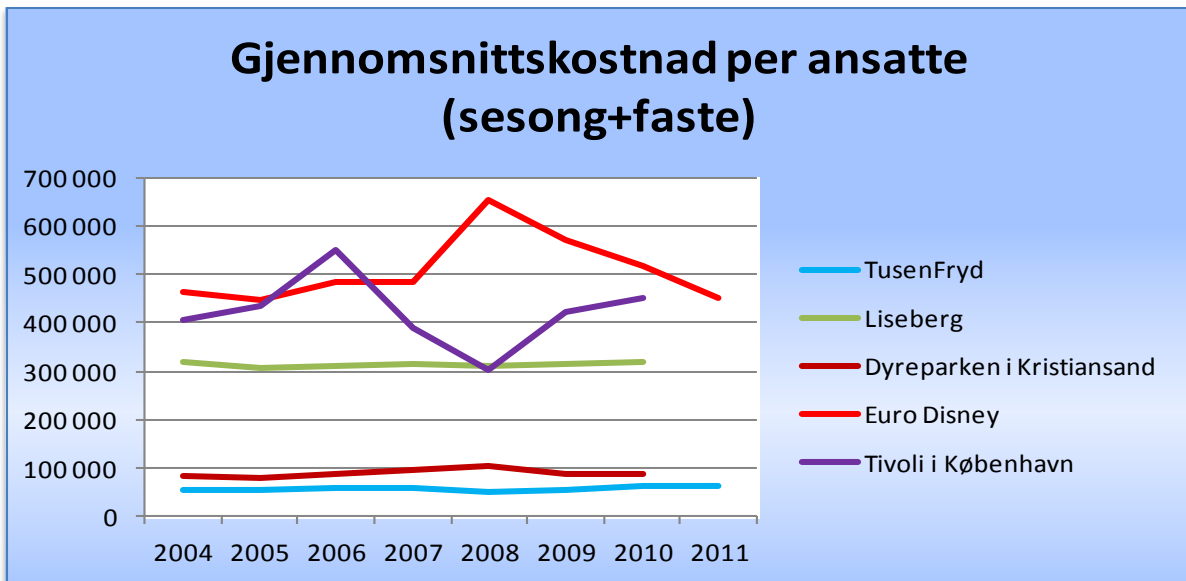
I tillegg er de rettighetene vi har i landet med tanke på tariff, lovfestede regler som feriepenger og ikke minst avgifter og skatter på lønn med på å presse lønnskostnadene opp, selv om TusenFryd på sin side mener de har tilpasset seg godt og utnytter de mulighetene de har til å ansette sesongmedarbeidere for å få lavest mulig arbeidskraftskostnad. Vi ser av figur 24 at TusenFryd har den laveste lønnskostnaden i prosent av driftsinntekten. På den måten kan vi si TusenFryd er den aktøren som evner å få mest ut av hver ansatt blant de parkene vi sammenligner med.



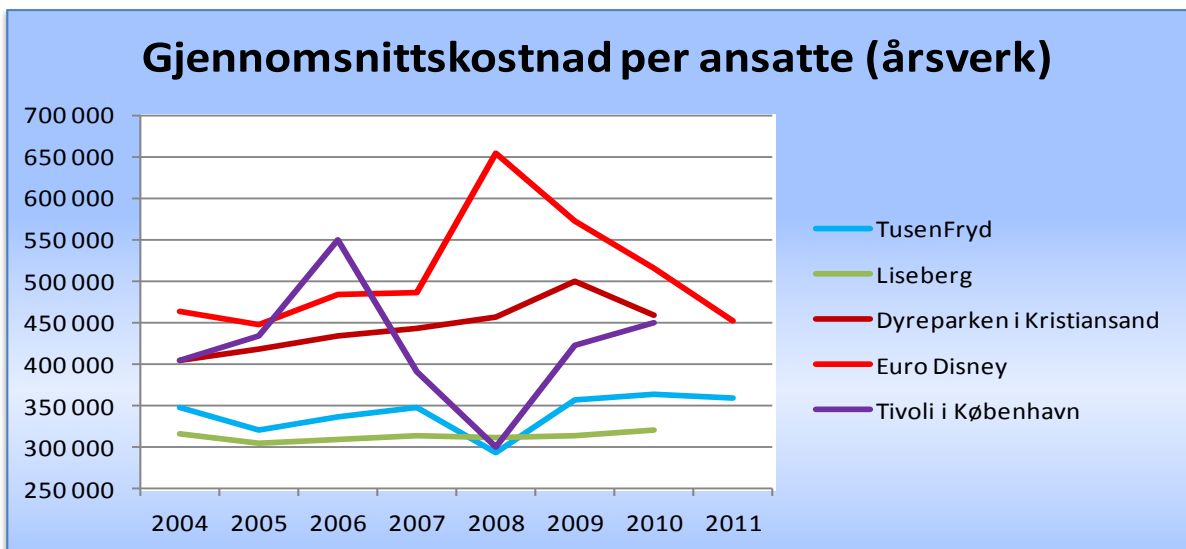
Figur 24 – Lønnskostnader/driftsinntekter.

Ved å sjekke det vi nå vet opp i mot trenden i gjennomsnittskostnaden per ansatt kan vi få en bekreftelse på om TusenFryd har lyktes med å ha mange rimelige sesongarbeider slik at gjennomsnittskostnaden per ansatt er lavere enn hva som er normalt for bransjen.

Også her vil vi se opp mot både antall ansatte og antall årsverk for de norske parkene da vi ikke har tilgjengelig data som gir det optimale sammenligningsgrunnlaget.



Figur 25 - Gjennomsnittskostnad per ansatte (sesong+faste).

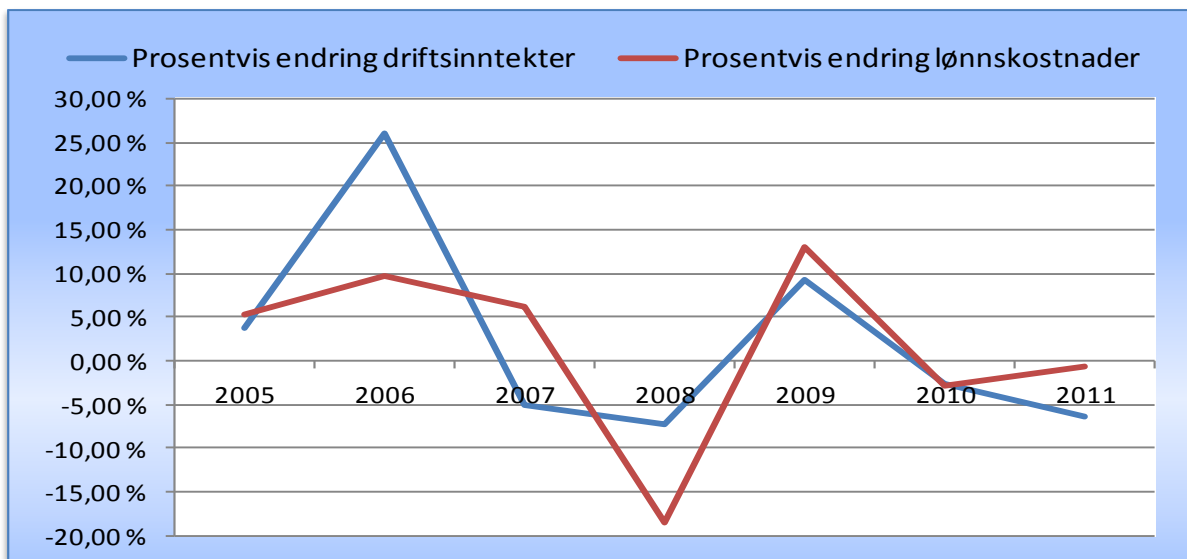


Figur 26 - Gjennomsnittskostnad per ansatte (årsverk).

Av figur 25 ser vi TusenFryd (og Dyreparken i Kristiansand) sitt høye antall sesongmedarbeidere resulterer i veldig lave gjennomsnittskostnader per ansatt. Jamfør tidligere diskusjon mener vi figur 26 er mer realistisk. Også i denne figuren kommer TusenFryd godt ut. Det er bare Liseberg som har lavere gjennomsnittskostnad, hvilket kan skyldes at deres antall ansatte ikke er omgjort til årsverk, men er gjennomsnittelig antall ansatte gjennom året. Det er også grunn til å merke seg Euro Disney sin nedgang fra 2008 som kan illustrere et økt kostnadsfokus i bransjen. Sammenligner vi de to norske parkene ser vi at TusenFryd har nesten kroner 100 000 lavere gjennomsnittskostnad per ansatt enn hva

Dyreparken i Kristiansand har. Dette kan være en indikasjon på et konkurransefortrinn TusenFryd har opparbeidet seg gjennom et stort kostnadsminimeringsfokus.

Siden personalkostnadene er den største av kostnadsdriverne kan det være naturlig å se nærmere på den prosentvise årlige endringen i lønnskostnaden opp i mot den samme endringen i de totale inntektene.



Figur 27 – Prosentvis endring i lønnskostnader og driftsinntekter.

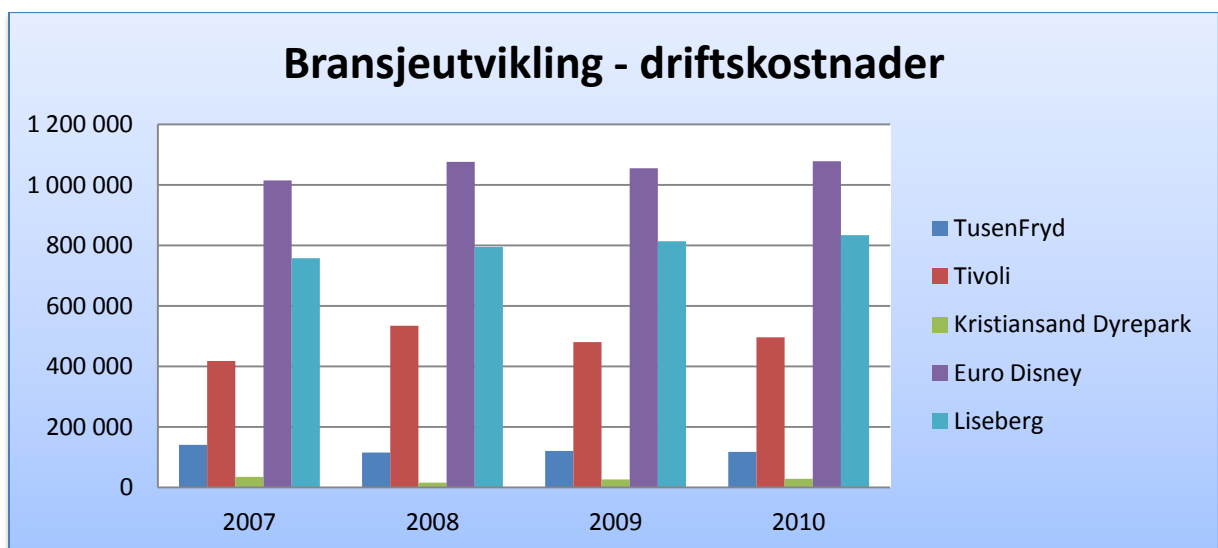
Denne modellen understreker at lønnskostnaden i utgangspunktet korrelerer med driftsinntekten, noe den kan sies å gjøre i perioden 2005-2009, men som følge av endringen for rammebetingelsene i bransjen (merverdiavgift) får man motsatt effekt etter at avgiften trer inn fra 2010 til 2011. På bakgrunn av dette kan en hevde at man i 2011 fikk inn høyere billettinntekter som følge av merverdiavgiftspåslaget, og at dette påslaget dro inntektene opp. Samtidig vet vi fra tidligere tolkninger av analyse materialet at denne merverdiavgiftsinnføringen førte til færre besøkende, noe som trekker ned den gjennomsnittlige endringen i driftsinntektene mer enn hva økningen i prisen på billettene var med på å øke dem. Denne innføringen får altså en klar negativ innvirkning på resultatet til TusenFryd.

Ser vi på personalkostnadene kan denne kostnadsposten avhenge av flere variabler. Den første blir hvorvidt TusenFryd har evnet å utnytte sin arbeidskraft (effektivitet). På den andre siden vil endringen i trenden være avhengig av makroøkonomiske forhold som spiller inn på om det har vært en generell lønnsvekst i Norge, og hvordan dette påvirker TusenFryd. Om vi

ser på personalkostnadene til TusenFryd så ser vi en klar trend hvor år med inntektsvekst følges med økning i personalkostnadene.

Tar vi år for år så ser vi at det er et fall i inntektene fra 2007 til 2008 på syv prosent, noe som burde indikere en nedgang i personalkostnadene på tilsvarende nivå. Men her ser vi derimot at TusenFryd har klart å kutte personalkostnadene mer enn inntektsfallet noe som understreker at TusenFryd har klart å gjennomføre et kostnadskutt i personalkostnadene. Året etter, derimot, er trenden motsatt, når driftsinntektene øker med syv prosent fra året før, så har dette ført til en økning i personalkostnadene på 13 prosent. Trenden fortsetter videre i 2010, hvor en svak nedgang i driftsinntektene fører til en dobbelt så stor effekt fra personalkostnadsposten. Eneste året som ikke følger trenden er 2011, hvor en nedgang i driftsinntektene på syv prosent jamfør trenden ville gitt en reduksjon i personalkostnadene på nærmere 15 prosent, men her kommer merverdiavgiften inn, hvilket tyder på at lønnskostnadene i prosent av driftsinntektene ligger ca. 13-15 prosent høyere enn normalt som følge av avgiftsinnføringen. Selv om det er vanskelig å estimere noen fremtidige prognoser basert på kun et år, er det naturlig å tro at trenden ikke vil vedvare på samme måte som tidligere. Det er større grunn til å anta at en negativ endring i inntektene vil føre til at personalkostnadene i prosent av driftsinntektene ikke vil reduseres på samme måte som tidligere, men heller vi gi en flatere utvikling fra året før.

### 6.3.1 Bransjeutvikling - kostnader



Figur 28 – Bransjeutvikling i driftskostnadene.

Når vi går i gang med bransjeutviklingen for driftskostnadene er det greit å ha bransjeutviklingen for driftsinntektene friskt i minne. Mens vi for driftsinntektene så at det var en sterkere sammenheng mellom TusenFryd og Liseberg som et par og Euro Disney og Tivoli i København som det andre paret, kan det være spennende å se om de også skiller seg på kostnadssiden. Ser vi på de to sydligste parkene så følger enn inntektsøkning i et år til en kostnadsøkning det samme året, og motsatt dersom det er fall i inntektene. Når vi derimot tar for oss det andre paret, nemlig TusenFryd og Liseberg, så er det ikke like lett å finne noen sammenheng på kostnadssiden. For selv om Liseberg har opplevd to år med tilbakegang i driftsinntektene så har ikke parken klart å redusere kostnadene sine i disse årene. Det har derimot TusenFryd klart langt bedre enn sine konkurrenter, noe vi ser kommer spesielt godt frem i 2008 og 2010, hvor TusenFryd klarer å redusere kostnadene i nedgangsåret, mens Liseberg øker kostnaden med samme dårlige inntektsutvikling. Dette kan tyde på at TusenFryd er flinkere til å styre kostnadene sine, og på den måten er bedre egnet til å takle raske konjunktursvingninger, noe som stadig oppstår i denne bransjen siden det nettopp er fornøyer som er det første en sparer inn på dersom en er redd for tøffere tider.

#### **6.4 EBITDA-margin**

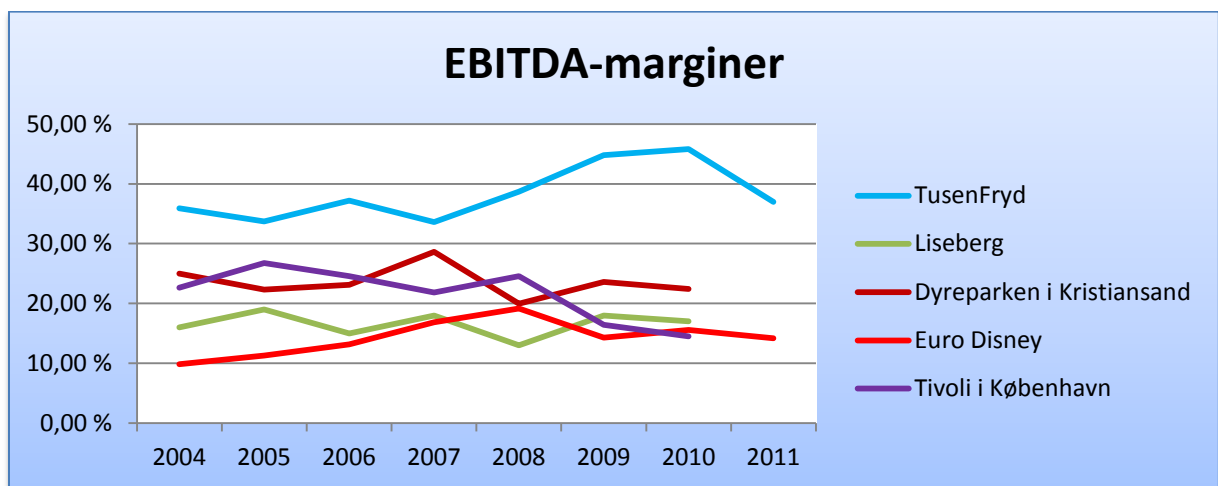
Vi har benyttet EBITDA-margin som mål på den operasjonelle lønnsomheten, med det mener vi EBITDA som andel av driftsinntekter. Inntektene vil være driveren, og vi vil se nærmere på hvordan kostnadene utvikler seg i forhold. Når vi senere utarbeider prognoser for fremtidige regnskaper vil EBITDA-marginen være et resultat av hva vi tror om fremtidig inntekts- og kostnadsutvikling.

For å kunne danne et litt mer helhetlig bilde vil det være naturlig å studere lønnsomhetsutviklingen til TusenFryd isolert sett, men også ved å sammenligne med andre aktører innenfor samme bransje. På den måten vil vi se om TusenFryds resultater er gode eller dårlige sammenlignet med øvrige sammenlignbare aktører og på den måte se om TusenFryd har opparbeidet seg konkurransefortrinn, eller om de har noe å strekke seg etter sammenlignet med andre.



### 6.4.1 Bransjeutvikling – EBITDA

Det vil by på utfordringer å sammenligne de ulike aktørene i bransjen med TusenFryd, siden rammebetingelsene, eierstruktur, størrelse, tid i livssyklus er forskjellige. Vi har likevel valgt å sammenligne TusenFryds EBITDA-margin med fire andre store aktører både nasjonalt og internasjonalt. Selv om det finnes parker som i utgangspunktet står nærmere TusenFryd med tanke på sammenligning i størrelse og eierstruktur, synes det likevel fornuftig å benytte geografisk selektering med tanke på sammenligningsgrunnlag. Euro Disney er benyttet for å øke nyhetsverdien.



Figur 29 – Bransjeutvikling EBITDA.

Jamfør bransjeutviklingen for EBITDA ser vi TusenFryd skiller seg positivt ut blant de øvrige aktørene i bransjen. TusenFryd er den eneste parken som har en klar positiv utvikling i EBITDA over perioden. Selv om vi vet fra inntektsanalysen at inntektsgrunnlaget har vært variabelt både for TusenFryd og for bransjen som helhet, så ser vi av figur 29 at TusenFryd er bedre enn markedet til å tilpasse seg i nedgangstider. Ved at de har klart å kutte kostnader i år hvor det har vært sviktende besøkstall og redusert inntjening, har likevel TusenFryd som eneste av de sammenlignbare aktørene klart å levere stadig bedre og bedre resultater. Bransjen som helhet leverer svært gode EBITDA-marginer sammenlignet med andre bransjer, og med tanke på at TusenFryd er i førersetet innenfor nettopp en slik god bransje tyder på at TusenFryd også i fremtiden vil være i stand til å levere gode resultater.

TusenFryd ser ut til å ha tilpasset seg et driftsresultat rundt 40 prosent av driftsinntektene, mens de komparative selskapene som helhet ligger nærmere 15-20 prosent. Det har skjedd en klar utvikling fra 2007 frem til i dag. Allerede på dette tidspunktet leverte TusenFryd

bedre EBITDA-margin enn sammenlignbare aktører i bransjen. Det som derimot er verdt å merke seg er at TusenFryd er eneste selskap som etter 2007 har klart å levere bedre resultater i snitt, mens de øvrige selskapene må konstatere svakere marginer.

At TusenFryd leverer bedre resultater skyldes nok flere faktorer. En faktor kan være at morselskapet styrer TusenFryd med en stødigere hånd. På den andre siden kan det henføres at ingen større investeringer de siste årene er et tegn på at morselskapet ønsker "å skumme fløten" fremfor utvidelser. Videre er de gode resultatene en konsekvens av at parken nå er godt utviklet og på den måte ikke trenger like høye investeringer til opparbeidelse og utvikling enn i startfasen. Videre må vi også tillegge de norske rammebetingelsene en del vekt. I den forstand at nordmenn generelt sett har en veldig god levestandard, slik at vi har råd til å tilfredsstille fornøyelsesbehov også i nedgangskonjunkturer.

Vi kan derfor konkludere med at det både er makroøkonomiske rammebetingelser og mikroøkonomiske konkurransefortrinn som skyldes at TusenFryd leverer ekstraordinært gode resultater sammenlignet med bransjen. I bransjer hvor de fleste aktører leverer resultater som TusenFryd, så fører i følge teorien (Adam Smith) markedskreftene til at tilbudet utvikles slik at prisene presses ned og marginene tilpasses mot likevekt.<sup>67</sup> I dette tilfellet, derimot, er det få store aktører som har dannet seg markedsmakt slik at markedsposisjonen ikke er så utrygg som det er naturlig å forvente. Dette skyldes i utgangspunktet bransjens dyre inngangsbarrierer. På bakgrunn av dette er det naturlig å anta at TusenFryd vil levere vesentlig bedre resultater enn bransjen også i årene som kommer.

## 6.5 Vekstanalyse

I den økonomiske verden defineres vekst som en prosentvis økning fra en periode til en annen. Ved budsjettering og fundamental verdsettelse blir derfor vekstforventningene i underliggende økonomiske størrelser spesielt viktig. Over tid vil alle objekter få en verdiendring. Oftest oppleves en verdiøkning i nominelle kroner, mens inflasjonen kan ha gjort at kroneverdien i går var mer verdt enn i dag slik at den reelle verdien er mindre. Vekst styres av mange uforutsigbare underliggende forhold og det knyttes derfor stor usikkerhet til

---

<sup>67</sup> Smith, A., "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations"

et hvert estimat. Jo lengre inn i fremtiden man skal gjøre et anslag, jo mer usikkerhet er knyttet til anslaget. Vi vil derfor vurdere sikkerhetsmarginen i kapittel 11.

### **6.5.1 Vekst på lang sikt**

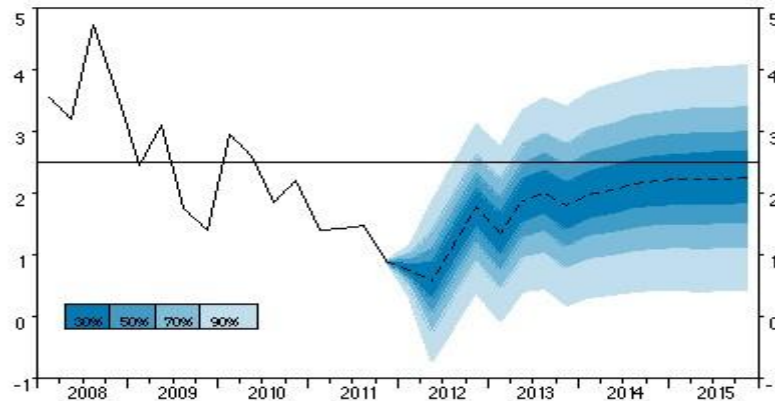
Gjennom teknologisk utvikling, økt produksjon og opprettelse av nye mer effektive selskaper er det sannsynlig å anta økonomisk vekst i fremtiden. Samtidig kan ikke en bransjes vekst overgå den generelle veksten i verdensøkonomien over tid ettersom det vil være urealistisk å anta at et selskap vil vokse seg større enn økonomien som helhet. Verdensøkonomiens forventede vekst er summen av realvekst og global inflasjon. TusenFryd sin langsiktige vekst vil derfor sammenfalle med verdensøkonomiens vekstprognoser. Vi vil estimere denne veksten med utgangspunkt i historiske inflasjons- og bruttonasjonalprodukt tall. Den gjennomsnittelige årlige realveksten har i perioden 1947-2011 ligget på 3,75 prosent, mens den fra 2002-2011 har vært 1,72 prosent.<sup>68</sup> I et langsiktig perspektiv vet vi at ti historiske år ikke kan representere fremtiden. Av tallmaterialet fremgår det også at den gjennomsnittelige årlige realveksten de ti siste årene er det laveste på over 100 år, og det er derfor grunn til å tro at den fremtidige langsiktige veksten vil ligge over 2,5 prosent og kanskje opp mot 3,5 prosent. I tillegg styrer Norges Bank etter et inflasjonsmål på 2,5 prosent, og det vil derfor være rimelig å anta en nominell vekst i økonomien på mellom fem og seks prosent på lang sikt.

Vi ser av figur 30 at Norges Bank forventer lavere inflasjon enn det nevnte målet på kort sikt, mens det på lengre sikt prognostiseres mot inflasjonsmålet:

---

<sup>68</sup> Statistisk Sentralbyrå, "Bruttonasjonalprodukt" og Statistisk Sentralbyrå, "Statistikkbanken"

KPI anslag fra siste Pengepolitiske rapport



Figur 30 – Norges Banks prognose på KPI.<sup>69</sup>

Kinserdal mener investorer skal være forsiktige med å budsjettere enkeltsekskapers langsiktige vekst over reell vekst. Grunnen er at så lenge den offentlige sektoren vokser med bruttonasjonalproduktet vil alle sekskaper i snitt vokse tilsvarende realveksten. På generelt grunnlag er det også grunn til å tro at dagens sekskaper i snitt vil vokse mindre enn den reelle veksten fordi fremtidens sekskaper antas å bidra til relativt mer vekst. Dette tror vi derimot kan neglisjeres for TusenFryd, som trolig vil unngå den største konkurransen også i fremtiden, jamfør kapittel 4. Vi tror derimot at TusenFryd sitt vekstpotensiale kan ligge noe over organisk vekst grunnet TusenFryd sine utviklingsmuligheter, områdets befolkningsvekst og deres allerede eksisterende merkenavn. Vi velger derfor å anslå TusenFryd sin langsiktige vekstfaktor til å være 3,5 prosent som med en inflasjon på 2,5 prosent tilsvarer en nominell vekst på seks prosent.

### 6.5.2 Vekst på kort sikt

På kort og mellomlang sikt er veksten mer avhengig av bedriftens og bransjens interne forhold som ble drøftet i den strategiske analysen fra kapittel 4. Men også de kortsiktige vekstprognosene burde vurderes i en antakelse ettersom psykologien driver pengebruken, og lysere antagelser vil, for TusenFryd, kunne bety høyere omsetning. Samtidig påvirkes også veksten av hvor i livssyklusen bransjen og sekskapet befinner seg. Dette bidrar til å redusere TusenFryd sine vekstmuligheter ettersom de som nevnt er et godt etablert sekskap i en godt etablert bransje. Samtidig vil vi i kapittel 7.5 presentere TusenFryd sin konkurssannsynlighet som er lav. Dette gjenspeiler våre antakelser fra kapittel 4, hvor vi konkluderte med at

<sup>69</sup> Norges Bank, "Inflasjon"

TusenFryd har et så sterkt merkenavn i en bransje som nærmest aldri vil slukne, at det er grunn til å tro at TusenFryd med jevnlig investeringer vil kunne ha jevn vekst i flere år fremover.

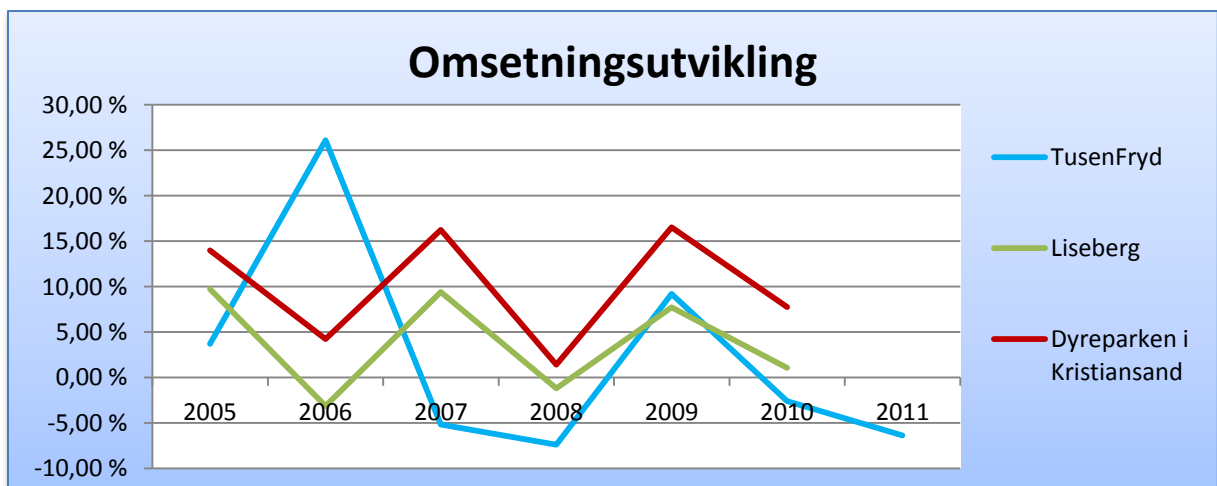
Som underliggende faktorer for estimeringen av TusenFryd sin kortsiktige vekst vil vi se på følgende prognoser:

Prognoser	2012	2013	2014	2015
BNP Fastlands-Norge	2,7	2,8	3,4	3,4
Arbeidsledighet	3,4	3,5	3,5	3,4
KPI vekst	1,3	1,7	2,1	2,6
Årslønn	3,6	3,7	4,4	4,9

Figur 31 – Statistisk Sentralbyrå sine vekstprognoser.<sup>70</sup>

Av figuren ser vi prognoser som tilsier en jevn vekst i BNP på 2,7-3,4 prosent de neste fire år, mens for konsumprisindeksen anslås en kontinuerlig vekst fra 1,3 prosent i 2012 til 2,6 prosent i 2015. I den samme perioden prognostiseres det med en vekst i årslønnen på over 17 prosent.

Vi vil også vurdere TusenFryd og konkurrentenes senere års utvikling i total kapital og omsetning:

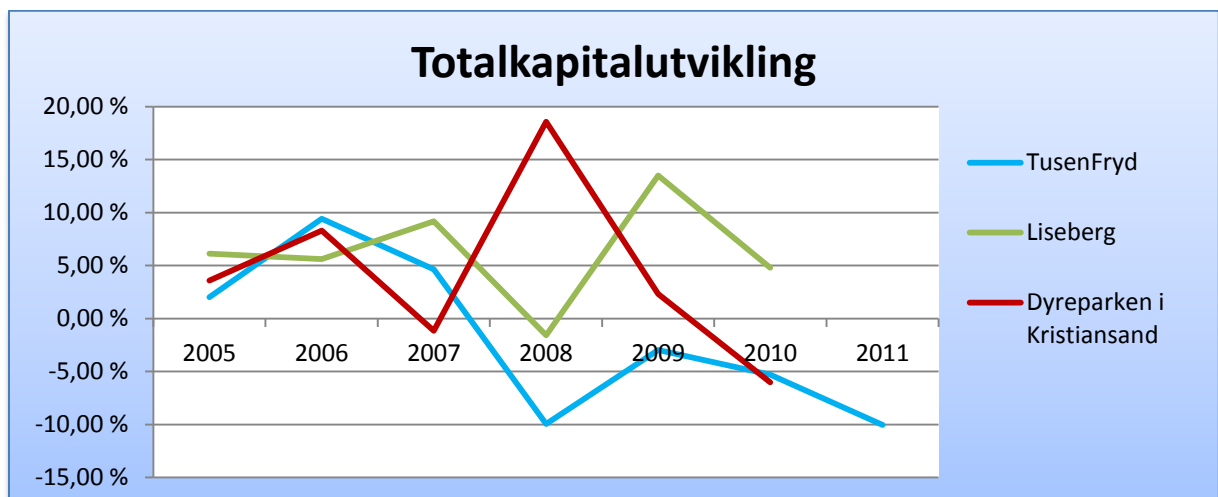


Figur 32 – Utvikling i omsetningen 2005-2011

Av figuren ser vi at TusenFryd hadde en solid omsetningsvekst i perioden 2004-2006, mens de senere årene har gitt en negativ totaleffekt. Dette har vi tidligere vurdert som en normal

<sup>70</sup> Statistisk sentralbyrå, "Konjunkturer - statistikk, analyser og prognoser"

utvikling da de "positive årene" gjerne skyldes en nyinvestering. Vi ser også at det er en korrelasjon mellom Liseberg og Dyreparken i Kristiansand sin utvikling hvilket kan tyde på at de investerer likt samtidig som de følger den generelle trenden i bransjen. Av i alt 19 målinger ser vi at bare seks har hatt negativ nominell utvikling i omsetningen, og at nesten halvparten av tilfellene har endt med en omsetningsvekst på fem prosent eller mer nominelt.



Figur 33 - Utvikling i totalkapitalen 2005-2011

Vi ser at TusenFryd har hatt en negativ utvikling i totalkapitalen de siste fire årene. Dette er ikke dramatisk ettersom vi vet at reduksjonen på eiendelssiden av balansen skyldes anleggsmidlenes avskrivninger, mens det på siden meg egenkapital og gjeld har ført til en gjeldsreduksjon. Utviklingen kan således forsvares gjennom reduserte finanskostnader og økt kapitalbinding til fremtidige investeringer. Ser vi på konkurrentene så viser halvparten av utviklingstallene en økning av totalkapitalen med over fem prosent. Med utgangspunkt i disse figurene mener vi det er grunnlag for å budsjettere med en vekst over den organiske veksten i de kommende årene.

I prognostiseringen i kapittel 9 vil vi mer detaljert vurdere den historiske utviklingen for enkeltpostene som inngår i EBITDA-resultatet da de siste års utvikling er blant de viktigste hjelpemidlene i prognostiseringsarbeidet.

## 6.6 Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten sier noe om hvor mye avkastning den kapitalen som blir stilt til rådrett gir i prosentvis resultat til kapitalen. Fra en investors ståsted er egenkapitalrentabiliteten den mest interessante rentabiliteten. Det er naturlig at denne rentabiliteten er mest aktuell for eierne ettersom det gir en indikasjon på avkastningen til eiernes investering i bedriften. Det

skilles ofte mellom fullstendig rentabilitet og normalisert rentabilitet. I dette tilfellet er fullstendig rentabilitet mest relevant med tanke på risiko ettersom den viser svingninger selv om de kommer som følge av unormale poster. Likevel vil hovedfokuset her ligge mot de normaliserte rentabilitetene ettersom de er mest relevante for prognoseformål. Vi får gjennom de normaliserte rentabilitetene trukket ut de unormale postene fra resultatet til kapitalen slik at forhåndstallene blir fremoverskuende og gir bedre mening i verdsettelsessammenheng.

### 6.6.1 Egenkapitalrentabilitet

Med utgangspunkt i de justerte regnskapstallene beregnes den normaliserte egenkapitalrentabiliteten følgende:

$$\text{Normalisert egenkapitalrentabilitet} = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

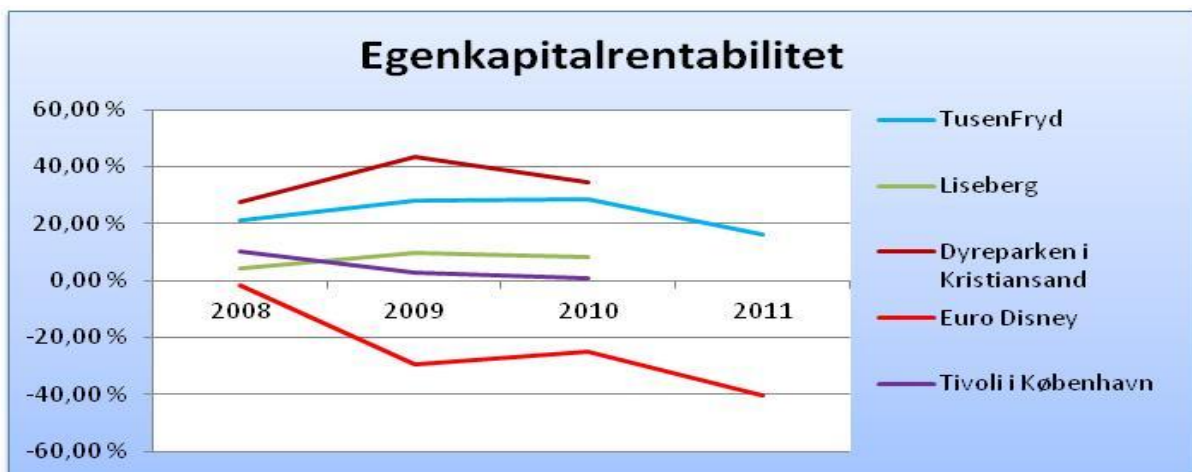
**Formel 2 – Egenkapitalrentabilitet.**

$NRE_t$  = Nettoresultat til egenkapital på tidspunkt t

$\Delta EK_t$  = Endring i egenkapital fra tidspunkt t – 1 til t

$EK_{t-1}$  = Egenkapitalen på tidspunkt t – 1

Egenkapitalrentabiliteten beregner vi for de aktuelle selskapene i bransjen, jamfør figur 34:



**Figur 34 - Egenkapitalrentabilitet bransje.**

TusenFryd har en egenkapitalrentabilitet som ligger et stykke over de øvrige berg- og dalbaneparkene, men hakket under Dyreparken i Kristiansand. Det fremgår samtidig at Euro

Disney har en negativ avkastning på egenkapitalen som følge av et negativt nettoresultat til egenkapitalen.

Vi nevnte i den strategiske analysen at TusenFryd har konkurransefortrinn som har gitt dem superprofitt. Ved å sammenligne egenkapitalrentabilitet med egenkapitalkravet fra kapittel 8.1 kan vi illustrere dette, jamfør figur 35:



Figur 35 - Superprofitt til egenkapitalen.

Av figur 35 ser vi det genereres en høy superprofitt i TusenFryd, dette skyldes kombinasjonen med et lavt egenkapitalkrav og et forholdsvis høyt nettoresultat til egenkapitalen. Vi ser uansett at superprofitten avtok noe fra 2010 til 2011 som hovedsakelig skyldes de nevnte årsakene til et redusert nettoresultat til egenkapitalen, jamfør tidligere diskusjon i kapitlet.

### 6.6.2 Driftsrentabilitet

Dette rentabilitetsmålet ble presentert i delkapittel 4.3.1 hvor det fremgikk at TusenFryd hadde en høyere netto driftsrentabilitet enn sine konkurrenter. Vi vil nå sammenligne netto driftsrentabilitet med netto driftskrav fra kapittel 8.5 for å se om det genereres superprofitt til netto driftskapital, jamfør figur 36:





Figur 36 - Superprofitt til netto driftskapital.

Vi ser det genereres en superprofitt til netto driftskapital som er lavere enn superprofitten til egenkapitalen. Dette skyldes at forholdet mellom netto driftsresultat og netto driftskapital og netto driftskrav er mindre enn forholdet mellom nettoresultat til egenkapitalen og egenkapitalen og egenkapitalkravet.

Vi kunne nå ha dekomponert rentabilitetsmålene for videre analyse, men ettersom vi allerede har sett på tilhørende faktorer i en eventuell dekomponering som blant annet driftsmargin og kapitalstruktur (jamfør kapittel 4.3.1) og vil komme tilbake til andre mål som omløpshastigheten til netto driftseiendeler og finansiell gjelds- og eiendelsdel i kapittel 9.2 synes dette å bli mye gjentakelse som ikke vil jo noe ekstra for selve verdsettelsen.

## 7 Kreditrisikoanalyse

Investorer påvirkes av finansielle krisetider gjennom redusert avkastning og større tapsrisiko på investeringer. Av den grunn vil investorene ha interesse av å vite hvordan et investeringsobjekt påvirkes av nedgangskonjunkturer. Kreditrisiko er en samlebetegnelse for risikoen ved å ikke kunne betjene sine forpliktelser uten at gjeldsforhandlinger blir nødvendig eller faren for å gå konkurs. Ved en investeringsbeslutning vil derfor en slik analyse virke som en del av beslutningsgrunnlaget. En kreditrisikoanalyse er også viktig fordi man i beregningen av forholdstallene beregner relative mål slik at bedriftens størrelseseffekt forsvinner. Det vil derfor være hensiktsmessig å sammenligne forholdstallene med andre selskaper i bransjen eller bransjesnittet.

TusenFryd sin kreditrisiko vil vi analysere gjennom en likviditets- og en soliditetsanalyse. Resultatet vil kunne fortelle hvordan TusenFryd står i møte med brutale nedgangskonjunkturer i verdensøkonomien. Analysen av likviditeten vil fortelle i hvilken grad TusenFryd er i stand til å betale sine forpliktelser i tide, mens analysen av soliditeten vil gi et bilde på hvordan TusenFryd vil evne å tåle tap som må føres mot egenkapitalen. I begge risikoanalysene beregnes nøkkeltall som vi vil benytte i utredningen av den syntetiske ratingen mot slutten av kapittelet. Ratingen vil være interessant for å vurdere TusenFryd sin konkurssannsynlighet, vurdere kreditrisikopremie til avkastningskravet i kapittel 8 og for å kunne sammenligne TusenFryd sin posisjon med andre aktører i bransjen. Selskapene som representerer bransjetallene i dette kapitlet er Dyreparken i Kristiansand, Liseberg, Euro Disney og Tivoli i København.<sup>71</sup>

### 7.1 Likviditetsanalyse

Den kortsiktige kreditrisikoen analyseres i en likviditetsanalyse. Dette innebærer risikoen får å ikke kunne møte bedriftens løpende forpliktelser. Samtidig vurderes konkurrisikoen ut fra selskapets, eventuelle, svake likviditet. Dette vil vurderes gjennom kalkulering av likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad.

#### 7.1.1 Likviditetsgrad

Likviditetsgraden beregnes gjennom følgende formel:

---

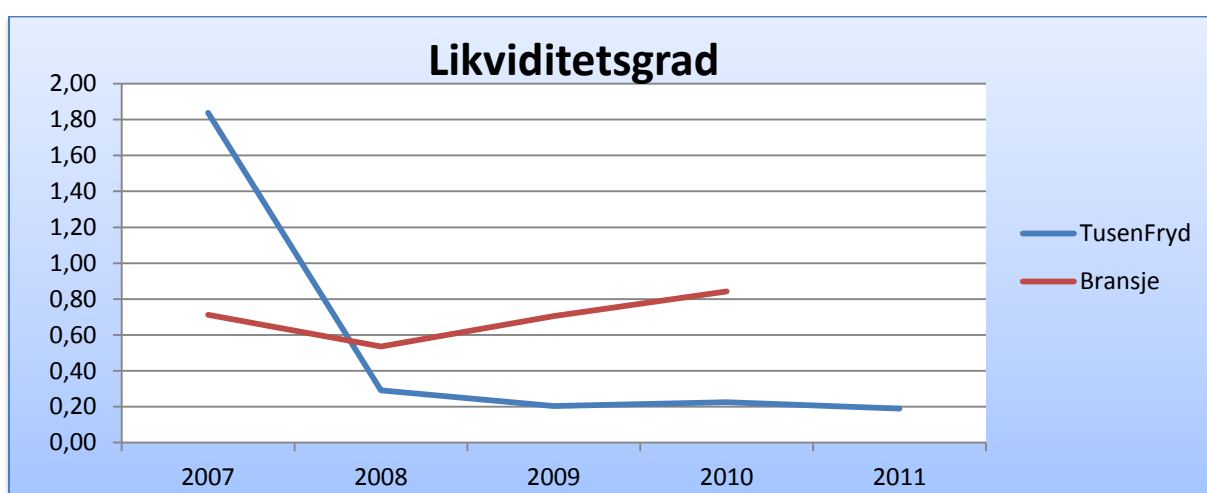
<sup>71</sup> TusenFryd AS, årsrapport 2007-2011, Dyreparken i Kristiansand, årsrapport 2007-2010, Liseberg, årsrapport 2007-2010, Euro Disney, årsrapport 2007-2010 og Tivoli i København, årsrapport 2007-2010.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld} + \text{foreslått utbytte}}$$

### Formel 3 - Likviditetsgrad 1.

Denne uttrykker forholdet mellom omløpsmidler og kortig gjeld, eller, sagt på en annen måte, forholdet mellom TusenFryd sine mest likvide midler og mest usikker gjeld. Jamfør eldre teori så var kravet til likviditetsgrad 1 at den skulle ligge over to, men nyere teori fremholder en mer nyansert tilnærming hvor det er viktigere å se på de senere års utvikling og sammenligne dette med bransjetrenden.<sup>72</sup>

For TusenFryd og bransjen har vi følgende utvikling i analyseperioden:



Figur 37 – Likviditetsgrad 1.

Vi ser en betydelig nedgang i TusenFryd sin likviditetsgrad fra 2007 til 2008. Dette skyldes en betydelig nedgang i *kasse, bank* samtidig som spanjolenes oppkjøp førte til at nesten halvparten av det som var langsiktig gjeld til kredittinstitusjoner ble til kortsiktig gjeld til morselskap. Det kan vurderes hvor stor risiko det er i den kortsiktige gjelden til morselskapet, men uansett ville likviditetsgraden ligget rundt 0,5 som er under bransjesnittet. At omløpsmidlene bare dekker 20 prosent av den kortsiktige gjelden betyr at TusenFryd må ta opp ny gjeld for å innfri kravene etter hvert som de forfaller. Uansett er det viktig å se på et helhetlig bilde hvor TusenFryd de to siste årene har avgitt henholdsvis 21,6 og 33,5 millioner kroner i konsernbidrag. Dette har vært med på å bedre selskapets soliditet (som vi kommer tilbake til senere i kapittelet), og vi mener derfor det ikke skal legges alt for mye vekt på TusenFryd sin svake likviditetsgrad da vi vurderer resultatet som noe urealistisk

<sup>72</sup> Eklund, T. og Knudsen, K., 2003

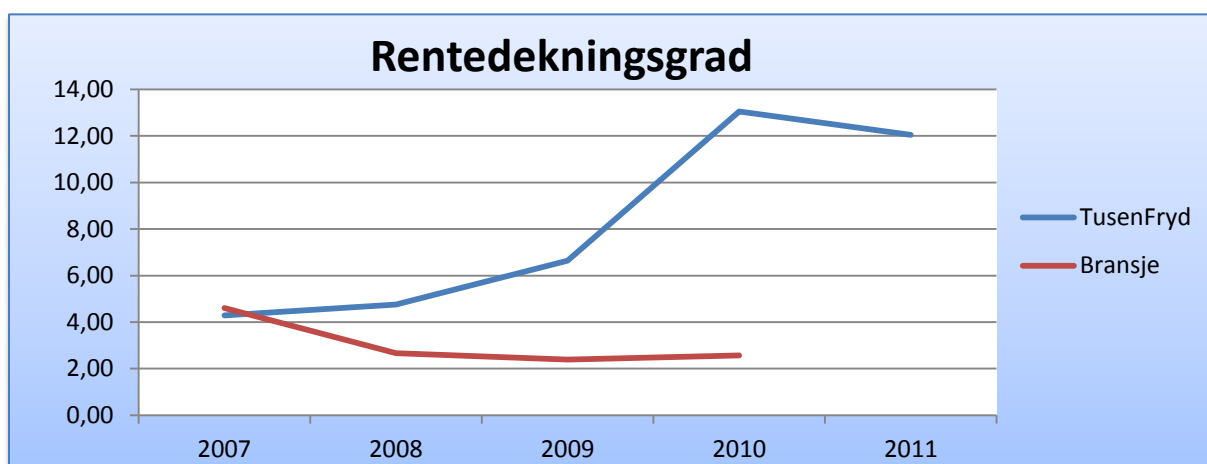
som følge av de underliggende forholdene mellom morselskapet, Parques Reunidos og TusenFryd.<sup>73</sup>

### 7.1.2 Rentedeckningsgrad

For å vurdere om TusenFryd sitt netto driftsresultat og netto finansinntekter dekker selskapets finansieringskostnader (merk: ikke avdrag) benyttes nøkkeltallet rentedeckningsgrad. Denne burde i størrelsesorden være over én så man ikke må dekke finanskostnadene ved å tære på egenkapitalen eller oppta mer gjeld. På grunn av at risiko handler om variasjon har vi valgt å benytte det rapporterte driftsresultatet og ikke det normaliserte.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekt}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

**Formel 4 - Rentedeckningsgrad.**



**Figur 38 – Rentedeckningsgrad.**

Vi ser at TusenFryd sin rentedeckningsgrad er meget solid og at den nærmest har tredoblet seg etter at de ble kjøpt opp. Hovedgrunnen til den sterke rentedeckningsgraden er at TusenFryd de senere årene har benyttet årsoverskuddet til å redusere rentebærende gjeld slik at de i dag har mye lavere finanskostnader enn hva de hadde i 2007. Også dette nøkkeltallet mener vi skjuler noen underliggende forhold fordi det er noen år siden sist TusenFryd investerte i kostbar attraksjon. Dette har medført til at rentedeckningsgraden er blitt "kunstig" høy og vi tror den vil falle igjen i nær fremtid. Uansett ser vi fra år 2007, som var året etter nevnte rekordinvestering, SpeedMonster, at nøkkeltallet lå rundt 4. Vi

<sup>73</sup> TusenFryd AS, årsrapport 2011

vurderer derfor TusenFryd sin rentedekningsgrad til å være meget solid og til å ligge stabilt over bransjesnittet.

## 7.2 Soliditetsanalyse

En analyse av soliditeten har som formål å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å tåle fremtidige tap. Soliditetsrisiko vil derfor si selskapets fare for ikke å kunne håndtere en lengre periode med underskudd. Underskudd føres mot egenkapital, og egenkapitalen fungerer derfor som en sikkerhetsbuffer mot fremtidige tap og en eventuell konkurs.<sup>74</sup>

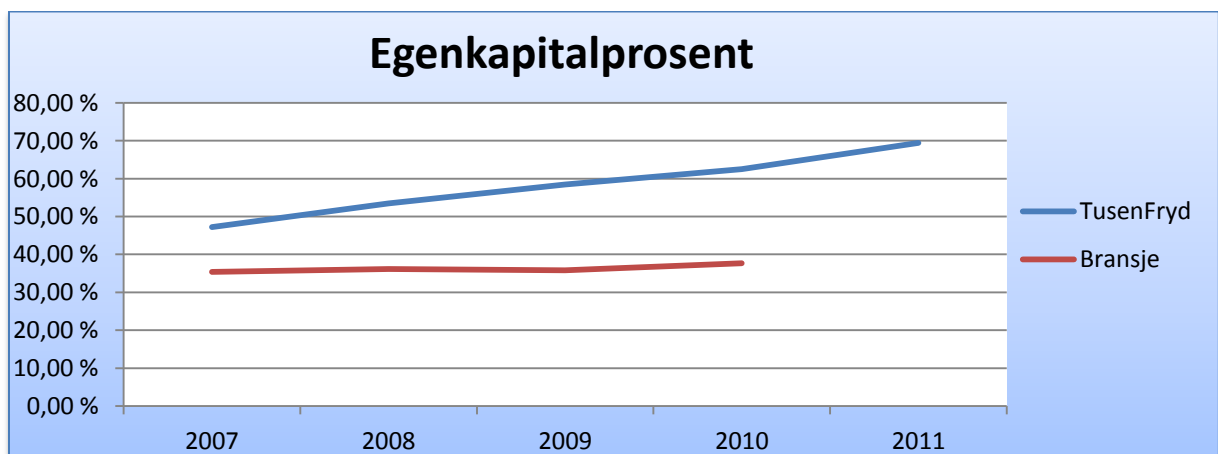
### 7.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten forteller hvor stor del av selskapets total kapital som er dekket av egenkapital og beregnes enkelt ved følgende formel:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

#### Formel 5 - Egenkapitalprosent.

Dersom vi beregner egenkapitalprosenten til TusenFryd ser vi en klar sammenheng med hva vi nevnte i likviditetsanalysen hvor styrket rentedekningsgrad hovedsakelig skyldtes reduksjon av finanskostnader. Av figur 39 ser vi dette også har styrket egenkapitalprosenten:



Figur 39 – Egenkapitalprosent.

Vi ser TusenFryd sin egenkapitalprosent gjennom hele analyseperioden overstiger bransjegjennomsnittet. Dette tilsier at kredittrisikoen til TusenFryd er lavere enn for resten av selskapene vi har tatt med i bransjetallet. Det er også viktig å påpeke den positive trenden

<sup>74</sup> Knivsflå, K. H., 2011

TusenFryd har hatt de senere årene til tross for at bransjen har holdt seg forholdsvis stabil. Dette skyldes igjen det vi nevnte i kapittel 7.1.2, at det begynner å bli noen år siden siste TusenFryd gjorde noen store investeringer. TusenFryd kan derfor sies å ha brukt de senere års gode resultater til å bygge opp egenkapital til å foreta fremtidige investeringer.

### 7.3 Finansieringsmatrise

Matrisen i tabell 9 illustrer hvordan TusenFryd finansierer sine eiendeler pr. 30.09.2011. Eiendelene er rangert etter hvor likvide de er, sett bort fra utsatt skattefordel som vi har valgt å gruppere selvstendig til slutt, jamfør kapittel 5.1, mens finansieringskildene er rangert etter graden av risiko. Det kan her igjen diskuteres hvor risikabel den kortsiktige finansielle gjelden til morselskapet er, men vi har valgt å følge omgrupperingen fra kapittel 5.1 i finansieringsmatrisen. Matrisen fungerer på den måten at investeringene vil være mindre risikable jo raskere den markerte kurven når bunnen av matrisen ettersom et selskaps risiko reduseres med økt egenkapitalfinansiering.<sup>75</sup>

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	142 374		108	32 284	16 670	191 436
<b>FAM</b>					429	429
<b>DOM</b>					9 930	9 930
<b>FOM</b>					1 878	1 878
<b>USF</b>					1 451	1 451
<b>TK</b>	<b>142 374</b>	<b>0</b>	<b>108</b>	<b>32 284</b>	<b>30 357</b>	<b>205 123</b>

	EK	LDG	LFG	KDG	KFG	TE
<b>DAM</b>	74,37 %	-	0,06 %	16,86 %	8,71 %	93,33 %
<b>FAM</b>	-	-	-	-	100,00 %	0,21 %
<b>DOM</b>	-	-	-	-	100,00 %	4,84 %
<b>FOM</b>	-	-	-	-	100,00 %	0,92 %
<b>USF</b>	-	-	-	-	100,00 %	0,71 %
<b>TK</b>	<b>69,41 %</b>	<b>-</b>	<b>0,05 %</b>	<b>15,74 %</b>	<b>14,80 %</b>	<b>100,00 %</b>

Eiendel	Forkortelse	Forkortelse	Kapital
Driftsrelatert anleggsmidler	DAM	EK	Egenkapital
Finansielle anleggsmidler	FAM	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	LFG	Langsiktig finansiell gjeld
Finansielle omløpsmidler	FOM	KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
Utsatt skattefordel	USF	KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
<b>Total eiendeler</b>	<b>TE</b>	<b>TK</b>	<b>Totalkapital</b>

Tabell 9 – Finansieringsmatrise.

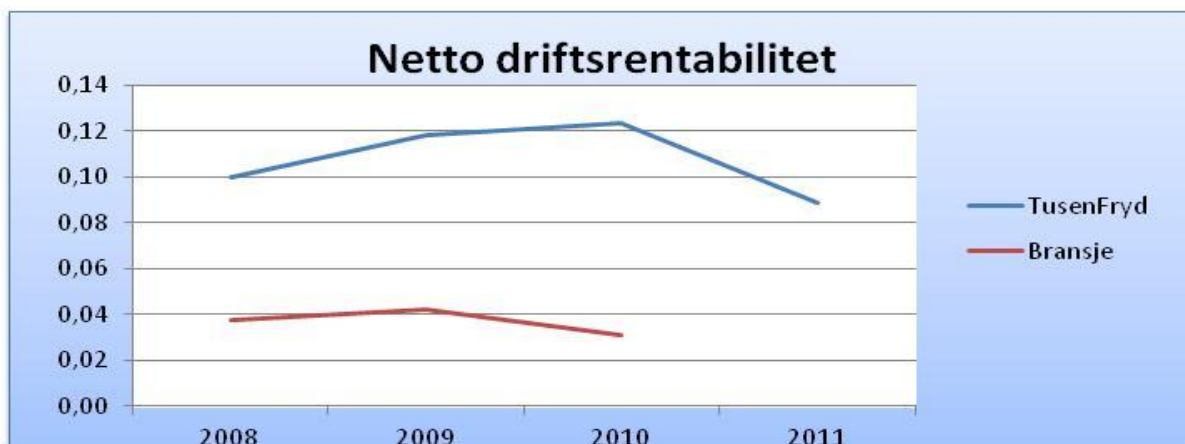
<sup>75</sup> Knivsflå, K. H., 2011

Vi ser at den markerte linjen når bunnen først ved den mest risikable kapitalgruppen, kortsiktig finansiell gjeld. Dette var ikke uventet ettersom bransjen til TusenFryd er meget kapitalintensiv, med høy teknologisk utvikling, hvor man til en hver tid forsøker å opprettholde markedskonsentrasjonen hovedsakelig gjennom kapitalutvidelse ved investeringer i nye attraksjoner. Vi ser også at de driftsrelaterte anleggsmidlene utgjør over 93 prosent av de totale eiendelene og at nesten 70 prosent av eiendelene dekkes av egenkapital. Som vi nevnte i kapittel 7.2 er dette solide tall for bransjen å regne. I tillegg merker vi oss TusenFryd sin lave andel av langsiktig kapital og at over 27 prosent av de driftsrelaterte anleggsmidlene finansieres av kortsiktig kapital. Dette tallet ville dog vært under 12 prosent dersom vi hadde vurdert gjelden til morselskapet som annen type kapital slik at vi ikke skal vurdere risikoen som dramatisk. På bakgrunn av denne finansieringsanalysen vurderer vi TusenFryd sin langsiktige risiko til å være moderat, selv om vi skulle ønsket at en mindre del av de langsiktige eiendelene ble finansiert av kortsiktig gjeld.

#### 7.4 Netto driftsrentabilitet

Dette forholdstallet viste vi til i kapittel 4.3.1, men ettersom det inngår i den syntetiske ratingen velger vi å gjenta det, men denne gangen sammenligner vi mot et bransjetall i stedet for hvert enkelt selskap.

Figur 40 illustrerer TusenFryd sin netto driftsrentabilitet sammenlignet med gjennomsnittet for bransjen:



Figur 40 – Netto driftsrentabilitet.

Driftsrentabiliteten til TusenFryd har ligget stabilt mye høyere enn resten av bransjen som betyr at TusenFryd er bedre enn bransjen på å generere et godt netto driftsresultat i forhold til deres netto driftskapital. Selv om forholdstallet hadde en reduksjon fra 2010 til 2011 vurderer vi ikke dette som dramatisk ettersom tallet fremdeles er høyt sammenlignet med resten av bransjen.

## 7.5 Syntetisk rating

Når et selskap skal lånefinansiere en investering er det vanlig at kredittinstitusjonen foretar en kredittvurdering av selskapet. På den måten får lånegiver bedre innsyn i lånetaker sin økonomiske posisjon og lånegiveren vil samtidig benytte vurderingen til å fastsette gjeldsrenten. Vanligvis er det anerkjente ratingbyråer som foretar sånne vurderinger, men det kan også gjøres gjennom syntetisk rating, hvor man benytter de fire forholdstallene knyttet til risiko, fra tidligere i kapitlet, til å fastsette ratinggraden. Resultatet av ratingen vil, som nevnt, danne grunnlaget for kredittrisikoen til gjeldskravet i kapittel 8.2.

Vi velger metoden som vi finner i forelesningsnotatene for kurset strategisk regnskapsanalyse ved NHH til å fastsette den syntetiske ratingen. Her benyttes "Standard and Poor's ratingklasser" som utgangspunkt for oppsettet og strekker seg fra ratingklasse D i bunnen til AAA på toppen som den beste ratingen. Vektingen av forholdstallene er gjort slik at hvert forholdstall teller like mye i ratingfastsettelsen. Ratingen har en svakhet ved at det ikke blir tatt hensyn til eventuelle trekkfasiliteter eller hvor trygg lånesikkerheten for selskapets lån er. Resultatet kan være at et selskap blir ratet lavt på tross av en lav konkurssannsynlighet. Av den grunn vil også denne analysen avhenge av skjønsmessige vurderinger ved siden av at man tar hensyn til bransjen som analyseres.<sup>76</sup>

---

<sup>76</sup> Knivsflå, K. H., 2011



Forslag til rating på basis av fire forholdstall						
Rating	Likviditets-grad 1	Rentedeknings-grad etter skatt	Egenkapital-prosent	Netto drifts-rentabilitet	Konkurs-sannsynlighet	Kredittrisiko-premie e. sk.
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0000	0,0070
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0002	0,0090
	4,600	4,825	0,755	0,216		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0008	0,0110
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0026	0,0150
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0097	0,0320
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0493	0,0450
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,1261	0,0840
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,2796	0,1500
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,5099	0,2150
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,8554	0,2810

Tabell 10 - Standard & Poor's modell for syntetisk rating.

Tabell 10 illustrerer oppsettet vi vil benytte når TusenFryd sin syntetiske rating skal fastsettes ved hjelp av de beregnede nøkkeltallene. Deretter benyttes gjennomsnittsratingen til å vurdere TusenFryd sin sannsynlighet for å gå konkurs og til slutt vil vi benytte ratingen til å fastsette en passende kredittrisiko-premie i kapittel 8.2.

Vi oppsummerer nøkkeltallberegningene i følgende tabell:

TusenFryd	Symbol	2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
Likviditetsgrad 1	lg1	1,84	0,29	0,20	0,23	0,19	0,55
Rentedekningsgrad	rdg	4,28	4,75	6,64	13,06	12,04	8,15
Egenkapitalprosent	ekp	0,47	0,53	0,58	0,63	0,69	0,58
Netto driftsrentabilitet	ndr		0,10	0,12	0,12	0,089	0,11

Tabell 11 – Illustrasjon av årlige nøkkeltall.

Med utgangspunkt i disse nøkkeltallene kan vi benytte tabell 10 til å finne TusenFryd sin kredittrating, jamfør tabell 12:

<b>TusenFryd</b>	<b>Symbol</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>Snitt</b>
Likviditetsgrad 1	lg1	BBB	D	D	D	D	CCC-
Rentedekningsgrad	rdg	A	AA	AA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	ekp	BBB	A	A	AA	AA	A
Netto driftsrentabilitet	ndr		BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
<b>Gjennomsnittsrating</b>		<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

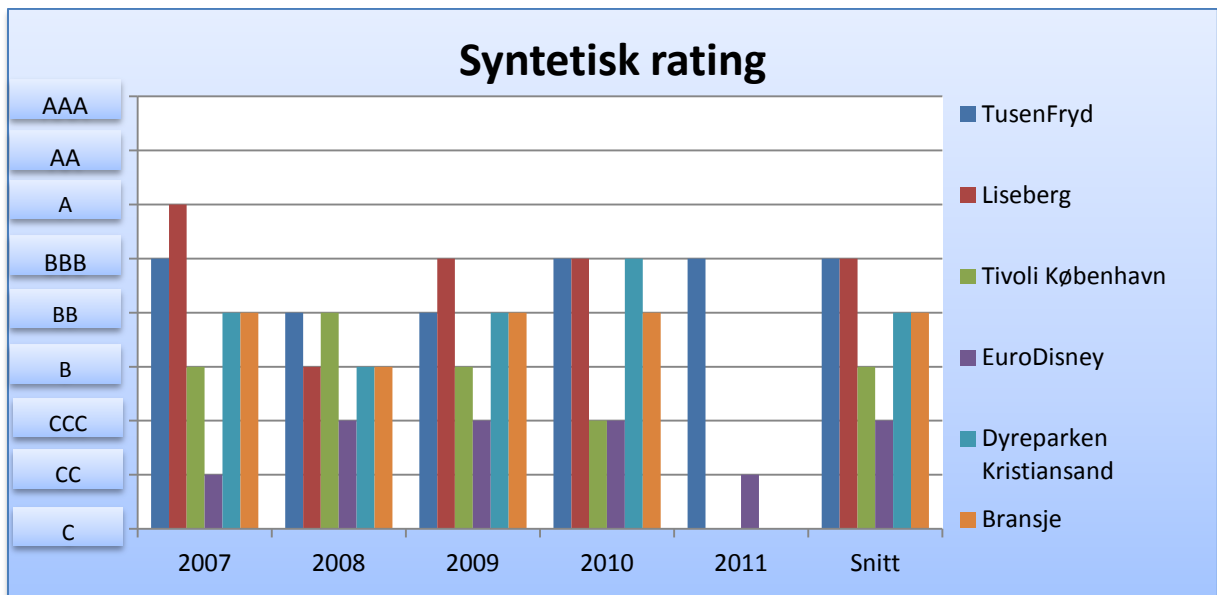
**Tabell 12 – Oversikt over TusenFryd sin kredittrating.**

Det kan her være grunn til å stille spørsmålstegn ved noen av ratingene. Dette har vi også diskutert i beregningene av nøkkeltallene. Vi ser at likviditetsgraden falt veldig som følge av oppkjøpet i 2007. Det kan således argumenteres for at denne blir kunstig lav gjennom balansen som følge av regnskapsmessige forhold mellom mor- og datterselskap. Vi har valgt å se bort fra dette ettersom vi føler eventuelle feil i likviditetsgraden oppveies av at egenkapitalprosenten og rentedekningsgraden kan vurderes som urimelig god. Dette fordi det er noen år siden sist TusenFryd foretok noen større kostnadmessige investeringer og at egenkapitalprosenten derfor blir noe høyere enn hva som er normalt og at rentedekningsgraden således også overestimeres som følge av reduserte finanskostnader. Alternativet her ville vært å jevne ut gradene til hva som burde sees på som normalt i form av et gjennomsnitt, men vi mener dette ikke representerer bransjen som preges av investeringssyklus og ikke et investeringssnitt. En utjevning ville således kunne ført til mer støy, og vi vurderer derfor gjennomsnittsratingen som representativ for TusenFryd.

På Oslo Børs er den typiske ratingen mellom BBB og BB, og som vi ser av tabell 12 rates også TusenFryd på dette nivået. Vi ser at TusenFryd sin lave andel av omløpsmidler i forhold til den kortsiktige gjelden resulterer i at gjennomsnittsratingen trekkes ned. Ser vi på rentedekningsgraden og egenkapitalprosenten så rates disse nøkkeltallene meget sterkt og godt over hva som er snittet på Oslo Børs. Dette er bra fordi det kan tolkes som om selskapet driftes fornuftig slik at positive resultater genererer økt egenkapital og ikke sløses bort. Netto driftsrentabilitet rates omtrent som gjennomsnittet og påvirker ikke selskapets gjennomsnittsrating nevneverdig.

Med en gjennomsnittsrating på trippel B er TusenFryd sin sannsynlighet for å gå konkurs på bare 0,26 prosent årlig, og dette virker rimelig om man ser på den historiske egenkapitalavkastningen selskapet har generert. For å vurdere ratingen videre vil vi

sammenligne TusenFryd sin rating med resten av selskapene vi har lagt inn i bransjetallene tidligere i kapitlet, jamfør figur 41:



Figur 41 – Bransjesammenligning av den syntetiske ratingen.

Vi ser det er lite som skiller ratingen for selskapene i bransjen. Forskjellen mellom TusenFryd er, ikke uventet, veldig liten. Vi ser at Liseberg ble ratet nivået høyere enn TusenFryd i 2008 og 2009, mens TusenFryd ble ratet over Liseberg i 2008. Generelt ser vi at Euro Disney jevnt over rates svakere enn hva som er representativt for "vår" bransje, hvilket, som nevnt, hovedsakelig skyldes deres høye gearing. Vi ser også at tre av selskapene fikk en svakere rating i 2008 enn hva de hadde i 2007, hvilket kan tolkes som at den internasjonale finanskrisen også satte sitt preg på denne bransjen. Ut fra figur 41 vil vi konkludere med at en trippel B-rating for TusenFryd ikke synes urimelig ettersom Liseberg har tilsvarende rating, mens bransjesnittet ligger forholdsvis likt som TusenFryd, med dobbel B-rating.

## 8 Avkastningskrav

Nå som vi har analysert selskapet, både historisk og i forhold til konkurrentene, vil vi gå over til selve verdsettelsesdelen. Det første vi må gjøre i denne delen er å utarbeide et avkastningskrav.

Et avkastningskrav kan sies å ha to bruksområder; det første bruksområdet, og som vi skal benytte det til, er å finne verdien av fremtidige kontantstrømmer ved å benytte avkastningskravet som neddiskonterings-satsen. Ved det andre bruksområdet opererer avkastningskravet som et måleinstrument på om den investerte kapitalen har nådd et forhåndssatt rentabilitetsmål.<sup>77</sup>

Vi benytter nominelle verdier etter skatt i beregningene da disse gir en bedre tilnærming til rentabiliteten som også ble estimert fra tilsvarende verdier. Videre i avkastningskravanalysen vil vi kalkulere kravene til fem ulike faktorer; egenkapitalkrav, krav til finansiell gjeld, krav til finansielle eiendeler, krav til netto finansiell gjeld og netto driftskrav.

Vi vil også gjøre oppmerksom på at selv om avkastningskravet er et krav fra eierne, som i TusenFryd sitt tilfelle er spanske, har vi valgt å forholde oss til norske standarder for utarbeidelse av avkastningskravet ettersom TusenFryd er et selskap som holder til i Norge.

### 8.1 Egenkapitalkrav

Det finnes flere forskjellige modeller for kalkulering av egenkapitalkravet, men vi har valgt å benytte kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen blir ofte vurdert som den beste ettersom utbytteutbetaling ikke vektlegges i betydelig grad i denne modellen. Derimot forutsetter kapitalverdimodellen et perfekt kapitalmarked, ingen transaksjonskostnader og at investorer har de samme forventningene.<sup>78</sup>

Egenkapitalkravet (EKK) etter skatt kalkuleres ved hjelp av følgende parametere i kapitalverdimodellen:

$$EKK = r_f (1-s) + [r_m - r_f (1-s)] * \beta_{EK} + \lambda,$$

**Formel 6 - Egenkapitalkrav.**

---

<sup>77</sup> Gjesdal, F. og Johnsen, T., 1999

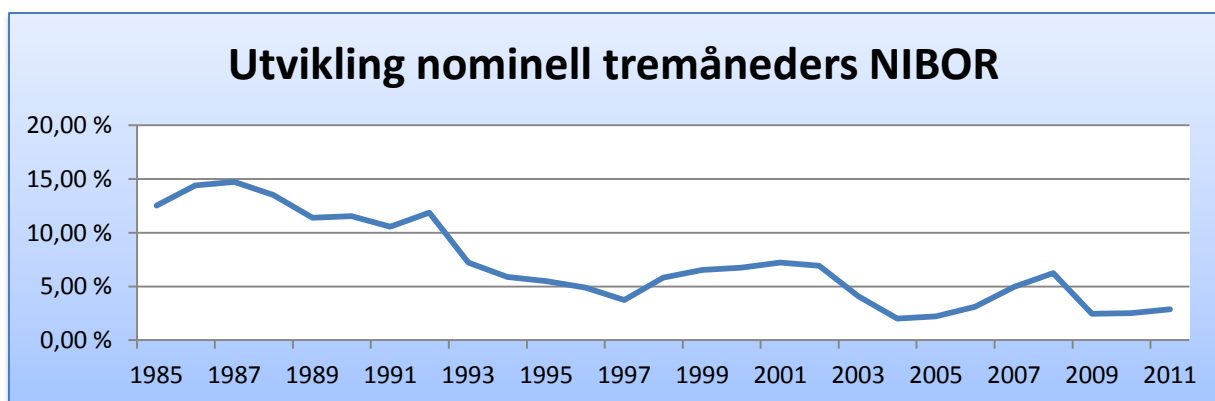
<sup>78</sup> Bodie et al., 2005

hvor  $r_f(1-s)$  tilsvarer den nominelle risikofrie renten etter skatt.  $[r_m - r_f(1-s)]$  er markedets avkastning fratrukket risikofri rente etter skattekostnad og som ofte omtales som markedets risikopremie etter skatt (MRP).  $\beta_{EK}$  er egenkapitalbeta som representerer egenkapitalens systematiske risiko. Det korrigeres til slutt for likviditetspremien ( $\lambda$ ) som er kompensasjonen investorer krever for å bære bedriftsspesifikk eller usystematisk risiko, noe vi finner i TusenFryd.

### 8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er ukorrelert med andre aktiva ettersom den, som navnet tilsier, skal være uten risiko. Renten varierer over tid og gjenspeiler den avkastning en investor med garanti vil kunne motta. Hvilken rente man velger burde derfor være av en karakter som er representativ for bruken. Hva som er den korrekte risikofrie renten finnes det derimot ingen håndfast teori på, og aller helst eksisterer det ikke noe fasitsvar. Vi har gjennom ulike kurs vært borti ulike teorier, og enkelte kurs har også flere løsninger fra statsrenter, pengemarkedsrenter til effektive obligasjonsrenter på norske statspapirer.<sup>79</sup>

Ettersom CAPM er en en-periodisk modell skulle det naturlige risikofrie rentevalget tilsa bruk av ettårs statsrente, men lengre renter er mindre volatile og burde i så måte være et bedre valg i en verdsettelse hvor analyseperioden er lengre. Vi velger å følge Knivsflå (2011) sin teori om å bruke historiske nominelle tremåneders NIBOR (Norwegian Interbank Offered Rate), fratrukket en innlagt risikopremie på 15 prosent, som nominell risikofri rente. Grunnen er at det er vel så viktig å se effekten av de enkelte års rentenivå ved lønnsomhetsmålinger og vurdering av historiske avkastningskrav.<sup>80</sup>



Figur 42 – Utvikling i tremåneders NIBOR.<sup>81</sup>

<sup>79</sup> Blant annet BUS400, BUS425, BUS436 og FIE402

<sup>80</sup> Knivsflå, K. H., 2011, forelesning 16

<sup>81</sup> Norges Bank, "Rentestatistikk"

Av figur 42 ser vi en fallende trend i rentenivåets utvikling. Ettersom vi har benyttet regnskapsdata fra 2007-2011 velger vi dette som en representativ periode ved fastsettelse av den risikofrie renten.

	2007	2008	2009	2010	2011	07-11
NIBOR, nominell 3 måneder	4,96 %	6,23 %	2,45 %	2,51 %	2,88 %	3,80 %
- Risikopremie; 15 % av NIBOR	0,74 %	0,93 %	0,37 %	0,38 %	0,43 %	0,57 %
= Risikofri rente før skatt	4,21 %	5,30 %	2,08 %	2,13 %	2,45 %	3,23 %
- 28 % skatt	1,18 %	1,48 %	0,58 %	0,60 %	0,68 %	0,91 %
<b>= Risikofri rente etter skatt</b>	<b>3,03 %</b>	<b>3,81 %</b>	<b>1,50 %</b>	<b>1,53 %</b>	<b>1,76 %</b>	<b>2,33 %</b>

Tabell 13 – Fastsettelse av risikofri rente.

Vi får da en risikofri rente for analyseperioden på 3,23 prosent før skatt og 2,33 prosent etter skatt.

### 8.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie defineres som den avkastningen utover risikofri rente som skal kompensere for en investerings risiko. Denne parameteren kan ikke forklares gjennom økonomiske modeller og er derfor et av de mest omdiskuterte emnene innen finans. Ved fastsettelse av risikopremien danner historiske data grunnlag for en skjønnsmessig vurdering av hva den vil bli i fremtiden eller man forutsetter at fortiden også gjelder fremtiden. I likhet med den risikofrie renten er det derfor flere teorier om hva som er den korrekte risikopremien. Fernandez og Baonza (2010)<sup>82</sup> fant, gjennom en undersøkelse, ut at analytikere i Europa i snitt bruker 5 prosent som risikopremie. Denne risikopremien samsvarer også med hva som benyttes av Bragelien,<sup>83</sup> Johnsen<sup>84</sup> og som Damodaran (2011) bruker som markedets risikopremie for verden. Kinserdal (2011) viste til at den historiske markedspremien på Oslo Børs mellom 1958 og 2004 var 5,5 prosent når man fjernet de 10 prosent høyeste og 10 prosent laveste observasjonene som følge av den korte analyseperioden, men han hevder også trenden synes å være at premien er noe lavere i dag. Dette utdypes noe grundigere av Gjesdal og Johnsen (2008) som mener den fremtidige premien vil være lavere enn den historiske som følge av mer diversifiserte investorer,

<sup>82</sup> Social Science Research Network, "Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers"

<sup>83</sup> Bragelien, I., 2011, forelesning 6

<sup>84</sup> Johnsen, T., 2010

mindre variasjon i børsens likviditet og inflasjon, gunstigere beskatning av kapitalinntekt og bedre kapitaliserte selskaper.

Når man skal foreta en lønnsomhetsberegning kan det være av interesse å tilnærme markedspremien til hva den var i det aktuelle året rentabiliteten sammenlignes mot. For vår analyseperiode (2007-2011) var risikopremien etter skatt i snitt 4,1 prosent, mens risikopremiens langsiktige snitt for perioden 1958-2011 gir 5,9 prosent etter skatt.

	Vekt	Periode for risikopremie	2007	2008	2009	2010	2011	07-11
	2/3	Årlig risikopremie 1958-2011	6,00 %	5,20 %	6,20 %	6,40 %	5,70 %	5,90 %
+	1/3	Årlig risikopremie 2007-2011	5,30 %	2,80 %	3,90 %	4,30 %	4,10 %	4,08 %
=	<b>1</b>	<b>Markedets risikopremie etter skatt</b>	<b>5,77 %</b>	<b>4,40 %</b>	<b>5,43 %</b>	<b>5,70 %</b>	<b>5,17 %</b>	<b>5,29 %</b>

Tabell 14 – Årlig risikopremie etter skatt.

Teorien om å vekte historien (2/3) med analyseperioden (1/3) gir en gjennomsnittlig risikopremie på 5,3 prosent etter skatt.<sup>85</sup>

Ut fra den nevnte teorien og med den fallende tendensen har vi valgt å vekte risikopremien for vår analyseperiode likt med risikopremiens langsiktige snitt, og vi ender opp med at markedets risikopremie etter skatt er 5,0 prosent gjennomsnittlig i analyseperioden, jamfør tabell 15:

	Vekt	Periode for risikopremie	2007	2008	2009	2010	2011	07-11
	0,5	Årlig risikopremie 1958-2011	6,00 %	5,20 %	6,20 %	6,40 %	5,70 %	5,90 %
+	0,5	Årlig risikopremie 2007-2011	5,30 %	2,80 %	3,90 %	4,30 %	4,10 %	4,08 %
=	<b>1</b>	<b>Markedets risikopremie etter skatt</b>	<b>5,65 %</b>	<b>4,00 %</b>	<b>5,05 %</b>	<b>5,35 %</b>	<b>4,90 %</b>	<b>4,99 %</b>

Tabell 15 – Årlig risikopremie etter skatt med lik vektning.

### 8.1.3 Egenkapitalbeta

Betaverdien er et estimat på samvariasjonen mellom selskapsavkastningen og markedsavkastningen, og er derfor et mål på den systematiske risikoen man har ved investeringer i et selskaps egenkapital, sammenlignet med i markedet. Selskaper som er børsnoterte kan estimere egenkapitalbetaen ut fra historiske kursdata, mens selskaper som ikke er børsnoterte kan estimere betaverdien via komparative selskaper for deretter å

<sup>85</sup> Knivsflå, K. H., 2011, forelesning 16

justere for ulik kapitalstruktur.<sup>86</sup> Når man bruker historiske kursdata burde man også justere for engangshendelser som har påvirket kursutviklingen vesentlig, eksempelvis oppkjøp eller likvidasjoner.

Det er ingen tilgjengelig kursdata for TusenFryd, og det har, som nevnt, heller ikke vært noen omsetning i deres aksje siden de ble kjøpt opp av Parques Reunidos. Av den grunn må vi estimere TusenFryd sin betaverdi basert på den historiske kursdataen for komparative selskaper. Vi har valgt to europeiske fornøylesparker, Tivoli i København og Euro Disney (også kjent som Disneyland Paris), som TusenFryd sine komparative selskaper. Disse er i størrelsesorden mye større enn TusenFryd, men benyttes i mangel av andre børsnoterte alternativer. I tillegg er TusenFryd sine eiere i størrelsesorden større enn Euro Disney basert på besøkstall med sine 25 millioner årlig besøkende mot Euro Disney sine 15 millioner.

Selv om Damodaran<sup>87</sup> og Datastream gir betaverdiene direkte, har vi valgt å foreta beregningen selv. Grunnen er at vi er interessert i en betaverdi basert på en femårs tidshorisont som er analyseperioden vår, mens Damodaran og Datastream estimerer betaverdien basert på en kortere tidshorisont. For å gjennomføre betaestimeringen må vi omgruppere de komparative selskapenes balanser, samt justere for dividende og unormale hendelser før vi til slutt justerer for eventuelle forskjeller i kapitalstrukturen.

Betaestimeringen vil skje i fem steg hvor vi i det første estimerer de komparative selskapenes egenkapitalbeta, mens vi i det andre estimerer selskapene beta til sysselsatt kapital. I det tredje steget finner vi bransjebetaen som vi vil bruke til å finne TusenFryd sin egenkapitalbeta i steg 4. I det femte steget vil vi foreta en Merrill Lynch – justering hvor vi vokter egenkapitalbetaen med markedsbetaen.

### **1. Finne egenkapitalbetaen for de komparative selskapene**

Egenkapitalbetaen finnes gjennom en regresjonsanalyse mellom den logaritmiske aksjekursutviklingen for selskapet og den logaritmiske børsutviklingen i Microsoft Excel. Vi har benyttet 60 observasjoner fra 5.1.2007 til 5.12.2011 hvor vi har sammenlignet Tivoli København sin kursutvikling med børsen i København og Euro Disney sin kursutvikling opp mot børsen i Paris.

---

<sup>86</sup> Kinserdal, F., 2011

<sup>87</sup> The Data Page - Damodaran, "Individual Company Information"



Regresjonsutskriftene fra Microsoft Excel gir en estimert egenkapitalbeta på 0,303 for Tivoli København og på 1,253 for Euro Disney.

## 2. Finne betaen til netto driftskapital i hvert selskap

Vi setter netto finansiell gjeldsbeta lik null fordi det forutsettes at systematisk risiko til finansiell gjeld oppveies av tilsvarende systematisk risiko for finansielle eiendeler. Dette er en enkel forutsetning, men alternativet er å beregne en implisitt finansiell gjeldsbeta basert på den syntetiske ratingen for de komparative selskapene. Ettersom Euro Disney og Tivoli i København har svakere rating enn TusenFryd så vil den implisitte finansielle gjeldsbetaen således overestimeres og resultatet ville blitt et avkastningskrav som, etter våre vurderinger, ville vært unaturlig høyt.<sup>88</sup>

Netto driftsbeta utledes derfor følgelig:

$$\beta_{NDK_j} = \frac{EK+MI}{NDK} * \beta_{EK_j} + \frac{NFG}{NDK} * \beta_{NFG_j} \approx \frac{EK+MI}{NDK} * \beta_{EK_j}$$

**Formel 7 - Netto driftsbeta.**

Dette gir en netto driftsbeta på 0,132 for Euro Disney og 0,222 for Tivoli København.

## 3. Kalkulerer bransjebetaen

Ut fra formelen under finner vi bransjebetaen som er et verdivektet gjennomsnitt av betaene sett i forhold til netto driftskapital for begge selskapene i bransjen.

$$\beta_B = \frac{NDK_1 * \beta_{NDK_1} + NDK_2 * \beta_{NDK_2}}{NDK_1 + NDK_2}$$

**Formel 8 – Bransjebeta.**

For bransjen for fornøylesparker får vi derfor en bransjebeta på 0,161.

## 4. Estimerer egenkapitalbetaen til TusenFryd

TusenFryd sin gjennomsnittlige egenkapitalbeta i årene 2007-2011 estimerer vi ut fra følgende formel hvor vi justerer bransjebetaen for TusenFryd sin kapitalstruktur:

---

<sup>88</sup> Kinserdal, F., 2011

$$\beta_{EKi} = \frac{\beta_B}{\frac{EK+MI}{NDK_i}}$$

**Formel 9 - Egenkapitalbeta.**

Vi finner at TusenFryd sin gjennomsnittelige egenkapitalbeta er 0,193.

### 5. Estimerer den justerte egenkapitalbetaen til TusenFryd

Merrill Lynch hevder at betaverdier på lengre sikt vil tilbakevende mot gjennomsnittet ("mean reverting"), som tilsvarer markedets betaverdi (1). Vi beregner derfor en justert betaverdi ut fra følgende formel:

$$\beta^* = \beta_{EKi} * \frac{2}{3} + \frac{1}{3} * \beta_M$$

**Formel 10 - Justert egenkapitalbeta.**

Den justerte egenkapitalbetaen til TusenFryd estimeres derfor til 0,462.

Ved utarbeidelse av finansielt gjeldskrav senere vil vi finne netto driftsbeta som brukes til å estimere egenkapitalbetaen for hvert av årene i analyseperioden.

### Beregning av egenkapitalbeta for hvert av årene i analyseperioden

Det første teoremet til Miller og Modigliani forteller at et selskaps verdi ikke påvirkes av kapitalstrukturen. Med denne forutsetning vil netto driftsbeta være konstant i hele analyseperioden. Teoremet forutsetter perfekt informasjon aktørene i mellom, ingen skattesubsidier eller konkurskostnader. Disse forutsetningene er noe urealistiske ettersom man i Norge har fradragrett for rentekostnader slik at gjeld foretrekkes fremfor andre finansieringsmetoder. I tillegg vil investorene vurdere den økte konkurssannsynligheten når netto finansiell gjeldsandel overstiger et bestemt nivå. På tross av dette benyttes teoremet svært ofte og vi velger å benytte dette teoremet.<sup>89</sup>

Ved å justere vektingen mellom egenkapital og finansiell gjeld kan vi benytte følgende formel til å beregne den årlige egenkapitalbetaen:

---

<sup>89</sup> Brealy, R. and Myers, S., 2000

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK}$$

**Formel 11 - Årlig egenkapitalbeta.**

Netto finansiell gjeldsbeta har vi tidligere forutsatt lik null, hvilket muliggjør beregning av finansiell gjeldsbeta følgelig:

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{FG}$$

**Formel 12 - Finansiell gjeldsbeta.**

Den finansielle eiendelsbetaen kan uttrykkes som summen av kontantbetaen, fordringsbetaen og investeringsbetaen ( $\beta_{FE} = \beta_{KON} + \beta_{FOR} + \beta_{INV}$ ). Ettersom kontantkravet tilsvarer risikofri rente og fordringskravet tilsvarer summen av risikofri rente og en markedspremie som utjevnes ved tapsavsetninger, vil betaverdiene for disse være null. Samtidig forutsettes en diversifisert investeringsportefølje som tilsvarer beta lik en. Dette gir følgende uttrykk for finansiell eiendelsbeta:

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE}$$

**Formel 13 - Finansiell eiendelsbeta.**

Vi estimerer finansiell eiendelsbeta:

		2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
	Finansiell gjeldsbeta	$\beta_{FG}$	0,00	0,00	0,02	0,02	0,01
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,42	1,02	1,04	1,17	1,08
-	Finansiell eiendelsbeta	$\beta_{FE}$	0,02	0,12	0,48	0,13	0,18
*	Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,42	0,02	0,04	0,17	0,08
=	<b>Netto finansiell gjeldsbeta</b>	<b><math>\beta_{NFG}</math></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
	Kontantbeta	$\beta_{KON}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
*	Kontantvekt	KON/FE	0,98	0,88	0,52	0,87	0,81
+	Investeringsbeta	$\beta_{INV}$	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
*	Investeringsvekt	INV/FE	0,02	0,12	0,48	0,13	0,18
=	<b>Finansiell eiendelsbeta</b>	<b><math>\beta_{FE}</math></b>	<b>0,02</b>	<b>0,12</b>	<b>0,48</b>	<b>0,13</b>	<b>0,18</b>

**Tabell 16 – Estimering av finansiell eiendelsbeta.**

Ettersom vi har gjennomsnittelig egenkapitalbeta kan vi kalkulere den gjennomsnittelige netto driftsbeta og med den nevnte forutsetningen vil vi da kunne estimere den årlige justerte egenkapitalbetaen basert på konstant netto driftsbeta og følgende formel:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{NDK} \cdot \frac{EK}{NDK}}{\frac{EK}{NDK}}$$

**Formel 14 - Årlig justert egenkapitalbeta.**

		2007	2008	2009	2010	2011	Snitt	
	Egenkapitalbeta justert	$\beta_{EKi}$	0,525	0,546	0,481	0,424	0,378	0,462
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	0,601	0,579	0,656	0,745	0,835	0,683
+	Netto finansiell gjeldsbeta	$\beta_{NFG}$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,399	0,421	0,344	0,255	0,165	0,317
=	<b>Netto driftsbeta</b>	$\beta_{NDK}$	<b>0,316</b>	<b>0,316</b>	<b>0,316</b>	<b>0,316</b>	<b>0,316</b>	<b>0,316</b>

**Tabell 17 – Beregning av årlig justert egenkapitalbeta.**

#### 8.1.4 Illikviditetspremie

En likviditetspremie skal kompensere for en antatt markedssvikt i kapitalmarkedet og tillegges kravet til egenkapitalen med opp til 5 prosent. Denne markedssvikten kan skyldes informasjonsasymmetri mellom eksterne investorer og selskapets ledere. Denne asymmetrien gir dermed insentiver til å tillegge en premie til kravet på egenkapitalen. Man kan også legge til en premie dersom aksjen er mindre likvid, da spesielt for ikke-børsnoterte selskaper, som da skal kompensere for risikoen investoren påtar seg gjennom å investere i aksje som ikke er lett omsettelig. Det kan også være andre grunner til å tillegge en likviditetspremie, for eksempel dersom eieren vi lager regnestykker for er lite diversifisert, eierne foretar transaksjoner som fremmer egeninteressen eller hvis eierne har liten innsikt i selskapets verdier og fremtidsutsikter.<sup>90</sup>

Selv om TusenFryd er et aksjeselskap betyr ikke det at TusenFryd sine aksjer er enkle å få kjøpt. TusenFrydaksjene er veldig lite likvide og tilnærmet umulig å få tak i. Dette skyldes eeneieren Parques Reunidos sin langsiktige eierposisjon uten formål om å tjene raske penger. Dette gjenspeiles også ved at det ikke har skjedd noen endringer i eierskapsstrukturen siden Parques Reunidos fullførte oppkjøpet i 2007. Generelt er behovet for tillegg i avkastningskravet for slike langsiktige eiere lavt fordi de ikke er avhengig av noen kompensasjon for snarlig å kunne likvidere aksjeposten. Samtidig er vi av den oppfatning at TusenFryd ville hatt flere potensielle kjøpere ettersom selskapet i en lang årrekke har levert en egenkapitalavkastning på over 18 prosent.<sup>91</sup>

<sup>90</sup> Bragelien, I., 2011, forelesning 6

<sup>91</sup> TusenFryd AS, årsrapporter 2008-2011

Vi må uansett være forberedt på at Parques Reunidos før eller siden ønsker å selge, og vi må derfor påregne en premie. Dette underbygger vi gjennom at TusenFryd er en unotert bedrift med sjeldne handler i aksjen og fordi bransjen de opererer i er liten slik at lederne er i en posisjon til å besitte mer informasjon enn eksterne investorer. I følge Gjesdal og Johnsen (1999) kan man argumentere for en likviditetspremie i avkastningskravet til egenkapitalen på opp mot 4-5 prosent. Med utgangspunkt i den nevnte argumentasjon med det langsiktige eierskapet og den historisk høye egenkapitalavkastning velger vi derimot å nedjustere likviditetspremien til å være tre prosent.

### 8.1.5 Kalkulering av egenkapitalkravet

Ut av beregningene har vi nå tilstrekkelig informasjon til å utarbeide TusenFryd sitt årlige og gjennomsnittlige egenkapitalkrav for analyseperioden. Beregningene presenteres i tabell 18:

		2007	2008	2009	2010	2011	Snitt	
	Risikofri rente etter skatt	rf	3,03 %	3,81 %	1,50 %	1,53 %	1,76 %	2,33 %
+	Egenkapitalbeta justert	$\beta_{EKI}$	0,525	0,546	0,481	0,424	0,378	0,471
*	Risikopremie etter skatt	MRP	5,65 %	4,00 %	5,05 %	5,35 %	4,90 %	4,99 %
+	Illikviditetspremie	LP	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
=	<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>EKK</b>	<b>9,00 %</b>	<b>9,00 %</b>	<b>6,93 %</b>	<b>6,80 %</b>	<b>6,61 %</b>	<b>7,67 %</b>

Tabell 18 – Kalkulering av egenkapitalkravet.

For analyseperioden finner vi et gjennomsnittlig egenkapitalkrav på 7,67 prosent. Vi ser også at egenkapitalkravet har falt jevnt fra 9,00 prosent i 2007 og 2008 til 6,61 prosent i 2011. Dette skyldes hovedsakelig to grunner; Den første er den risikofrie renten som har falt over to prosentpoeng i analyseperioden, fra 3,81 prosent i 2008 til 1,76 prosent i 2011. Den andre faktoren som har bidratt til å redusere egenkapitalkravet er den reduserte risikoen gjennom redusert gearing (økt egenkapitalandel). Dette gjenspeiles i avtakende justert egenkapitalbeta som er blitt redusert fra 0,546 i 2008 til 0,378 i 2011.

## 8.2 Krav til finansiell gjeld

Finansielt gjeldskrav er finansinstitusjonene sitt avkastningskrav på kapitalutlån. Det finansielle gjeldskravet beregnes følgende:<sup>92</sup>

<sup>92</sup> Knivsflå, K. H., 2011

	Risikofri rente + administrasjonstillegg
+	kredittrisikopremie (eller $\beta_{FG} * MRP$ )
+	eventuell illikviditetspremie
=	<b>Finansielt gjeldskrav</b>

Formel 15 - Finansielt gjeldskrav.

Vi benytter den samme risikofrie renten etter skatt som for egenkapitalkravet. Som risikopremie benyttes langsiktig "credit spread" basert på den syntetiske ratingen fratrukket langtillegget dersom forholdet mellom kortsiktig gjeld og kortsiktig finansiell gjeld (gjennomsnittelig forfallstid på finansiell gjeld) er mindre enn to. "Credit spread" er summen av administrasjonstillegg, kredittrisikopremie og likviditetspremie.<sup>93</sup>

Kalkuleringen av det finansielle gjeldskravet er vist i tabell 19:

		2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
<b>Syntetisk rating</b>		<b>BBB</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>
Risikofri rente etter skatt	rf	3,03 %	3,81 %	1,50 %	1,53 %	1,76 %	2,33 %
+ Lang kredittrisikopremie etter skatt	KRP	1,50 %	3,20 %	3,20 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
- Langtillegg	lang	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,50 %	0,50 %	0,20 %
= <b>Finansielt gjeldskrav</b>	<b>FGK</b>	<b>4,53 %</b>	<b>7,01 %</b>	<b>4,70 %</b>	<b>2,53 %</b>	<b>2,76 %</b>	<b>3,63 %</b>

Tabell 19 - Kalkulering av finansielt gjeldskrav.

Det finansielle gjeldskravet har gått litt opp og ned. I 2008 var kravet på over 7 prosent, hvilket skyldtes forholdsvis høy risikofri rente etter skatt og en lavere syntetisk rating enn hva TusenFryd har i dag. I dag er det finansielle gjeldskravet på 2,76 prosent. Dette skyldes en lav risikofri rente etter skatt og en syntetisk rating som er på et bedre nivå enn hva den var i 2008. I tillegg har gjennomsnittelig forfallstid på finansiell gjeld blitt redusert slik at langtillegget på "credit spreaden" har bortfalt. Det gjennomsnittelige finansielle gjeldskravet for analyseperioden er derfor på 3,63 prosent.

### 8.3 Krav til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler er summen av kontanter, fordringer og investeringer (verdipapirer). Dette er plasseringer som krever sin avkastning i plasseringsperioden og det er summen av disse avkastningskravene som er det finansielle eiendelskravet. Som vi gjorde ved beregningen av eiendelskravet settes kontantkravet lik den nominelle risikofrie renten etter skatt, mens det fortsatt forutsettes en diversifisert investor slik at investeringskravet

<sup>93</sup> Knivsflå, K. H., 2011

tilsvarende markedskravet som tilsvarende summen av risikofri rente og risikotillegg. Ettersom TusenFryd ikke har noen finansielle fordringer utelukkes fordringskravet fra beregningene. Det finansielle eiendelskravet blir da:

			2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
	Kontantkrav	rf	3,03 %	3,81 %	1,50 %	1,53 %	1,76 %	2,33 %
*	Kontantvekt	KON/FE	0,98	0,88	0,52	0,87	0,81	0,82
+	Investeringskrav	rf+MRP	8,68 %	7,81 %	6,55 %	6,88 %	6,66 %	7,32 %
*	Investeringsvekt	INV/FE	0,02	0,12	0,48	0,13	0,19	0,18
=	<b>Finansielt eiendelskrav</b>	<b>FEK</b>	<b>3,12 %</b>	<b>4,28 %</b>	<b>3,90 %</b>	<b>2,24 %</b>	<b>2,67 %</b>	<b>3,25 %</b>

Tabell 20 – Beregning av kravet til finansielle eiendeler.

TusenFryd sitt finansielle eiendelskrav har avtatt noe de senere årene som følge av reduksjon i den risikofrie renten. Det gjennomsnittelige finansielle eiendelskravet for analyseperioden er 3,25 prosent.

#### 8.4 Krav til netto finansiell gjeld

Netto finansielt gjeldskrav (NFGK) er differansen mellom det finansielle gjeldskravet og kravet til finansielle eiendeler:

$$\text{NFGK} = \text{FGK} * \frac{\text{FG}}{\text{NFG}} - \text{FEK} * \frac{\text{FE}}{\text{NFG}}$$

Formel 16 - Netto finansielt gjeldskrav.

Dette gir følgende netto finansielle gjeldskrav for TusenFryd:

			2007	2008	2009	2010	2011	Snitt
	Finansielt gjeldskrav	FGK	4,53 %	7,01 %	4,70 %	2,53 %	2,76 %	3,63 %
*	Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,422	1,024	1,040	1,173	1,082	1,148
-	Finansielt eiendelskrav	FEK	3,12 %	4,28 %	3,90 %	2,24 %	2,67 %	3,25 %
*	Finansielt eiendelsvekt	FE/NFG	0,422	0,024	0,040	0,173	0,082	0,148
=	<b>Netto finansiell gjeldskrav</b>	<b>NFGK</b>	<b>5,13 %</b>	<b>7,08 %</b>	<b>4,73 %</b>	<b>2,58 %</b>	<b>2,77 %</b>	<b>4,46 %</b>

Tabell 21 – Beregning av krav til netto finansiell gjeld.

Ikke overraskende er også dette kravet lavest de to siste årene som følge av den reduserte risikofrie renten. Det gjennomsnittelige netto finansielle gjeldskravet til TusenFryd er 4,46 prosent for analyseperioden.

## 8.5 Netto driftskrav

Vi finner TusenFryd sitt netto driftskrav ved å vekte kravene for selskapets finansieringsmetoder. Netto driftskrav for TusenFryd er da sammensatt av egenkapitalkravet (EKK) og kravet til netto finansiell gjeld (NGF). Disse kravene multipliserer vi med henholdsvis egenkapitalandel (EK) og netto finansiell gjeldsandel (NFG) i forhold til netto driftskapital. Det gir følgende uttrykk:

$$\text{NDK} = \text{EKK} * \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{NFGK} * \frac{\text{NFG}}{\text{NDK}}$$

### Formel 17 - Netto driftskrav.

Som utgangspunkt skulle man her benyttet markedsverdier ved vektning for å få et best resultat, men grunnet informasjonsknapphet benyttes bokførte verdier.<sup>94</sup>

Vi forutsetter fortsatt, jamfør avsnittet om estimering av årlig justert egenkapitalbeta, at det første teoremet til Miller og Modigliani holder slik at vi holder betaverdien til netto driftskapital konstant, og ikke kravet til netto driftskapital. Grunnen til dette er urimeligheten ved å forutsette et konstant driftskrav som implisitt ville forutsatt en konstant risikofri rente for analyseperioden. Netto driftskrav blir da følgende:

		2007	2008	2009	2010	2011	Snitt	
	Egenkapitalkrav	EKK	9,00 %	9,00 %	6,93 %	6,80 %	6,61 %	7,67 %
*	Egenkapitalandel	EK/NDK	0,601	0,579	0,656	0,745	0,835	0,683
+	Netto finansielt gjeldskrav	NFGK	5,13 %	7,08 %	4,73 %	2,58 %	2,77 %	4,46 %
*	Netto finansiell gjeldsandel	NFG/NDK	0,399	0,421	0,344	0,255	0,165	0,317
=	<b>Netto driftskrav</b>	<b>NDK</b>	<b>7,46 %</b>	<b>8,19 %</b>	<b>6,17 %</b>	<b>5,72 %</b>	<b>5,98 %</b>	<b>6,70 %</b>

Tabell 22 – Estimering av netto driftskrav.

Fra tabell 22 ser vi netto driftskrav varierer fra 8,19 prosent i 2008 til 5,72 prosent i 2010. Dette skyldes, som nevnt, hovedsakelig lavere risikofri rente og en bedre syntetisk rating. Det gjennomsnittelige netto driftskravet for analyseperioden er 6,70 prosent.

<sup>94</sup> Brealy, R. and Myers, S., 2000



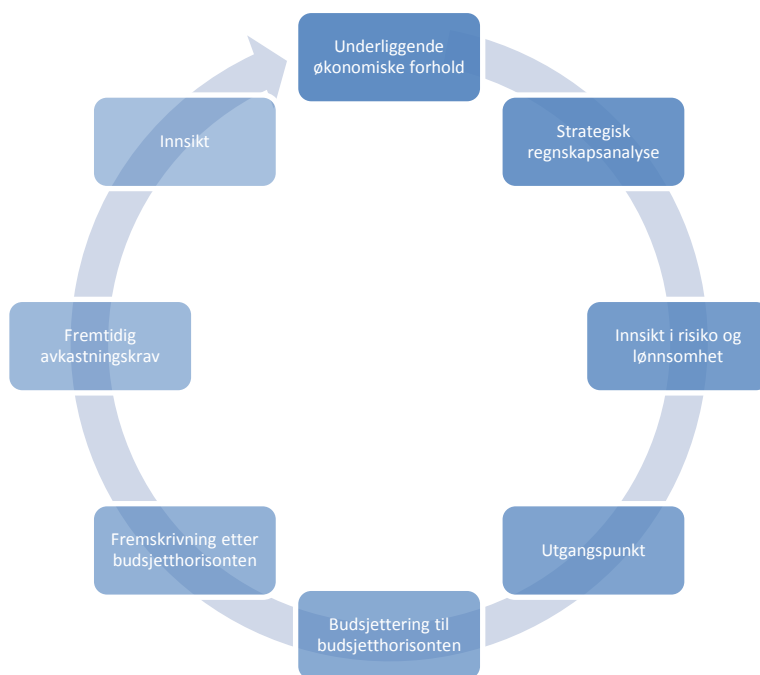
## 9 Fremtidsprognoser

Vi har nå kommet frem til den tredje delen av rammeverket for fundamental analyse, som ble presentert i kapittel 3.1, jamfør figur 3. Ved hjelp av den strategiske regnskapsanalysen vil vi utarbeidet vil vi predikere den fremtidige utviklingen til selskapet. Videre vil vi neddiskontere kontantstrømmene med et fornuftig valgt fremtidskrav, for å kunne estimere verdien av egenkapitalen og aksjekursen per 31.12.2011.

Jamfør den strategiske regnskapsanalysen ble det konkludert med at TusenFryd har evnet å skape seg en unik posisjon i markedet, ikke som den største eller den mest spektakulære, men som den som leverer de beste resultatene og de beste marginene. Vi har grunn til å tro at TusenFryd vil fortsette å generere gode resultater i årene som kommer, med et lite tilbakefall i året hvor "superinvesteringer" skjer. Etersom bransjefordelen ikke er spesiell, og det derfor er mulig å ta igjen TusenFryd sitt forspranget har vi grunn til å anta at marginene vil sammenfalle mer med bransjesnittet i fremtiden. TusenFryd har sine største fordeler gjennom intern kompetanse, kapitalsterkt morselskap og de makroøkonomiske rammebetingelsene. Den interne kompetansen er det mulig å adoptere, og den er dermed ikke grunnlag som varig fortrinn. Et kapitalsterkt morselskap er heller ikke unikt ettersom også andre aktører kan bli kjøpt opp av samme eller lignende selskaper. Som nevnt kan vi også se en svak trend til at TusenFryd har investert mindre etter at de ble kjøpt opp, og at de av den grunn leverer gode resultater nå, men at det kan være en demper for fremtidige inntekter, dersom ikke parken velger å fornye seg ved jevne mellomrom, hvilket vi senere i kapitlet forutsetter de gjør.

### 9.1 Fremtidsregnskapets rammeverk

Ved å gjengi figur 43 viser vi hvilken fremgangsmetode vi ønsker å benytte i prognoseregnskapet til TusenFryd.



Figur 43 - Rammeverk for fremtidsregnskap.<sup>95</sup>

Vi starter med å budsjettere fremtidsregnskapet til TusenFryd frem til budsjetthorisonten. Videre vil vi foreta en prognostisering av budsjettert regnskap utover budsjetthorisonten. Så må vi utarbeide fremtidige avkastningskrav for å kunne neddiskontere kontantstrømmene.

## 9.2 Budsjettering og budsjetthorisont

Budsjetthorisonten er satt som det året (T) hvor en går over fra budsjettering til enkel fremskrivning av budsjettdriverne. Det er som kjent konstant vekst, rentabilitet og avkastningskrav etter budsjetthorisonten. Det som derfor er viktig å avgjøre er tidspunktet for "steady state" og kvaliteten på regnskapsføringen. Steady state-vekst oppstår når vekstfaktoren er tilnærmet konstant, det vil si det tidspunktet det er rimelig å tilnærme TusenFryds vekst med den generelle veksten i verdensøkonomien generelt.<sup>96</sup>

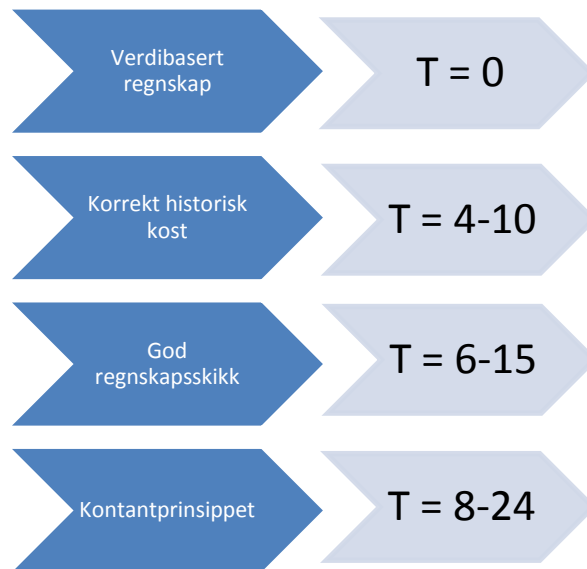
Vi anser det som naturlig at TusenFryd vil opprettholde intervalltiden på storinvesteringene, noe som gjør sitt til at vi forventer storinvesteringer i 2013, 2016 og 2019, utover dette er det vanskelig å si noe mer om intervallet og graden på investeringene, som også er en sterk driver til fremtidig vekst. Med de fordelene TusenFryd har opparbeidet og som finnes i bransjen generelt sett, mener vi det er vanskelig å spå når TusenFryd vil nå steady state. Vi velger derfor en elleveårs prognoseperiode frem til 2022, mens vi fra 2022 vil budsjettere en

<sup>95</sup> Penman, S., 2007

<sup>96</sup> Daly, H., 1992

T som vi mener er representativ for TusenFryd sin gjennomsnittelige fremtidige vekst, fremfor bransjens eller verdensøkonomiens vekst. Vi velger derfor å budsjettere TusenFryd sin evigvarende vekst til å ligge en prosent høyere enn den langsiktige veksten i verdensøkonomien, jamfør kapittel 6.5.1.

Det skilles ofte mellom fire kvalitetsgrupper i lærebokteorien:<sup>97</sup>



Figur 44 – De fire kvalitetsgruppene.

Det finnes en rekke faktorer som påvirker tiden frem til steady state. Fase i livssyklusen, hvordan TusenFryd tilpasser seg sammenlignet med bransjesnittet og kvaliteten på regnskapsføringen. Starter man med livssyklusen er det naturlig å plassere TusenFryd i en modningsfase. Jamfør utviklingen i regnskapene for de siste 5-10 årene har TusenFryd befunnet seg i denne fasen, men hvor lenge de ønsker å være der og med tanke på at TusenFryd leverer et produkt med lang levetid avhenger dette av i hvilken grad TusenFryd ønsker å fornye tilbudet. I den strategiske analysen viste vi at TusenFryd har prestert over bransjesnittet både med hensyn på lønnsomhet og vekst i analyseperioden. Dette gir en klar indikasjon på at TusenFryd fortsatt er en vekstbedrift og at det fortsatt vil være en stund til de når steady state. Utviklingen i infrastrukturen og medfølgende større markeder gjør at vi mener kundegrunnet bare vil bli større.

<sup>97</sup> Knivsflå, K. H., 2006

Selskapet rapporterer i henhold til Regnskapsloven og god regnskapsskikk,<sup>98</sup> og tatt dette i betraktning og at vi har nærmet oss historisk kost og virkelig verdi gjennom justeringer (kap. 5) anser vi elleve år som en god budsjettthorisont.

I en startfase vil budsjetteringen ha en optimistisk karakter; en vil se i budsjetteringen at de midlertidige og varige konkurransefortrinnene vil gi en høyere avkastning i perioder, særlig der "superattraksjoner" presenteres. Utover i budsjettperioden vil man se en naturlig utvikling hvor tallmaterialet tenderer mot bransjesnittet, jamfør "mean reversion".

I utgangspunktet fremskrives budsjettdriverne lineært over fire budsjettpunkt, det første året for budsjettering er budsjettpunkt 1 (2012), det andre året for budsjettering budsjettpunkt 2 (2013), det tredje punktet M i 2016 og det siste året for budsjettering T i 2022. Verdiene vil som regel konvergere mot bransjesnittet, eller det historiske snittet for selskapet dersom selskapet ikke har varige strategiske fordeler/ulempes. Her vil vi understreke at med tanke på resultatene vi har fra den strategiske analysen og analysen av regnskapet er det tydelig at TusenFryd oppnår økt besøkstall de årene de investerer stort i superattraksjoner. Av den grunn har vi valgt å se bort fra en lineær tilnærming av budsjettdriverne ettersom det er naturlig å budsjettere med et inntektshopp i år med nye superattraksjoner og da også økte kostnader.

I budsjetteringsprosessen kunne det vært aktuelt å lage flere ulike utviklingsbaner gjennom scenariobudsjetteringer, men ettersom fremtiden i stor grad baseres på analytikerens skjønnsmessige antakelser har vi valgt å forholde oss til et budsjett. Grunnen er at vi mener troverdigheten vil bli den samme uansett hvor mange scenarioer man budsjetterer og usikkerheten i tallmaterialet er noe man ikke kan bortdiversifisere i en sånn analyse. Det var også en av grunnene til at vi, som nevnt, har valgt kun en periode frem til T, hvor vi i T har budsjettert med en verdi tilsvarende hva vi mener er et naturlig snitt i den evigvarende perioden. Vi vil uansett vurdere usikkerheten og troverdigheten til verdiestimatet gjennom sensitivitetsanalyser og simuleringer for enkelte variabler og ved hjelp av multipler i henholdsvis kapittel 10 og 11.

Vi har valgt å gjøre budsjetteringen med basis i fem steg, syv budsjett drivere og inngående kapital. Jamfør Penman (2007) er det viktig å holde antall budsjett drivere nede for på den

---

<sup>98</sup> Årsrapport 2011 "TusenFryd"

måten å ha best mulig oversikt og kontroll over budsjetteringsprosessen. Vi tar det som en forutsetning at kontantstrømmene kommer per 31.12 i fremtidsregnskapet. Vi operer med følgende budsjett drivere:

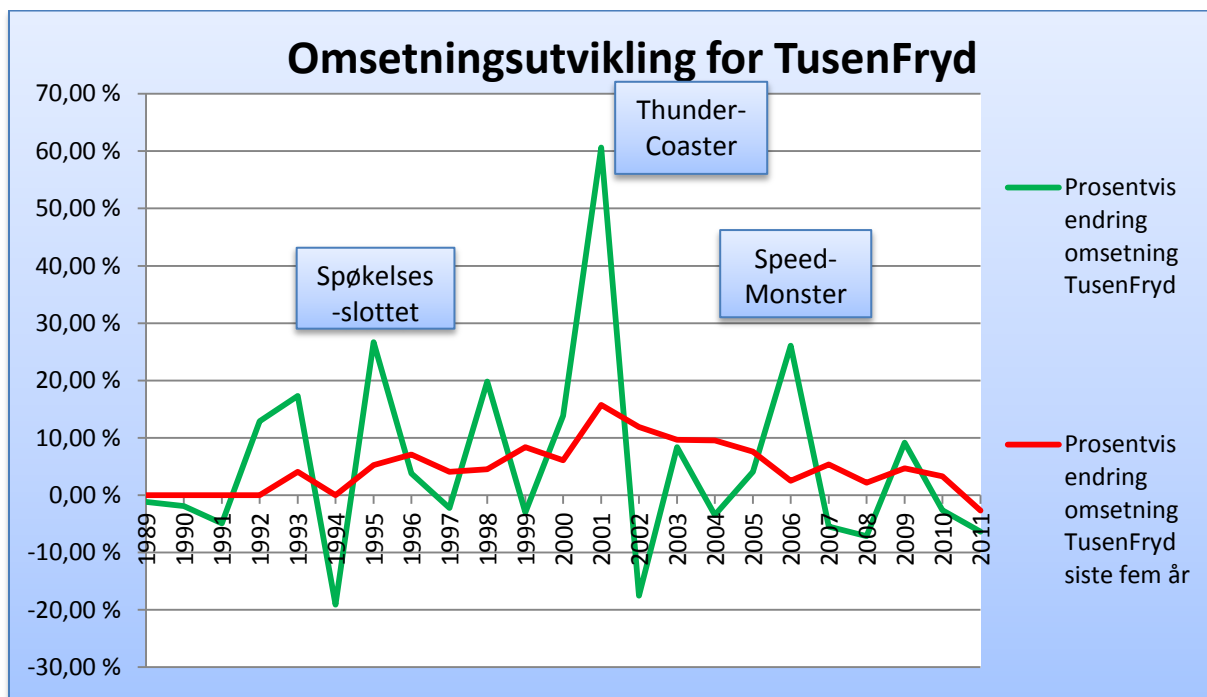
1. Driftsinntektsvekst
2. Omløpet til netto driftseiendeler
3. Netto driftsmargin
4. Finansiell gjeldsdel
5. Finansiell eiendelsdel
6. Finansiell gjeldsrente
7. Finansiell eiendelsrentabilitet

### **Steg 1 – Driftsinntekter**

Jamfør den strategiske analysen sitter TusenFryd med en del konkurransefortrinn som er unike i bransjen. Med utgangspunkt i de konkurransefortrinnene som har grunnlag for å være varige er det i hovedsak TusenFryds unike lokalisering kun få mil utenfor Oslo, hvor de har halve Norges befolkning innenfor en radius som gjør dagsbesøk mulig, som er av størst betydning. I seg selv er ikke dette unikt, men kombinert med at det er kapitalkrevende å etablere seg i samme marked og at det er all grunn til å tro det ikke er rom for ytterligere aktører i samme region er dette med på å stille TusenFryd i en unik posisjon også i fremtiden. Videre følger konkurransefortrinn som ikke er av varig karakter, men som er helt essensielle for at TusenFryd skal videreføre strategien om å utvikle parken med superattraksjoner ved jevne mellomrom. Dette har TusenFryd større forutsetninger til å gjøre enn andre aktører i samme bransje siden de leverer bedre resultater enn de sammenlignbare aktørene og i tillegg har de et kapitalsterkt morselskap i ryggen.

Jamfør analysen av inntektene i lønnsomhetsanalysen (kapittel 6.2) og med tanke på resultatene vi har fra regnskapsanalysen er det tydelig at antall besøkende varierer mer enn hva driftsinntektene og resultatet gjør (jamfør figur 2). Fra 1994 og frem til 2010 har TusenFryd levert stabil vekst både i driftsinntektene og resultatet, men det er en helt klar tendens til at det i toppårene for driftsinntekter skyldes at superattraksjoner har blitt lansert, og dette har medført at antall besøkende har økt med snau 100 000 sammenlignet med året før. Dette betyr at vi vil innkalkulere veksten i driftsinntekter med hensyn på når

nye superattraksjoner vil bli introdusert (2013,2016 og 2019). For å prognostisere de fremtidige driftsinntektene i forhold til våre forutsetninger om nyinvesteringer i superattraksjoner hvert tredje år har vi tatt utgangspunkt i følgende figur:



Figur 45 – Omsetningsutvikling i prosent for TusenFryd.

Vi ser en klar tendens hvor årene med store investeringer følges av et år med reduksjon i omsetningen. Vi konkluderte i kapittel 6 med at TusenFryd sin langsiktige vekst vil ligge rundt seks prosent og ut fra figur 45 virker ikke dette urimelig. Vi har nevnt at TusenFryd sine ”middelmodige” resultater de siste årene blant annet skyldes mangel på nyinvesteringer, dårlig vær, innføring av merverdiavgift på billettsalget og en internasjonal finanskriser og at vi derfor har sett bort fra en mulig tilbakegangsfase i livssyklusen, men i stedet forutsatt en modningsfase med dertil moderat vekst.

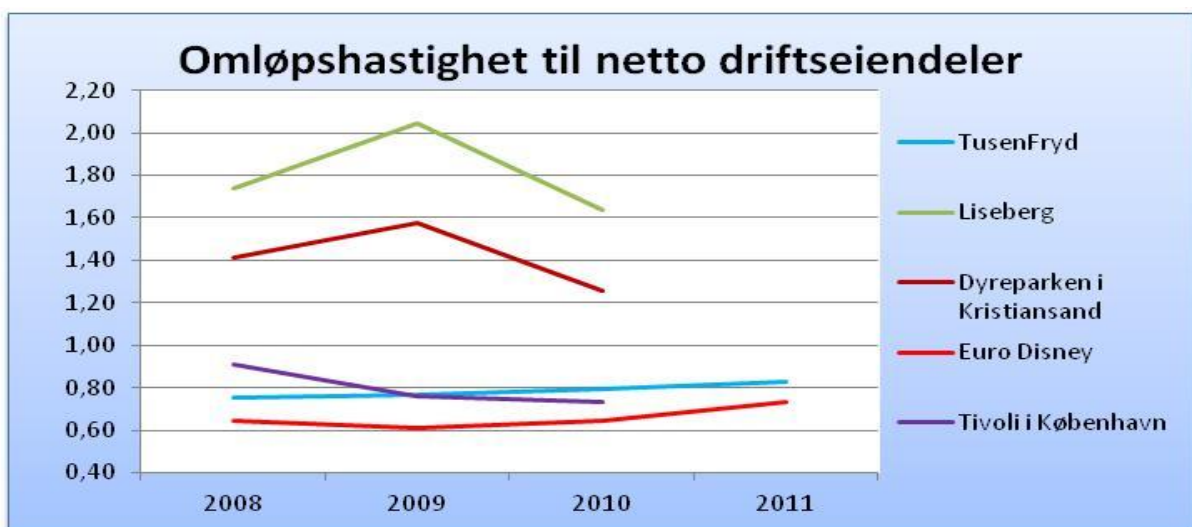
I 2012 har TusenFryd nylig gått ut med at de lanserer fem nye attraksjoner. Dette er ikke attraksjoner som kan kategoriseres som superattraksjoner, men de er rettet mot småbarnsfamilier med barn på fem år og oppover. Dette kan tyde på at TusenFryd øker fokuset mot de minste og i større grad ønsker å konkurrere mot Hunderfossen Familiepark og Kristiansand Dyrepark på dette segmentet.<sup>99</sup>

<sup>99</sup> TusenFryd.no, ”Nyheter 2012” og Klikk.no, ”Slik regner du ut barnets høyde som voksen”

Med utgangspunkt i de nevnte forutsetninger og de kortsiktige prognosene fra figur 31 antar vi en vekst tilsvarende den historisk gjennomsnittelige veksten i verdensøkonomien på rundt fem prosent i 2012, jamfør kapittel 6. Den samme veksten antar vi i det andre året etter superinvesteringene (2015, 2018 og 2021), mens steady state som nevnt antas å være seks prosent. Med tanke på investeringene forutsetter vi at investeringen i 2013 blir den største, og kombinert med en forholdsvis lav driftsinntekt i 2012 antas økningen å være på 37 prosent. Dette synes rimelig når vi husker ThunderCoaster resulterte i en økning på over 60 prosent. Vi har også sett at investeringsår følges av et tilbakegangsår og vi budsjetterer derfor med en tilbakegang på ni prosent i 2014. De to siste investeringene i henholdsvis 2016 og 2019 har vi antatt vil gi en noe mindre driftsinntektsvekst, i 2016 skyldes dette fortrinnsvis at vi har antatt at investeringen er i størrelsesorden noe mindre, hvilket gjenspeiles i at gjeldsgraden økes i mindre grad enn i 2013 og 2019. For 2019 har vi antatt at jo større parken blir, jo vanskeligere vil det være å øke driftsinntektene fra et historisk forholdsvis høyt nivå til et historisk enda høyere nivå. Med andre ord har vi vurdert denne investeringen til å gi en noe mindre effekt enn hva SpeedMonster gav i 2006 (selv om investeringen i størrelsesorden er tenkt å være cirka den samme) grunnet en tilnærming mot steady state.

## Steg 2 – Netto driftseiendeler

Gjennom lønnsomhetsberegninger har vi funnet at bransjen deler seg i to med henhold på omløpshastigheten til netto driftseiendeler.



Figur 46 – Omløpshastigheten til netto driftseiendeler.

Tar vi først for oss TusenFryd, jamfør figur 46, ser vi de har en økende trend i omløpshastigheten fra 0,75 i 2008 til 0,83 i 2011. Dette tilsvarer en årlig vekst på 3,4 prosent, noe som må sees på som positivt. Uansett vil ikke effektivitetsveksten vokse uavbrutt, slik at et selskap må si seg fornøyd så lenge den vokser noe på sikt. Det er ikke unaturlig at vi finner en positiv trend i dette tallmaterialet med tanke på at vi i den strategiske analysen og lønnsomhetsberegningen har funnet klare indikasjoner på at TusenFryd er blant de mest effektive i bransjen. TusenFryd skilte seg spesielt ut med lønnsprosenten. Her mener vi TusenFryd har et midlertidig konkurransefortrinn siden de evner å utnytte ledig kapasitet bedre enn andre aktører i bransjen. Ved hjelp av enda bedre utnyttelse av stordriftsfordeler og enda bedre kostnadsstyring er det fortsatt mulig å øke netto omløpshastighet på driftseiendelene.

Ser vi videre på bransjen som helhet har vi en gjennomsnittelig omløpshastighet på 1,16 i perioden 2008-2010, men dette beløpet blir trukket opp av Kristiansand Dyrepark og Liseberg som opererer med et omløpshastighetsnitt på henholdsvis 1,42 og 1,81 for de siste tre årene. Det er likevel verdt å merke seg at de to mest effektive hadde et betydelig fall i omløpshastigheten fra 2009-2010. Liseberg har eksempelvis en negativ utvikling i omløpshastigheten på 20 prosent i denne perioden, mens TusenFryd, som nevnt, har hatt en positiv utvikling.

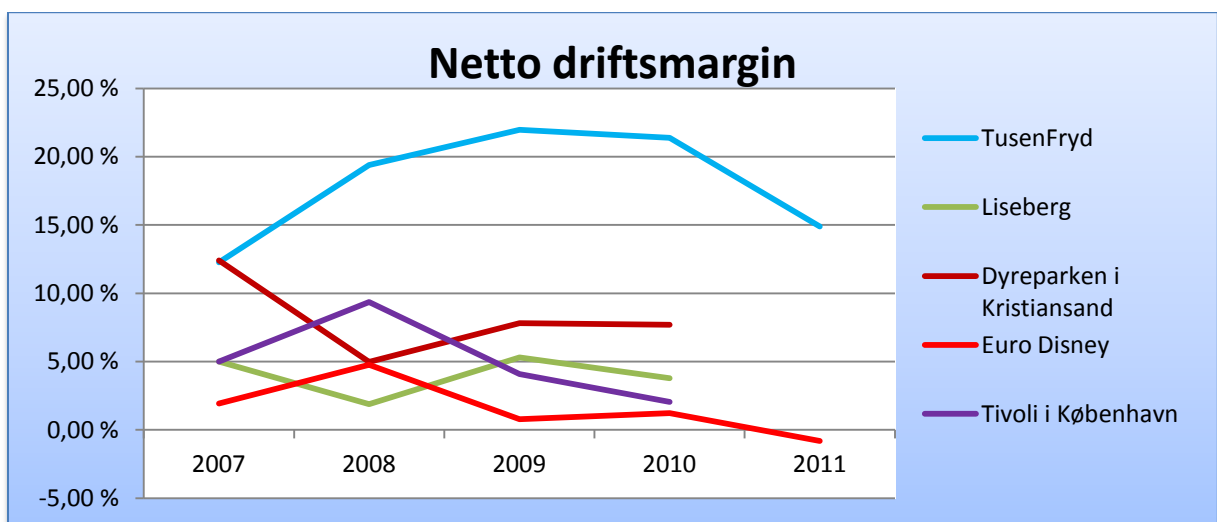
Siden TusenFryd har hatt fokus på effektivitetsforbedringer, og at de har vist klare tegn til å lykkes med det synes det fornuftig å anta at omløpshastigheten til netto driftseiendeler i snitt vil øke gjennom budsjettperioden og frem til T. Fra 2022 og utover forventer vi at omløpshastigheten vil stabiliseres. Til dels fordi TusenFryds effektivitetsvekst ikke kan vokse uavbrutt, samtidig som det er en negativ utvikling i bransjen som helhet. Med den forutsatte utviklingen har TusenFryd tilpasset seg rundt bransjesnittet i 2022, og vi operer med onde på 1,17 etter 2022.

### **Steg 3 – Netto driftsmargin**

En vekst i driftsinntektene som vi budsjetterte med i det første steget fører ofte naturlig med seg en redusert driftsmargin. Om vi først ser på sammenhengen mellom trenden i veksten for bransjen fra det første steget, og sammenligner det med utvikling i netto driftsmargin (jamfør figur 47) ser vi ingen korrelasjoner i bransjen som tyder på at vekst i driftsinntektene



fører til reduserte netto driftsmarginer. Ser vi på 2009 hvor TusenFryd, Liseberg og Dyreparken i Kristiansand opplever en vekst i driftsinntektene så ser vi derimot at driftsmarginen til alle tre øker, noe som er mot normalt. Ser vi derimot på året etter ser vi at alle selskapene vi har i vårt sammenligningsgrunnlag utenom TusenFryd selv øker driftsinntektene, men her ser vi en tendens om at økte driftsinntekter fører til reduserte netto driftsmarginer, hvor to av fire aktører i bransjen opplever mindre marginer som følge av vekst i driftsinntektene. Hva som kan forklare disse to ulike sammenhengene er at 2009 gav en høyere driftsinntekt enn 2010 og at den høye utviklingen i inntektene genererer et høyere netto driftsresultat gjennom en mindre økning i driftskostnadene.



Figur 47 – Netto driftsmargin.

Av figur 47 er det tydelig at TusenFryd har gjort mye riktig gjennom vår analyseperiode. Selv om driftsinntektene varierte stort i perioden 2008-2010 ser vi driftsmarginen holdt seg noenlunde stabilt rundt 20 prosent. Sammenligner vi med de øvrige aktørene i bransjen så er det ingen som er i nærheten av TusenFryd. Det som er verdt å merke seg er at TusenFryd har en negativ utvikling det siste året og at det er de tre unoterte selskapene som har de beste driftsmarginene.

Bakgrunnen for de gode tallene til TusenFryd finner vi i flere ledd i organisasjonen. Fra topp av styrer morselskapet med stødig hånd. Og det er naturlig å anta at siden TusenFryd er en del av et stort konsern så utveksles erfaringer og lignende som gjør sitt til at TusenFryd er blant de ledene på innovasjonsinformasjon i bransjen. Videre skiller TusenFryd seg positivt ut med tanke på at de er best på å utnytte arbeidsstokken sin. Deres evne til å hente inn

godt kvalifiserte sesongarbeidere, kombinert med de gode opplæringsrutinene de har gjennom TusenFrydskolen evner TusenFryd i langt større grad enn andre i bransjen å få mest ut av hver lønnskroner, noe som er med på å gi selskapet langt bedre driftsmarginsvekst enn bransjen som helhet.

At parken er godt utviklet og ikke i like stor grad trenger bearbeiding og utvikling som tidligere gjør sitt til at investeringskronene som blir benyttet i stor grad går til nye superattraksjoner i dag, mens en tidligere måtte bruke mye kapital på opparbeidelse av parken og infrastruktur. Dette resulterer i at en nå kan omsette en større del av driftsinntektene på å nedbetale gjeld og til å sikre seg en likviditetsbuffer til investering i nye superattraksjoner.

Vi har fortsatt tro på at TusenFryd kommer til å opprettholde sin posisjon som den mest effektive i markedet, men at den på lengre sikt vil tendere noe mot bransjesnittet. Også driftsmarginene har historisk sett variert med investeringene, hvilket ble gjenspeilet både i 2001 med ThunderCoaster og 2006 med SpeedMonster. Vi setter derfor en varierende netto driftsmargin for perioden hvor den stiger i investeringsårene, men faller i de to påfølgende, før den til slutt stabiliseres i T med en netto driftsmargin lik ni prosent. Som vi har vært inne på tidligere er de fleste konkurransefortrinnene til TusenFryd ikke av varig karakter, og av den grunn synes det fornuftig at selskapet ikke klarer å skille seg like mye ut i fremtiden og derfor vil nærme seg bransjesnittet. Vi velger derfor å sette netto driftsmargin til ni prosent i budsjettpunkt T noe som er høyere enn bransjesnittet i dag, men kombinasjonen av at vi har vondt for å tro at TusenFryd vil redusere sin driftsmargin utover det på sikt og at vi vil tro bransjen vil effektiviseres noe på sikt som følge av "learning by doing" og økt fokus på effektivitet og kostnadsstyring gjør at vi ser på en driftsmargin på ni prosent som realistisk.

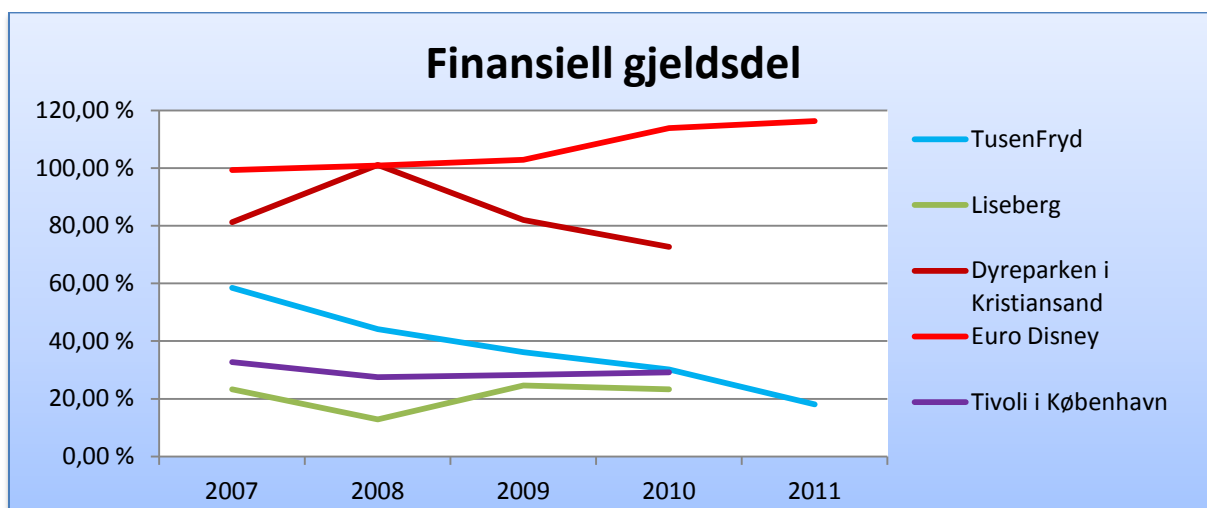
Bakgrunnen for at vi velger å nedjustere de fremtidige forventningene om superprofitten er at TusenFryd har vært ledende på kostnadssiden i bransjen. Flere tiltak som er grundig bearbeidet og analysert i den strategiske analysen og i lønnsomhetsanalysen har gjort sitt til at TusenFryd har opparbeidet seg en posisjon som den aktøren i bransjen som er mest kostnadseffektiv og dermed leverer de beste resultatene sett i forhold til driftsinntektene. TusenFryd kan derfor sees på som en pioner i bransjen innenfor kostnadsstyring og effektivisering, men slike forsprang blir som regel spist av substitutter eller nye inntrengere.

Eventuelt av staten i form av økte merverdiavgifter på billettene og dermed ser vi det som naturlig at driftsmarginsveksten blir mer moderat med tiden. Hadde vi sett på konkurransefortrinnene som varige på over ti års sikt kunne vi budsjettert med høyere netto driftsrentabilitet i budsjettpunkt T og da ville horisontverdien blitt høyere.

#### Steg 4 – Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld prognostiseres separat for finansiell gjeld og finansielle eiendeler med en budsjettdriver for hver av kapitalene. Vanligvis vil ikke et selskaps kapitalstruktur variere stort over tid, men for kapitalintensive selskaper, som TusenFryd, vil kapitalstrukturen påvirkes av større investeringer, hvilket betyr at netto finansiell gjeld vil variere med investeringene. På lengre sikt vil man derimot anta at selskaper tilnærmes bransjesnittet.

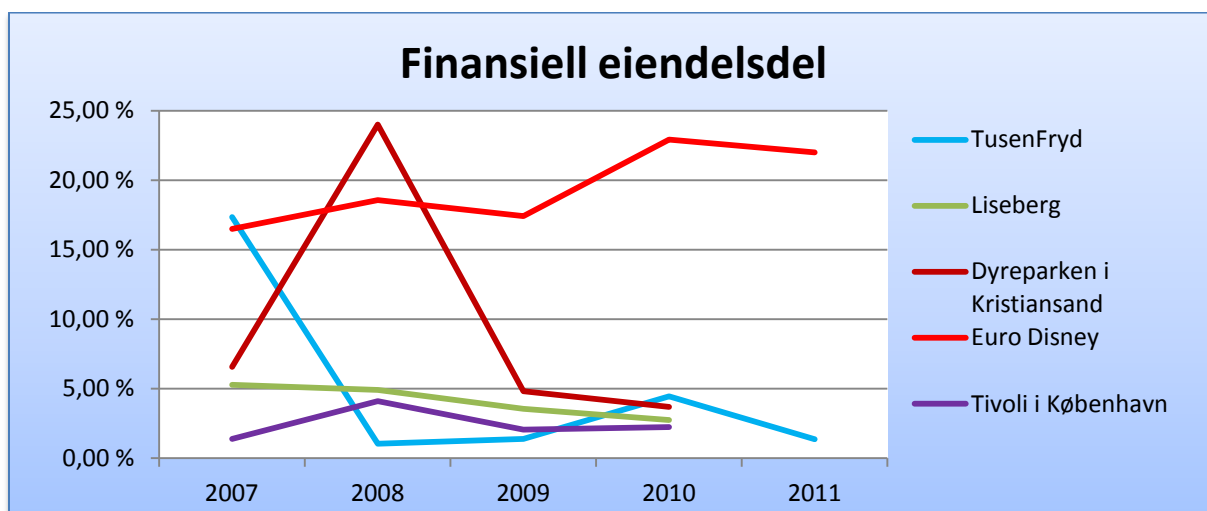
Av figur 48 ser vi utviklingen i budsjettdriveren til den finansielle gjelden som fremkommer i prosent av netto driftseiendeler.



Figur 48 – Finansiell gjeldsdel.

Utviklingen til TusenFryd har vi allerede diskutert ved flere anledninger og skyldes fravær av nyinvesteringer de senere årene. Ser vi på de andre i bransjen utmerker Euro Disney seg med sin ekstremt høye gearing, mens Tivoli i København og Liseberg, som kanskje er de mest naturlige å sammenligne TusenFryd med, holder seg stabilt i underkant av 30 %. Vi tror uansett at TusenFryd sin kapitalstruktur vil variere mer over tid grunnet dens størrelse, sett i forhold til disse to, og at de derfor vil få økt gearing i årene hvor de foretar nyinvesteringer.

Ser vi på figur 49 som fremkommer som finansielle eiendeler i prosent av netto driftseiendeler ser vi TusenFryd har ligget under fem prosent de siste fire årene etter at Parques Reunidos overtok eierskapet.



Figur 49 – Finansiell eiendelsdel.

Vi har ingen forutsetninger for å si at denne vil variere stort i fremtiden, men vi ser en tendens i de historiske tallene at finansielle eiendeler øker i investeringsår. Dette virker rimelig med tanke på at kasse og bank i dag er veldig lav. Vi tror denne vil økes i investeringsårene og at vi vil få en eiendelsdel som varierer med investeringene.

Med de nevnte forutsetninger og antakelser får vi følgende prognoser for netto finansiell gjeld:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsdel	26,00 %	59,70 %	40,30 %	30,90 %	55,90 %	36,70 %
Finansiell eiendelsdel	5,00 %	17,70 %	4,30 %	1,90 %	16,90 %	3,70 %
Netto finansiell gjeldsdel	21,00 %	42,00 %	36,00 %	29,00 %	39,00 %	33,00 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Finansiell gjeldsdel	29,60 %	60,10 %	46,60 %	39,00 %	39,00 %	39,00 %
Finansiell eiendelsdel	1,60 %	15,10 %	5,60 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %
Netto finansiell gjeldsdel	28,00 %	45,00 %	41,00 %	35,00 %	35,00 %	35,00 %

Tabell 23 – Netto finansiell gjeldsdel.

Vi tror også TusenFryd i et langsiktig perspektiv vil tilnærme seg Liseberg og Tivoli i København sin andelsstruktur ettersom TusenFryd har det nevnte vekstpotensiale. Vi mener derfor en finansiell eiendelsdel på fire prosent fra budsjettpunktet T synes rimelig. Dersom vi

forutsetter en egenkapitalandel (egenkapital i prosent av netto driftskapital) på 65 prosent i steady state, som er tre prosentpoeng lavere enn snittet for analyseperiode, får vi en finansiell gjeldsdel lik 39 prosent.

### **Steg 5 – Netto finanskostnad og inntekt**

Ved hjelp av verdidriverne finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet budsjetteres netto finanskostnad. På grunn av at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi og fordi vi har et velfungerende kapitalmarked er det rimelig å budsjettere med at netto finansiell gjeldsrente tilsvarer kravet til netto finansiell gjeld gjennom budsjettperioden. Vi vil derfor kunne sette finansiell gjeldsrente lik kravet til finansiell gjeld og finansiell eiendelsrentabilitet lik finansielt eiendelskrav gjennom budsjettperioden. Estimeringen av disse kravene kommer vi tilbake til senere i kapittelet.

### **9.3 Krav til avkastning over budsjetthorisonten**

I kapittel 8 beregnet vi det historiske avkastningskravet til TusenFryd for bruk som en målestokk av rentabiliteten. Nå vil avkastningskravet benyttes som en diskonteringsrente for å få en tidsriktig verdi av kapitalen. Vi må derfor estimere avkastningskravet til hvert av TusenFryd sine delkapitaler for å kunne verdsette dem. Kravene estimeres over budsjettperioden og fremskrives til slutt på budsjetthorisonten,  $T+1 = 2023$ . Vi benytter samme fremgangsmåte som i kapittel 8 for beregning av avkastningskravene, men i dette tilfellet er kravene fremtidsrettet. Vi budsjetterer i forhold til inngående kapital i fremtidsregnskapet.

#### **9.3.1 Egenkapitalkrav**

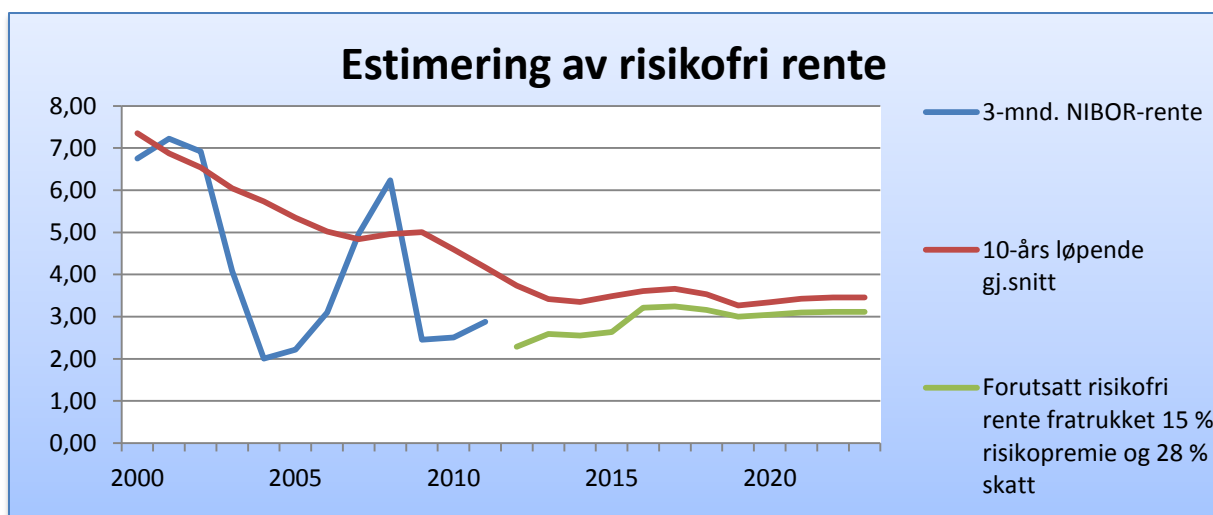
Som i kapittel 8 vil kapitalverdimodellen benyttes ved estimering av det fremtidige avkastningskravet. Vi må derfor ta stilling til forventet utvikling i risikofri rente, risikopremien i markedet og bedriftens betaverdi, likviditetspremie og utbytteskatt.

#### ***Risikofri rente***

Som risikofri rente benytter vi et tiårs løpende gjennomsnitt av tremåneders NIBOR-rente, fratrukket en risikopremie på 15 prosent og en skatt på 28 prosent.<sup>100</sup>

---

<sup>100</sup> Knivsflå, K. H., 2006



Figur 50 – Estimering av risikofri rente.

Gjennom beregningen får vi en relativt stabil risikofri rente på cirka 3,5 prosent som etter fratrukk for risikopremie og skatt utgjør rundt 2,2 prosent. Ser vi på denne renten i et historisk perspektiv synes den å være på grensen til urimelig lav. Vi har derfor valgt å legge til 0,5 prosentpoeng fra 2013 og ytterligere 0,5 prosentpoeng fra 2016, hvilket forsvares gjennom Norges Banks fremtidige renteprognooser, og kanskje kunne vi justert den opp noe mer, men denne effekten vil vi komme tilbake i sensitivitetsanalysen, jamfør kapittel 10.4.<sup>101</sup>

### **Markedets risikopremie**

Vi har beregnet den gjennomsnittelige historiske risikopremien for analyseperioden til å være fem prosent, og vi har ingen grunn til å endre denne mot fremtiden og velger derfor å holde den konstant gjennom budsjetteringsperioden.

### **Estimering av egenkapitalbetaen**

Grunnet allerede stor usikkerhet knyttet til den historiske betaverdien vil vi estimere fremtidsbetaen enkelt gjennom å forutsette konstant driftsbeta også i fremtiden. Ved å justere for budsjettert kapitalstruktur finner vi egenkapitalbetaen for budsjettperioden.

Den naturlige utviklingen blir at egenkapitalbetaen øker året etter investeringsåret, mens den reduseres i "hvileår" nummer to og i investeringsåret. I snitt blir egenkapitalbetaen 0,480 for prognoseperioden, mens den i 2022 ender ut som en konstant lik 0,486.

<sup>101</sup> Norges Bank, "Hovedstyret – renteprognooser"

### **Illikviditetspremie**

Vi ser ingen grunn til å forandre denne fra de historiske beregningene i kapittel 8.1.4 og holder den av tilsvarende begrunnelser lik tre prosent.

### **Utbytteskatt**

For personlige aksjonærer er skattesatsen på utbytte 28 % på utbyttebeløpet som overstiger skjermingsgrunnlaget. På grunn av den skattefrie utbytteskatten for norske selskaper og at mange personlige aksjonærer foretar seg utstrakte skattetilpasninger for å unngå skattekostnaden er den reelle utbytteskattesatsen mye mindre. Vi følger Knivsflå (2006) sine antakelser hvor han estimerer en langsiktig effektiv marginalskattesats på tre prosent.

### **Egenkapitalkrav**

Vi har nå estimert alle variablene i kapitalverdimodellen og kan derfor estimere egenkapitalkravet følgende:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Risikofri rente	2,29 %	2,59 %	2,55 %	2,63 %	3,21 %	3,24 %
+ Risikopremie etter skatt	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
* Betaverdi	0,378	0,400	0,544	0,493	0,445	0,517
+ Illikviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
= Egenkapitalkrav før utbytteskatt	7,18 %	7,59 %	8,27 %	8,10 %	8,43 %	8,83 %
/ (1 - effektiv utbytteskatt)	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
= Egenkapitalkrav	7,40 %	7,82 %	8,53 %	8,35 %	8,69 %	9,10 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Risikofri rente	3,16 %	3,00 %	3,05 %	3,10 %	3,11 %	3,11 %
+ Risikopremie etter skatt	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
* Betaverdi	0,471	0,438	0,574	0,535	0,486	0,486
+ Illikviditetspremie	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %	3,00 %
= Egenkapitalkrav før utbytteskatt	8,52 %	8,19 %	8,92 %	8,77 %	8,54 %	8,54 %
/ (1 - effektiv utbytteskatt)	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
= Egenkapitalkrav	8,78 %	8,44 %	9,19 %	9,04 %	8,81 %	8,81 %

Tabell 24 – Egenkapitalkrav.

### **9.3.2 Netto finansielt gjeldskrav**

Utrekningen av netto finansielt gjeldskrav er kjent fra kapittel 8.2-8.4, men der regnet vi kravene for analyseperioden, nå skal kravene estimeres for prognoseperioden.

### **Krav til finansiell gjeld**

Som i kapittel 8.2 velger vi her å benytte den samme risikofrie renten som i egenkapitalkravet. Vi har også forutsatt en konstant syntetisk rating lik trippel B. Dette synes realistisk og vi vurderer det til å være like sannsynlig som hva en utregning av den syntetiske ratingen (tilsvarende kapittel 7.5) ville gitt. Med den konstante ratingen kommer også en konstant risikopremie. Ettersom første investeringsår av "superattraksjon" er i 2013 har vi valgt å legge til et langtillegg på 0,50 i 2012 ettersom det er naturlig å anta at forholdet mellom kortsiktig gjeld og kortsiktig finansiell gjeld da vil være mindre enn to. Vi kommer ut med følgende finansielt gjeldskrav:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	2,29 %	2,59 %	2,55 %	2,63 %	3,21 %	3,24 %
+ Lang kredittrisikopremie e.sk	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
- Langtillegg	0,50 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Finansielt gjeldskrav	3,29 %	4,09 %	4,05 %	4,13 %	4,71 %	4,74 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	3,16 %	3,00 %	3,05 %	3,10 %	3,11 %	3,11 %
+ Lang kredittrisikopremie e.sk	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %	1,50 %
- Langtillegg	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %
= Finansielt gjeldskrav	4,66 %	4,50 %	4,55 %	4,60 %	4,61 %	4,61 %

Tabell 25 – Prognostisering av finansielt gjeldskrav.

### **Krav til finansielle eiendeler**

Kravet til de finansielle eiendelene beregner vi på samme måte som i kapittel 8.3. Kontantkravet tilsvarer den estimerte nominelle risikofrie renten etter skatt, mens investeringskravet tilsvarer summen av denne renten og markedets risikopremie. Ettersom størrelsen på TusenFryd sine finansielle eiendeler nærmest er ubetydelige vil det være vanskelig å prognostisere de korrekte vektene, og vi velger derfor å holde de estimerte vektene konstant lik det historiske snittet. Ettersom TusenFryd ikke har noen finansielle fordringer i dag antar vi dette som representativt for fremtiden også. Dette gir følgende prognoser:



	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kontantkrav	2,29 %	2,59 %	2,55 %	2,63 %	3,21 %	3,24 %
* Kontantvekt	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
+ Investeringskrav	7,29 %	7,59 %	7,55 %	7,63 %	8,21 %	8,24 %
* Investeringsvekt	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
= Finansielt eiendelskrav	3,19 %	3,49 %	3,45 %	3,53 %	4,11 %	4,14 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Kontantkrav	3,16 %	3,00 %	3,05 %	3,10 %	3,11 %	3,11 %
* Kontantvekt	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
+ Investeringskrav	8,16 %	8,00 %	8,05 %	8,10 %	8,11 %	8,11 %
* Investeringsvekt	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
= Finansielt eiendelskrav	4,06 %	3,90 %	3,95 %	4,00 %	4,01 %	4,01 %

**Tabell 26 – Estimering av kravet til finansielle eiendeler.**

Dersom vi vokter disse kapitalene i forhold til netto finansiell gjeld finner vi de estimerte finansielle gjeldskravene:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansielt gjeldskrav	3,29 %	4,09 %	4,05 %	4,13 %	4,71 %	4,74 %
* Finansiell gjeldsvekt	1,08	1,24	1,42	1,12	1,07	1,43
- Finansielt eiendelskrav	3,1854 %	3,49 %	3,45 %	3,53 %	4,11 %	4,14 %
* Finansielt eiendelsvekt	0,08	0,24	0,42	0,12	0,07	0,43
= Netto finansielt gjeldskrav	3,29 %	4,23 %	4,30 %	4,20 %	4,75 %	5,00 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Finansielt gjeldskrav	4,66 %	4,50 %	4,55 %	4,60 %	4,61 %	4,61 %
* Finansiell gjeldsvekt	1,11	1,06	1,34	1,14	1,11	1,11
- Finansielt eiendelskrav	4,06 %	3,90 %	3,95 %	4,00 %	4,01 %	4,01 %
* Finansielt eiendelsvekt	0,11	0,06	0,34	0,14	0,11	0,11
= Netto finansielt gjeldskrav	4,73 %	4,53 %	4,75 %	4,68 %	4,68 %	4,68 %

**Tabell 27 – Estimert netto finansielt gjeldskrav.**

Med disse anslagene har vi et gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav på 4,46 prosent i prognoseperioden og vi får et estimert netto finansielt gjeldskrav på 4,68 prosent i "steady state."

### 9.3.3 Netto driftskrav

Vi vokter egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld med henholdsvis egenkapitalandelen og netto finansiell gjeldsandel og finner estimatet på netto driftskrav for prognoseperioden. Vektingen tar utgangspunkt i de bokførte verdiene ettersom det gir en

konsistens mellom utregning av krav og rentabilitet. Vi får derfor følgende krav på avkastningen til netto driftskapital:

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapitalkrav	7,40 %	7,82 %	8,53 %	8,35 %	8,69 %	9,10 %
* Egenkapitalandel	0,83	0,79	0,58	0,64	0,71	0,61
+ Netto finansielt gjeldskrav	3,29 %	4,23 %	4,30 %	4,20 %	4,75 %	5,00 %
* Netto finansiell gjeldsandel	0,17	0,21	0,42	0,36	0,29	0,39
= Netto driftskrav	6,72 %	7,07 %	6,75 %	6,86 %	7,55 %	7,50 %
	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023
Egenkapitalkrav	8,78 %	8,44 %	9,19 %	9,04 %	8,81 %	8,81 %
* Egenkapitalandel	0,67	0,72	0,55	0,59	0,65	0,65
+ Netto finansielt gjeldskrav	4,73 %	4,53 %	4,75 %	4,68 %	4,68 %	4,68 %
* Netto finansiell gjeldsandel	0,33	0,28	0,45	0,41	0,35	0,35
= Netto driftskrav	7,44 %	7,35 %	7,19 %	7,25 %	7,36 %	7,36 %

**Tabell 28 – Estimering av netto driftskrav.**

Vi har estimert et driftskrav som synes å holde seg forholdsvis stabilt gjennom hele prognoseperioden. Det uendelige nettokravet til driftskapitalen estimeres til 7,36 prosent.

#### **9.4 Presentasjon av fremtidsregnskap**

Vi har nå estimert de nødvendige verdidriverne til å presentere et komplett fremtidsregnskap og senere, i kapittel 10, gjennomføre en fundamental verdsettelse. Vi beregner her egenkapitalen og netto betalt utbytte residualt.

### 9.4.1 Fremtidsresultat

TusenFryd (tall i tusen)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	165 016	226 072	205 725	216 012	237 613	230 484
Netto driftsresultat	26 403	45 214	32 916	30 242	45 146	32 268
+ Netto finansinntekter	73	399	937	293	169	1 301
= Nettoresultat til SSK	26 476	45 613	33 854	30 535	45 315	33 569
- Netto finanskostnader	1 001	2 429	3 712	3 212	3 144	4 926
= Nettoresultat til EK	25 475	43 184	30 142	27 323	42 171	28 643
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	25 475	43 184	30 142	27 323	42 171	28 643
- Netto betalt utbytte	-12 552	134 540	-4 248	-2 610	82 156	-2 747
= Endring i egenkapital	38 027	-91 355	34 390	29 933	-39 985	31 390
TusenFryd (tall i tusen)	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T+1)
Driftsinntekter	242 009	287 990	267 831	281 222	298 096	315 982
Netto driftsresultat	29 041	51 838	40 175	30 934	26 829	28 438
+ Netto finansinntekter	325	162	1 165	533	409	434
= Nettoresultat til SSK	29 366	52 000	41 340	31 468	27 238	28 872
- Netto finanskostnader	3 697	3 453	5 341	5 106	4 585	4 860
= Nettoresultat til EK	25 669	48 547	35 998	26 362	22 653	24 012
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	25 669	48 547	35 998	26 362	22 653	24 012
- Netto betalt utbytte	-16 363	127 828	2 910	1 365	12 717	13 480
= Endring i egenkapital	42 031	-79 281	33 088	24 998	9 937	10 533

Tabell 29 – Estimert fremtidsresultat.

Som i kapittel 6.6 vil vi også analysere TusenFryds lønnsomhet ut fra framtidsbudsjettet ved hjelp av egenkapitalrentabiliteten og driftsrentabiliteten. Dette rentabilitetsmålet uttrykker egenkapitalens prosentvise avkastning. Som nevnt i kapittel 4.1 kan en egenkapitalrentabilitet over egenkapitalkravet uttrykke positive strategiske fordeler.



**Figur 51 – Superprofitt til egenkapitalen.**

Av figur 51 ser vi egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet til egenkapitalen for hele prognoseperioden. Dette stemmer godt med hva vi fant i den strategiske analysen hvor vi konkluderte med at blant annet beliggenhet, merkenavn og etableringsbarrierer var konkurransefortrinn som kunne gi varig superprofitt. Utviklingen gjennom prognoseperioden viser at superprofitten varierer med de budsjetterte nyinvesteringene, men at superprofitten er avtagende fra den siste investeringen og mot T som skyldes sammenhengen vi forklarte i kapittel 9.2 om at den historiske superprofitten ikke kan vare evig, og at den fremtidige trenden vil være at TusenFryd sin superprofitt nærmer seg bransjens gjennomsnittelige superprofitt.

Ettersom netto driftsrentabilitet er egenkapitalrentabilitetens viktigste kilde vil vi også analysere denne i fremtidsbudsjettet. Netto driftsrentabilitet viser netto driftkapitalens avkastning og fremstilles i figur 52 i forhold til nettokravet til driften.



Figur 52 – Superprofitt til netto driftskapital.

Vi ser TusenFryd oppnår en superprofitt på netto driftskapitalen gjennom hele prognoseperioden og som superprofitten til egenkapitalen varierer også denne i forhold til nyinvesteringene. Mot T ser vi i likhet med den andre superprofitten at også denne avtar mot T.

#### 9.4.2 Fremtidsbalansen til sysselsatt kapital

Av postene i fremtidsbalansen er det bare egenkapitalen som ikke er beregnet fra før. Summen av de budsjetterte netto driftseiendeler og finansielle eiendeler utgjør sysselsatte eiendeler, og ved å trekke fra finansiell gjeld finner vi budsjettert egenkapital.

TusenFryd (tall i tusen)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendeler	228 355	153 526	192 867	216 012	185 874	216 079
+ Utsatt skattefordel						
+ Finansielle eiendeler	11 418	27 174	8 293	4 104	31 413	7 995
= Sysselsatte eiendeler	239 773	180 701	201 161	220 116	217 287	224 074
Egenkapital	180 401	89 045	123 435	153 368	113 383	144 773
+ Finansiell gjeld	59 372	91 655	77 726	66 748	103 904	79 301
= Sysselsatt kapital	239 773	180 701	201 161	220 116	217 287	224 074
TusenFryd (tall i tusen)	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T+1)
Netto driftseiendeler	259 451	195 497	238 324	254 783	270 070	286 274
+ Utsatt skattefordel	0	0	0	0	0	0
+ Finansielle eiendeler	4 151	29 520	13 346	10 191	10 803	11 451
= Sysselsatte eiendeler	263 602	225 017	251 670	264 974	280 872	297 725
Egenkapital	186 804	107 523	140 611	165 609	175 545	186 078
+ Finansiell gjeld	76 797	117 494	111 059	99 365	105 327	111 647
= Sysselsatt kapital	263 602	225 017	251 670	264 974	280 872	297 725

Tabell 30 – Fremtidsbalansen til sysselsatt kapital.

### 9.4.3 Fremtidige frie kontantstrømmer

De budsjetterte tallene gir følgende prognostiserte frie kontantstrømmer:

Fremtidige frie kontantstrømmer	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Fri kontantstrøm til EK	-12 552	134 540	-4 248	-2 610	82 156	-2 747
Fri kontantstrøm fra drift	-31 420	120 043	-6 425	7 098	75 284	2 063
Fri kontantstrøm til SSK	-40 458	104 686	13 393	11 580	48 144	26 782
Fremtidige frie kontantstrømmer	2018	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T+1)
Fri kontantstrøm til EK	-16 363	127 828	2 910	1 365	12 717	13 480
Fri kontantstrøm fra drift	-14 331	115 792	-2 652	14 476	11 542	12 234
Fri kontantstrøm til SSK	-10 162	90 585	14 686	18 164	11 339	12 020

Tabell 31 – Fremtidige frie kontantstrømmer.

## 10 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk som egner seg godt dersom underliggende informasjon over en lengre periode er tilgjengelig. Vi nevnte i kapittel 3 at den fundamentale verdsettelsen er dyptgående og tar utgangspunkt i historiske data og annen tilgjengelig strategisk informasjon rundt bedriften og dens bransje. Denne informasjonen har blitt analysert gjennom de tidligere kapitlene og dannet grunnlaget for fremtidsprognosene i kapittel 9 som nå skal benyttes i selve verdsettelsen.

Man skiller mellom to verdsettelsesmodeller innenfor den fundamentale verdsettelsesteknikken; en direkte verdivurdering av den fremtidige egenkapitalen (egenkapitalmetoden) og en indirekte verdivurdering av den fremtidige selskapskapitalen gjennom selskapets total kapital og gjeld (selskapskapitalmetoden). Dersom man veker verdiestimatene etter virkelig verdi vil begge metodene gi det samme resultatet ved konsistent bruk ettersom de er ekvivalente.<sup>102</sup>

Begge verdsettelsesmodellene har fire undermodeller som ved konsistent bruk gir likt verdiestimat under hver metode. Vi vil nå gjøre rede for de ulike modellene, og deretter velge modellen(e) vi vil benytte i den fundamentale verdsettelsen.

- **Fri kontantstrømmodellen** verdsetter egenkapitalen som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen.
- **Utbyttmodellen** finner egenkapitalens verdi ved å neddiskontere prognostisert netto betalt utbytte til nåverdi. Ettersom budsjettert netto betalt utbytte er lik den fremtidige frie kontantstrømmen til egenkapitalen er disse to modellene i prinsippet like.
- **Superprofittmodellen** verdsetter egenkapitalen som balanseført verdi av dagens justerte egenkapital tillagt nåverdien av egenkapitalens superprofitt (meravkastning over egenkapitalkrav).
- **Superprofittvekstmodellen** kapitaliserer egenkapitalens nettoresultat et år frem i tid for deretter å tillegge dagens verdi av endringer i fremtidige superprofitter til egenkapitalen.

---

<sup>102</sup> Penman, S. H., 2004

De to første modellene tar altså utgangspunkt i kontantstrømmen, mens de to siste er regnskapsbaserte. Verdsettelsesmodellene som baseres på kontantstrømmene er brukervennlige og uavhengige av fremtidsregnskapets regnskapsføring, mens modellene som er regnskapsbaserte avhenger av metoder og prinsipper for regnskapsføring. Svakheten med de to kontantstrømbaserte modellene er at de ikke gir en tydelig sammenstilling mellom investeringsutgift og tilhørende inntekter. Av den grunn trenger sånne modeller lang tidshorisont for å estimere all verdiskaping, men lengre tidshorisont øker også usikkerheten i kontantstrømestimatet. Utbyttmodellen egner seg best når utbetalingen av utbytte er direkte knyttet til selskapets verdiskaping, for eksempel gjennom en fast utbetalingsprosent. Dersom kontantstrømmen er relativt stabil, eller har stabil vekst er modellen til den frie kontantstrømmen det beste alternativet.<sup>103</sup>

Modellene som baseres på regnskapet tar utgangspunkt i resultat og balanse og kalkulerer inn de bokførte verdiene. Det kreves derfor at man har kjennskap til gjeldende regnskapsprinsipper og er oppmerksom på eventuelle kreative bokføringsteknikker ved anvendelse av modellene. Det positive med de regnskapsbaserte modellene er at de sikrer god periodisering, hvilket muliggjør en verdsettelse. Ettersom mer av verdien fordeles på budsjettperiodens begynnelse oppstår ikke problemet med lang tidshorisont i tilsvarende grad som kontantstrømmodellene. Den estimerte verdien disse modellene gir påvirkes ikke av regnskapsføringen, men kreativ regnskapsføring vil påvirke verdikomponentene i modellen. Superprofittmodellen foretrekkes fremfor superprofittvekstmodellen ettersom den i større grad egner seg for strategisk analyse og ikke bare fokuserer på forholdstallet mellom pris og fortjeneste.

I verdsettingen av TusenFryd vil vi benytte både egenkapital- og selskapskapitalmetoden med en kontantstrømbasert- og en regnskapsbasert modell som undermodeller. Med utgangspunkt i diskusjonen tidligere i kapittelet velges henholdsvis den frie kontantstrømmodellen og superprofittmodellen. Ettersom verdsettelsen bygger på budsjetterte verdier vil vi måtte konvergere mot et verdiestimat for å få konsistens, jamfør kapittel 10.3, og på grunn av usikkerheten knyttet til de budsjetterte verdiene vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å få frem den nevnte usikkerheten, jamfør kapittel 10.4.

---

<sup>103</sup> Penman, S. H., 2004



## 10.1 Egenkapitalmetoden

Vi vil nå foreta en direkte verdsettelse av egenkapitalen basert på fri kontantstrømmodell og superprofittmodell.

### 10.1.1 Fri kontantstrømmodell

Egenkapitalens nåverdi finnes ved å diskontere egenkapitalens frie kontantstrøm til nåverdi gjennom følgende formel:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekk)}$$

**Formel 18 - Egenkapitalens nåverdi etter fri kontantstrømmodell.**

Formelens første ledd gir nåverdien av budsjettperioden frem til T, mens det andre leddet er horisontleddet. Forutsetningen for at det andre leddet skal bli et sluttet uttrykk er konstant vekst i det uendelige fra T+1. Veksten til egenkapitalen etter prognostiseringsperioden ble satt til seks prosent, jamfør kapittel 6.5.1 og vi kan derfor beregne horisontverdien gjennom følgende formel:

$$VEK_T = \frac{FKE_{T+1}}{(ekv - ekk)}$$

**Formel 19 - Egenkapitalens horisontverdi.**

Gjennom formlene kan verdiestimatet beregnes, jamfør tabell 32:

FKE-modellen (tall i tusen)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm til EK	-12 552	134 540	-4 248	-2 610	82 156	-2 747	-16 363
/ Akkumulert egenkapitalkrav	1,0740	1,1580	1,2567	1,3617	1,4800	1,6147	1,7565
= Nåverdi budsjettperiode	-11 687	116 183	-3 380	-1 917	55 510	-1 701	-9 315
FKE-modellen (tall i tusen)	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T+1)	2024	
Fri kontantstrøm til EK	127 828	2 910	1 365	12 717	13 480	14 288	
/ Akkumulert egenkapitalkrav	1,9048	2,0799	2,2679	2,4677	2,6850		
= Nåverdi budsjettperiode	67 109	1 399	602	5 153	5 020		
Verdi etter horisont					509 199		
FKE-modellen (tall i tusen)	2011						
Nåverdi på budsjetthorisonten	222 976						
+ Nåverdi etter horisont	189 648						
= Verdi EK per 2011	412 624						
=> Verdi per aksje	31						

**Tabell 32 – Verdiestimat etter FKE-modellen.**

Etter fri kontantstrømmodell til egenkapital får vi en aksjeverdi på TusenFrydaksjen på **kr. 31**.

### 10.1.2 Superprofittmodell

Når superprofittmodellen benyttes til beregning av egenkapitalverdien tar man balanseført egenkapital i det omgrupperte og justerte regnskapet for deretter å tillegge dagens verdi av den fremtidige superprofitten til egenkapitalen fra fremtidsregnskapet, jamfør følgende formel:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ekk - ekv)}$$

**Formel 20 - Egenkapitalens nåverdi etter superprofittmodell.**

Det første leddet i formelen er egenkapitalverdien fra det siste året i analyseperioden, det andre leddet er dagens verdi av superprofitten gjennom prognoseperioden, mens det siste leddet er terminalverdien av superprofitten som bygger på forutsetningen om konstant vekst. Gjennom formelen kan verdiestimatet beregnes, jamfør tabell 33:

<b>Superprofittmodellen (tall i tusen)</b>	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Superprofitt til egenkapital	14 943	29 071	22 549	17 018	28 839	18 323	12 957
/ Akkumulert egenkapitalkrav	1,0740	1,1580	1,2567	1,3617	1,4800	1,6147	1,7565
= Nåverdi budsjetperiode	13 914	25 105	17 943	12 498	19 485	11 348	7 377
<b>Superprofittmodellen (tall i tusen)</b>	2019	2020	2021	2022 (T)	2023 (T+1)	2024	
Superprofitt til egenkapital	32 778	26 115	13 646	8 069	8 554	9 067	
/ Akkumulert egenkapitalkrav	1,9048	2,0799	2,2679	2,4677	2,6850		
= Nåverdi budsjetperiode	17 208	12 556	6 017	3 270	3 186		
Verdi etter horisont					323 121		
<b>Superprofittmodellen (tall i tusen)</b>	2011						
Egenkapital	142 374						
+ Nåverdi på budsjett horisonten	149 905						
+ Nåverdi etter horisont	120 344						
= Verdi EK per 2011	412 624						
=> Verdi per aksje	31						

**Tabell 33 – Verdiestimat etter SPE-modellen.**

Etter superprofittmodellen får vi en aksjeverdi for TusenFryd på **kr. 31**. Dette er identisk med verdien fra tabell 32, hvilket stemmer med teorien om at modellene skulle gi samme resultat med konsistent bruk.

### 10.2 Selskapskapitalmetoden (total kapitalmodellen)

Vi vil nå foreta en indirekte verdsettelse av egenkapitalen til TusenFryd basert på fri kontantstrømmodell og superprofittmodell. Ettersom netto driftskapital velges som kapitalbase er det netto finansiell gjeld som må fratrekkes, jamfør formlene i kapittel 10.2.1

og 10.2.2. Som følge av forutsetning om ikke-eksisterende mer- og/eller mindreverdier i fremtidsregnskapet i forbindelse med prognostiserte netto finansielle gjeldskrav, forutsetter vi at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi i 2011. Egenkapitalverdien bestemmes derfor residualt som netto driftskapital fratrukket netto finansiell gjeld.

### 10.2.1 Fri kontantstrømmodell

Rammen for verdsettelsesmodellen er nærmest lik som i kapittel 10.1.1. Forskjellene er man ved fastsettelse av netto driftskapital benytter fri kontantstrøm fra drift og ikke fri kontantstrøm til egenkapital som i kapittel 10.1.1, og egenkapitalkrav og egenkapitalvekst erstattes i denne modellen av netto driftskrav og netto driftsvekst, jamfør første leddet i formelen:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T) * (ndk - ndv)} - NFG_0$$

Formel 21 - Egenkapitalens nåverdi etter fri kontantstrømmodell.

Dette gir oss verdien på netto driftskapital, trekker vi fra netto finansiell gjeld får vi en den estimerte egenkapitalverdien:

FKD-modellen (tall i tusen)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Fri kontantstrøm fra drift	-31 420	120 043	-6 425	7 098	75 284	2 063	-14 331
/ Akkumulert netto driftskrav	1,0672	1,1426	1,2198	1,3034	1,4018	1,5070	1,6192
= Nåverdi budsjettperiode	-29 442	105 058	-5 267	5 445	53 703	1 369	-8 850
FKD-modellen (tall i tusen)	2019	2020	2021	2022 (T)	2023	2024	
Fri kontantstrøm fra drift	115 792	-2 652	14 476	11 542	12 234	12 968	
/ Akkumulert netto driftskrav	1,7381	1,8631	1,9983	2,1454	2,3034		
= Nåverdi budsjettperiode	66 618	-1 424	7 244	5 380	5 311		
Verdi etter horisont					413 126		
FKD-modellen (tall i tusen)	2011						
Nåverdi på budsjetthorisonten	205 145						
+ Nåverdi etter horisont	413 126						
= Verdi netto driftskapital	618 272						
- Verdi netto finansiell gjeld	28 159						
= Verdi EK per 2011	590 113						
=> Verdi per aksje	45						

Tabell 34 – Verdiestimat etter FKD-modellen.

Fri kontantstrømmodell gir et verdiestimat på TusenFryd etter indirekte metode på **kr. 45** per aksje.

## 10.2.2 Superprofittmodell

Denne modellen er, som nevnt, regnskapsbasert, og baseres på balanseført netto driftskapital fra det omgrupperte regnskapet. Verdien beregnes ved:

$$VEK_0 = NDK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{SPD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)(ndk - ndv)} - NFG_0,$$

der  $SPD_t = NDR_t - ndk_t * NDE_{t-1}$

**Formel 22 - Egenkapitalens nåverdi etter superprofittmodell.**

Som ved benyttet fremtidsregnskap gir følgende verdiestimatberegning:

Superprofittmodellen (tall i tusen)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Superprofitt fra drift	14 943	29 071	22 549	17 018	28 839	18 323	12 957
/ Akkumulert netto driftskrav	1,0672	1,1426	1,2198	1,3034	1,4018	1,5070	1,6192
= Nåverdi budsjettperiode	14 002	25 442	18 486	13 056	20 572	12 159	8 002
Superprofittmodellen (tall i tusen)	2019	2020	2021	2022 (T)	2023	2024	
Superprofitt fra drift	32 778	26 115	13 646	8 069	8 554	9 067	
/ Akkumulert netto driftskrav	1,7381	1,8631	1,9983	2,1454	2,3034		
= Nåverdi budsjettperiode	18 858	14 017	6 829	3 761	3 714		
Verdi etter horisont					288 842		
Superprofittmodellen (tall i tusen)	2011						
Netto driftskapital	170 533						
+ Nåverdi på budsjetthorisonten	158 897						
+ Nåverdi etter horisont	288 842						
= Verdi netto driftskapital	618 272						
- Verdi netto finansiell gjeld	28 159						
= Verdi EK per 2011	590 113						
=> Verdi per aksje	45						

**Tabell 35 – Verdiestimat etter SPD-modellen.**

Superprofittmodellen verdsetter TusenFryds egenkapital indirekte til **kr. 45** per aksje som viser at det er konsistent bruk av modellene i selskapskapitalmetoden også.

Ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden har vi nå et første estimat på aksjeverdien til TusenFryd.

Metode	Verdiestimat	
	pr. aksje	Verdiestimat
Egenkapitalmetode	31	412 624
Selskapskapitalmetode	45	590 113
Gjennomsnitt	38	501 368

**Tabell 36 – Verdiestimat.**

Tabellen viser at egenkapitalmetoden verdsetter TusenFrydaksjen 14 kroner lavere enn selskapskapitalmetoden. Avviket skyldes de benyttede avkastningskravene som er vektet mot budsjettert kapital. Vi vil, som nevnt innledningsvis i kapittelet, derfor i kapittel 10.3 konvergere verdiestimatene gjennom omarbeidelse til verdibasert fremtidsregnskap. Deretter benyttes det verdibaserte fremtidsregnskapet til å vekte avkastningskravene med virkelig verdier slik at en endelig egenkapitalverdi på TusenFryd kan bli estimert.

### 10.3 Konvergens mot et verdiestimat

I det presenterte fremtidsregnskapet fra kapittel 9 er det bare de finansielle eiendelene og den finansielle gjelden som føres til virkelig verdi, mens netto driftseiendel føres til historisk kost. Det er på grunn av dette at egenkapitalmetodens verdiestimat avviker fra selskapskapitalmetoden sitt. Dersom vi justerer netto driftseiendeler (og egenkapitalen residualt) til virkelig verdi vil fremtidsregnskapet være verdibasert. Oppdateringen av vektene er sekvensiell og gjøres gjennom følgende steg:<sup>104</sup>

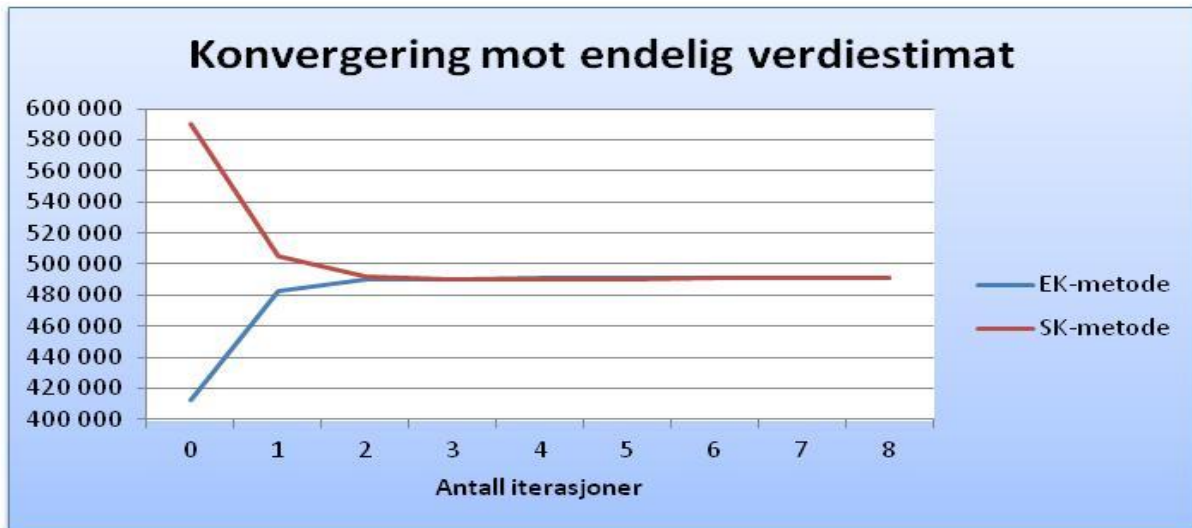
1. Egenkapitalverdien settes til gjennomsnittsverdien fra kapittel 10.2.2, kr. 501 368 i 2011.
2. I verdsettelsesåret (2011) settes så netto driftskapital lik summen av den balanseførte verdien og egenkapitalens merverdi.
3. I fremtidsbudsjettets første år (2012) settes netto driftsresultat lik netto driftseiendeler inngående balanse multiplisert med driftskravet. Trekker man den frie kontantstrømmen fra driften fra netto driftsresultat får man endringen i netto driftseiendeler.
4. Deretter beregnes netto driftseiendeler i 2012 som summen av den inngående verdien fratrukket endringen i netto driftseiendeler fra steg tre.
5. Summen av balanseført egenkapital og merverdien i netto driftseiendeler gir egenkapitalverdien i 2012.
6. Så gjentas stegene tre til fem over hele prognoseperioden.
7. Basert på de nye balanseverdiene som er ført til virkelig verdi beregnes nye egenkapital- og driftskrav.
8. Avslutningsvis beregnes nytt verdiestimat etter både egenkapital- og selskapskapitalmetoden med de nye avkastningskravene som diskonteringsfaktor.

Dersom man etter én konvergeringsprosess fortsatt har avvik i verdiestimatet mellom de to metodene gjentas prosessen helt til metodene konvergerer.

Etter å ha gjennomført iterasjonen to ganger ser vi at vi nærmer oss et endelig verdiestimat, men det er ikke før etter seks iterasjoner at de to metodene konvergerer, jamfør følgende figur:

---

<sup>104</sup> Knivsflå, K. H., 2006



Figur 53 – Konvergering mot endelig verdiestimat.

Vi ser verdien på TusenFryd konvergerer mot en verdi på i overkant av kr. 490 millioner som tilsvarer en kursverdi på litt over kr. 37 per aksje. Når vi i kapittel 12 skal utarbeide en handlingsstrategi for TusenFryd vil vi også vurdere rimeligheten i dette verdiestimatet.

#### 10.4 Usikkerhet i verdiestimatet

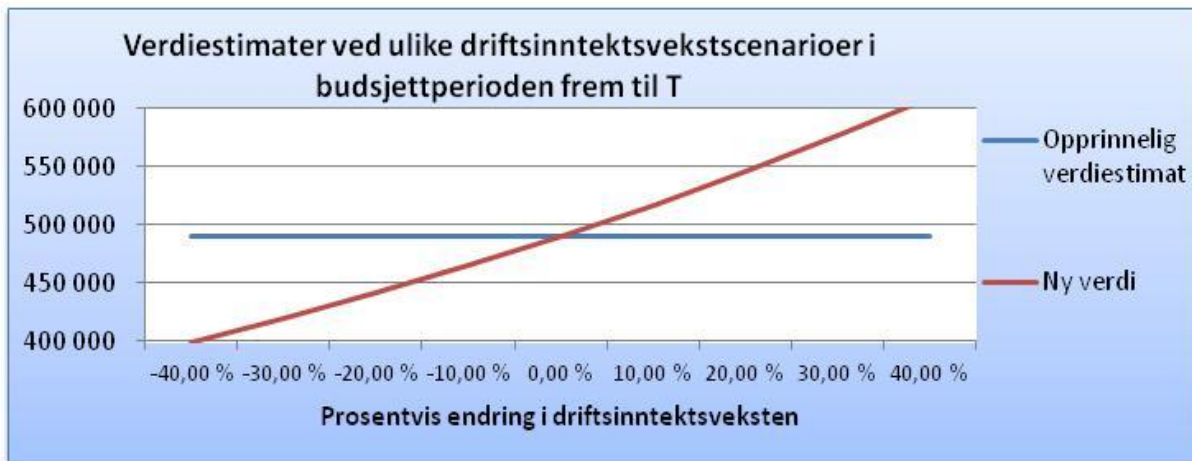
Vi har gjennom den fundamentale verdsettelsen basert på antagelsene i fremtidsregnskapet kommet frem til et verdiestimat per aksje på kr. 37. Budsjett- og verdidriverens utvikling er derimot usikre, og det er derfor naturlig å betrakte verdiestimatet som en forventningsverdi. Vi vil nå vurdere verdiestimatets risiko ved hjelp av sensitivitets- og scenarioanalyse.

##### 10.4.1 Sensitivitetsanalyse

Avkastningskrav og kontantstrømmer er prognostiserte størrelser med utgangspunkt i trender og konklusjoner fra den strategiske regnskapsanalysen. Vi vil vurdere usikkerheten gjennom en sensitivitetsanalyse på verdiestimatet i forhold til noen av budsjettdriverne og enkelte faktorer som påvirker avkastningskravet. Vi vil analysere tre scenarioer hvor endringer gjøres i budsjettperioden, steady state og både budsjettperioden og steady state. Vi velger å analysere de budsjettdriverne som vi mener er de mest usikre og som samtidig vil ha betydning for verdiestimatet; driftsinntektsveksten, omløpshastigheten til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, risikofri rente og markedets risikopremie. Verdiestimatet fremstilles gjennom hele delkapittelet som egenkapitalverdien i tusen norske kroner.

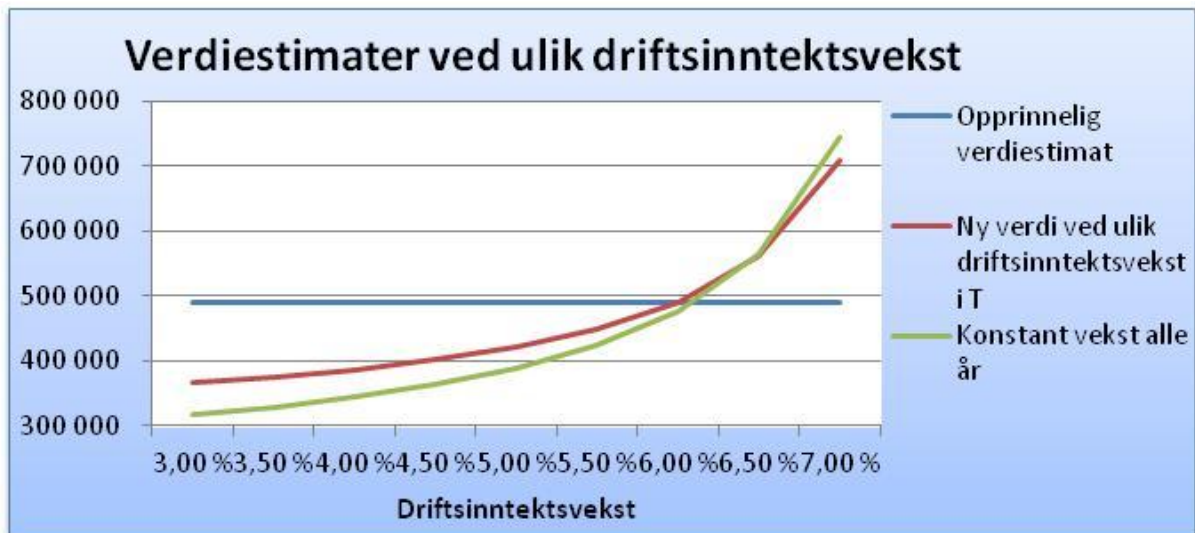
### **Driftsinntektsveksten**

I fremtidsregnskapet budsjetterte vi med en variabel driftsinntektsvekst med et snitt på 6,7 prosent i prognoseperioden og en vekst på 6 prosent i steady state. Vi ønsker nå å undersøke sensitiviteten for eventuelle endringer i driftsinntektsveksten ved å se på hvordan egenkapitalverdien påvirkes av endring i driftsinntektsveksten dersom alt annet holdes likt.



**Figur 54 – Verdiestimer ved ulike driftsinntektsvekstscenarier i budsjettperioden frem til T.**

Av figur 54 fremgår det at en driftsinntektsvekst 40 prosent lavere enn budsjettert vil redusere egenkapitalverdien med bortimot kroner 100 millioner, mens en vekst 40 prosent over budsjettert tilsvarende vil øke egenkapitalverdien med kroner 100 millioner. En nedgang på 40 prosent tilsvarer en gjennomsnittelig driftsinntektsvekst på i overkant av 4 prosent, hvilket ut fra tidligere argumentasjon synes å være ganske trygg minimumsantakelse. Når sant skal sies har de siste fem årene hatt en gjennomsnittelig negativ driftsinntektsvekst på 2,7 prosent, men dette skyldes manglende investeringer og økt fokus på kostnadsstyring. Vi vurderer derfor sannsynligheten for en nominell vekst under verdensøkonomien som urimelig og de ulike driftsinntektsvekstscenariene fra figur 54 illustrerer at TusenFryd ikke er veldig følsomme for feilestimering i budsjettert driftsinntektsvekst i prognoseperioden.



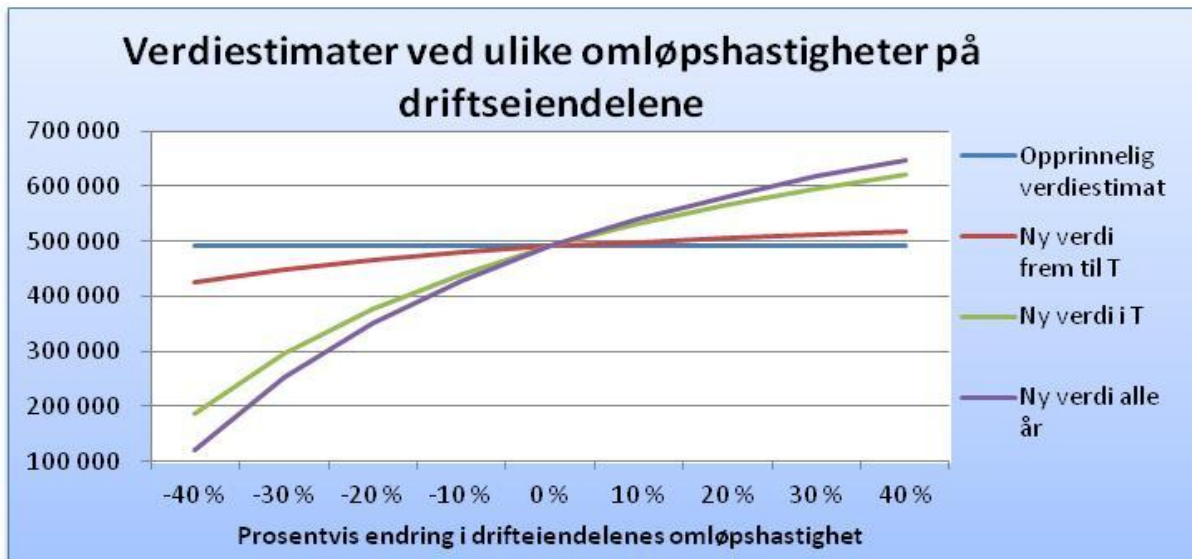
Figur 55 – Verdiestimater ved ulik driftsinntektsvekst.

Av figur 55 fremgår at en konstant vekst i alle år på tre prosent vil gi en egenkapitalverdi for TusenFryd på i overkant av kroner 300 millioner, mens en konstant vekst på syv prosent gir en egenkapitalverdi over kroner 700 millioner. Vi ser at oppsiden er brattere enn nedsiden hvilket indikerer at vekstpotensialet er høyere enn nedsiderisikoen. Forskjellen mellom grafene forteller at TusenFryd er mer følsom for endringer i driftsinntektsveksten i steady state enn i budsjettperioden.

#### ***Omløpshastigheten til netto driftseiendeler***

Som med driftsinntektsveksten budsjetterte vi også med varierende omløpshastighet på driftseiendelene i prognoseperioden fra 0,99 til 1,37, med et snitt på 1,17. Figur 56 illustrer følsomheten til dette nøkkeltallet, og hvordan avvik fra budsjett påvirker egenkapitalverdien:



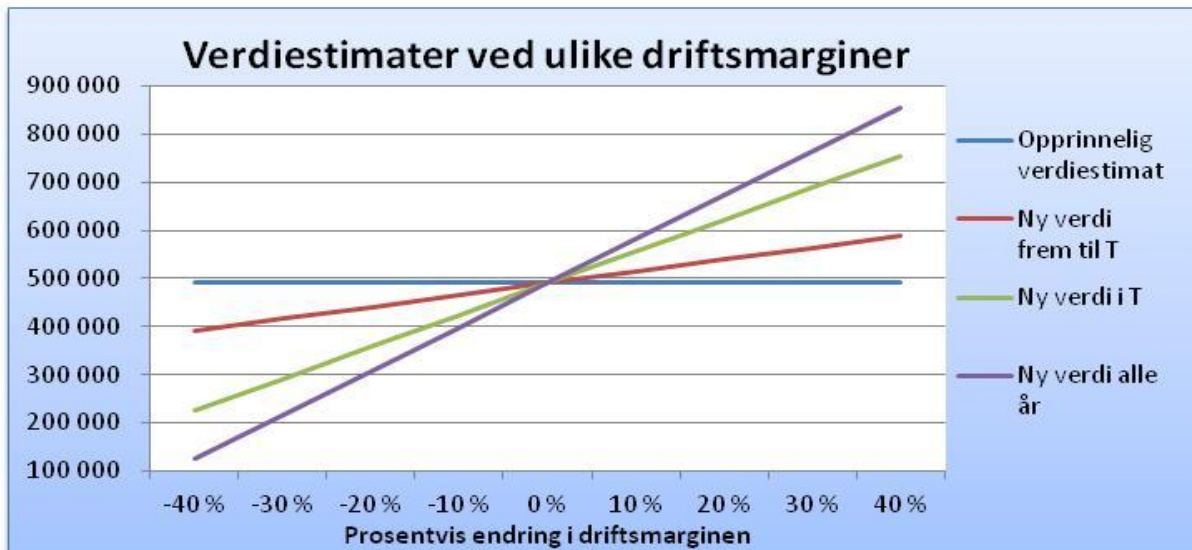


Figur 56 – Verdiestimater ved ulike omløpshastigheter på netto driftseiendeler.

Det fremgår av figur 56 at verdien på TusenFryd sin egenkapital er mer følsom for endringer i netto driftseiendelers omløpshastighet enn endring i driftsinntektsveksten. En nedgang på 40 prosent i alle år reduserer verdien på TusenFryd sin egenkapital med nesten kroner 400 millioner til i overkant av kroner 100 millioner, mens en tilsvarende prosentvis økning i omløpshastigheten bare øker egenkapitalverdien med i overkant av kroner 100 millioner. Samtidig ser vi det er T-verdien som er den mest følsomme hvilket betyr at TusenFryd er mer sensitiv for endring i konstantleddet enn i leddene for budsjettperioden.

### **Netto driftsmargin**

Netto driftsmarginen har gjennom den historiske dataen holdt seg relativt stabil hvilket i utgangspunktet indikerer en lav usikkerhet i prognostiseringen, men samtidig har vi sett fra tidligere analyser at dette nøkkeltallet er høyt sammenlignet med resten av bransjen. I fremtidsregnskapet ble dette hensyntatt, men dette øker samtidig usikkerheten ettersom netto driftsmargin i bransjesammenheng skal være enda lavere, mens den i historisk sammenheng skal være høyere enn budsjettert, det er derfor hensiktsmessig med en sensitivitetsanalyse, jamfør figur 57:

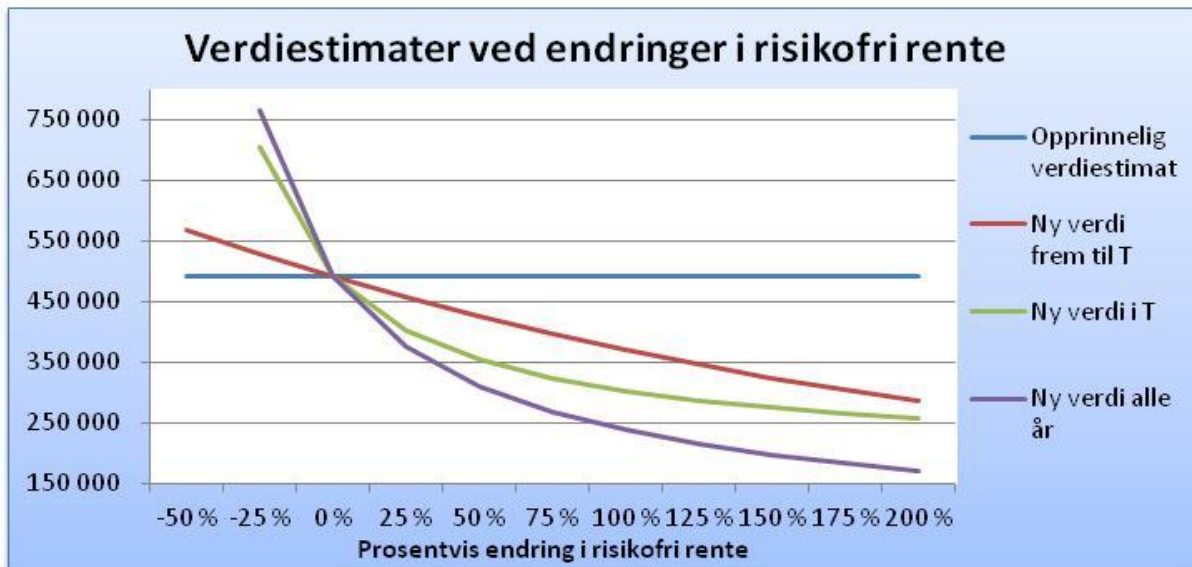


Figur 57 – Verdiestimater ved ulike netto driftsmarginer.

Figuren viser at følsomheten er stor for endringer i driftsmarginen. En negativ endring i budsjettperioden på 40 prosent reduserer egenkapitalverdien med rundt kroner 100 millioner, mens en tilsvarende nedgang i konstantleddet halverer egenkapitalverdien. Samtidig fremgår det at opp- og nedsiden er like bratte noe som indikerer gode vekstmuligheter i egenkapitalverdien utover verdiestimatet fra fremtidsregnskapet. Dersom man ser på endringer i mindre skala vil en prosentvis endring i netto driftsmargin på +/- 10 prosent påvirke egenkapitalverdien med +/- i underkant av kroner 100 millioner. Dette tilsvarer en økning/reduksjon på omtrent syv kroner per aksje.

### **Risikofri rente**

Som nevnt i kapittel 9.2.1 ville vi analysere den risikofrie renten nærmere som følge av dagens lave rentenivå og usikkerheten knyttet til fremtidig estimering. Ettersom renta er tilsynelatende lav i dag fokuseres det i figur 58 hovedsakelig på ulike nivåøkninger i rentenivået.

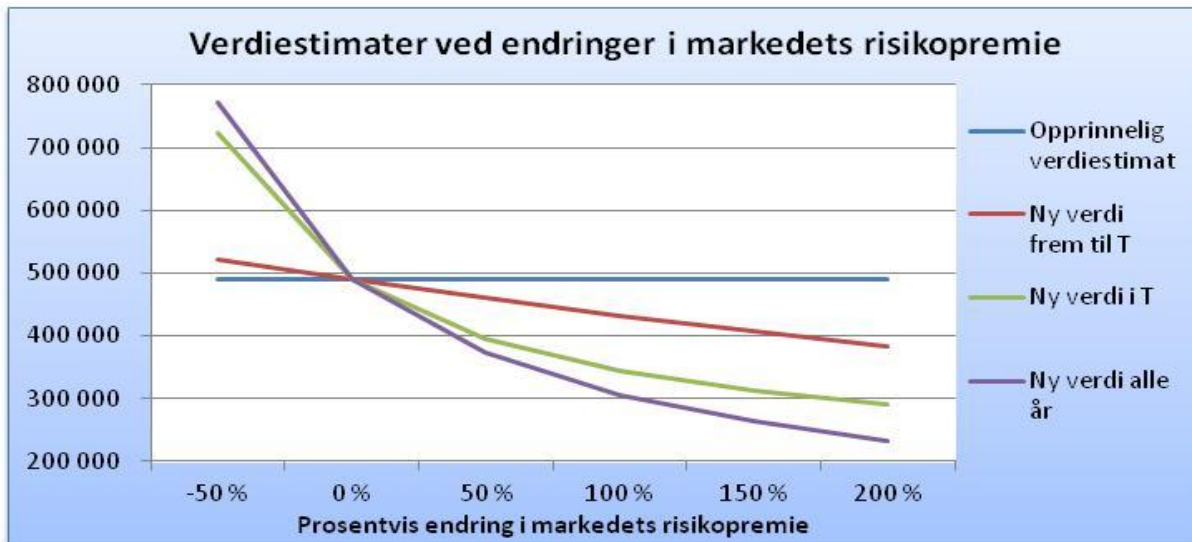


Figur 58 – Verdiestimater ved endringer i risikofri rente.

En reduksjon av rentenivået i betydelig grad vil øke TusenFryds egenkapitalverdi betraktelig, men på sikt synes ikke dette veldig sannsynlig og en verdi mye over kroner 500 millioner synes derfor urimelig som følge av en nedgang i rentenivået. Derimot vil det på lengre sikt være sannsynlig med en økning høyere enn hva som fremgår i fremtidsregnskapet. En rentedobling i steady state vil redusere egenkapitalverdien med cirka kroner 200 millioner, mens en tilsvarende reduksjon i samtlige år vil halvere verdiestimatet på TusenFryd sin egenkapital.

### **Markedets risikopremie**

Markedets risikopremie ble budsjettert med utgangspunkt i historisk data både for bransje og for verdensøkonomien. Den ble estimert til fem prosent og ble holdt konstant gjennom hele prognoseperioden. Av kapittel 8.1.2 så vi at risikopremien varierte med rundt et prosentpoeng i analyseperioden, det er derfor naturlig å vurdere egenkapitalverdisensitiviteten som følge av endringer i risikopremien, jamfør figur 59:



Figur 59 – Verdiestimater ved endringer i markedets risikopremie.

Det fremgår av figur 59 nærmest en tilsvarende fremstilling som for den risikofrie renten i figur 58. Dette skyldes at begge faktorene inngår i avkastningskravet. Derimot er sensitiviteten til den risikofrie renten noe større, hvilket skyldes at den risikofrie renten direkte inngår i både gjeldskravet og egenkapitalkravet, mens markedets risikopremie bare i en liten grad inngår i gjeldskravet ettersom finansiell eiendelsdel er relativt liten. Ut fra vurderingene i kapittel 8 tror vi ikke det er veldig sannsynlig med en endring i markedets risikopremie over +/- 20 prosent, og det kan derfor forsvare et verdiestimat mellom kroner 450-550 millioner.

Alle driverne vi har sett på har stor påvirkningsgrad på verdiestimatet. Veldig følsomme var omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmargin. Samtidig tror vi disse driverne vil være forholdsvis stabile i prognoseperioden og tiden etter. Av den grunn vurderes den risikofrie nominelle renten som den største usikkerhetsfaktoren på verdiestimatet. En forholdsvis liten økning i rentenivået (historisk sett), med en til to prosentpoeng vil redusere TusenFryds egenkapitalverdi med kroner 150-200 millioner som tilsvarer en verdinedgang i forhold til fremtidsregnskapets verdiestimat på 30-40 prosent.

#### 10.4.2 Simulering

Simulering vil si å synliggjøre verdiestimatets usikkerhet ved å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere om til usikre (stokastiske) variabler for å få en verdiestimatesfordeling i stedet for

et verdiestimatpunkt.<sup>105</sup> Det velges en sannsynlighetsfordeling for hver stokastiske variabel. Vi har valgt å anta at netto driftsmargin er normalfordelt med forventning tilsvarende budsjettperiodens gjennomsnitt. En normalfordeling vil si at verdiene fordeler seg jevnt rundt forventningsverdien (her gjennomsnittsverdien for prognoseperioden) som baseres på forventet standardavvik. For de øvrige budsjettdriverne vi mener det er aktuelt å ta med i scenarioanalysene har vi valgt en uniform fordeling som vil si at alle mulige verdier av en budsjettdriver i det angitte utfallsrom har like stor sannsynlighet for å inntreffe. Vi har valgt å se på tre aktuelle scenarioer, et hvor prognoseperioden vurderes som sikker (simulering 1), en hvor konstantleddet vurderes som sikkert (simulering 2) og et scenario hvor vi slår sammen usikkerheten i scenario en og to (simulering 3).

For å kunne estimere et realistisk verdiintervall i budsjettdriverne velger vi å ta utgangspunkt i data fra analyseperioden og fremtidsregnskapet, jamfør tabell 37:

	Historisk (2007-2011)		Prognoseperiode		Steady state
	Forventning	Standardavvik	Forventning	Standardavvik	Forventning
Driftsinntektsvekst	-2,47 %	0,0676	6,70 %	0,1342	6,00 %
Omløpshastighet til netto driftseiendeler	0,82	0,0862	1,17	0,1153	1,17
Netto Driftsmargin	17,98 %	0,0423	15,50 %	0,0292	9,00 %
Risikofri rente	2,33 %	0,0104	2,88 %	0,0034	3,11 %
Markedets risikopremie	4,99 %	0,0062	5,00 %	0,0000	5,00 %
Utbytteskatt			3,00 %		3,00 %

**Tabell 37 – Forventning og standardavvik til budsjettdriverne for bruk i simulering.**

Med utgangspunkt i verdiene fra tabell 37 velger vi følgende verdier i simuleringene, jamfør tabell 38:

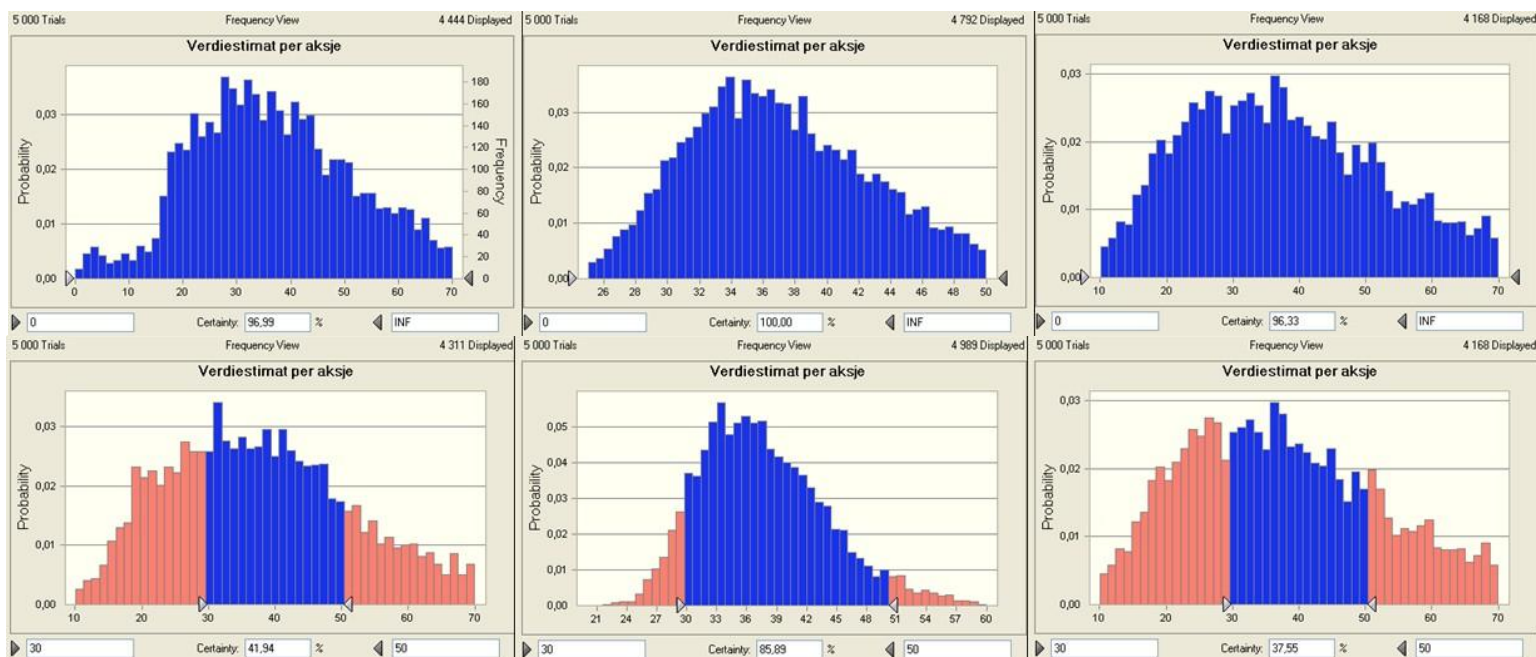
<sup>105</sup> Knivsflå, K. H., 2006

Simulering 1			
Normalfordelt	Forventning	Standardavvik	
Netto driftsmargin steady state	9,00 %	0,03	
Uniformfordelt	Minimum (a)	(0,5*(a+b))	(b)
Driftsinntektsvekst steady state	5,00 %	6,00 %	7,00 %
ONDE steady state	1,12	1,17	1,22
Risikofri rente steady state	3,01 %	3,11 %	3,21 %
Markedets risikopremie	4,00 %	5,00 %	6,00 %
Utbytteskatt steady state	1,00 %	3,00 %	5,00 %
Simulering 2			
Normalfordelt	Forventning	Standardavvik	
Netto driftsmargin prognoseperiode	15,50 %	0,05	
Uniformfordelt	Minimum (a)	Forventning (0,5*(a+b))	Maksimum (b)
Driftsinntektsvekst prognoseperiode	-9,00 %	6,70 %	22,40 %
ONDE prognoseperiode	0,99	1,17	1,35
Risikofri rente prognoseperiode	2,33 %	2,88 %	3,43 %
Markedets risikopremie	4,00 %	5,00 %	6,00 %
Utbytteskatt prognoseperiode	2,00 %	3,00 %	4,00 %

**Tabell 38 – Verdier som benyttes i simulering.**

Av verdiene i tabellen er det verdt å merke seg at vi benytter et standardavvik på 0,03 for netto driftsmargin i steady state, mens vi benytter et standardavvik på 0,05 i prognoseperioden. Om man ser på tabell 37, kan denne verdien synes høy, men ettersom bransjetallet ligger et stykke under de historiske verdiene TusenFryd har hatt fra analyseperioden (og som vi har budsjettet med i fremtidsregnskapet) velger vi å anta at dette nøkkeltallet kan variere mer i fremtidsregnskapet enn hva som er blitt budsjettet. Av øvrig data er det så å si bare naturlige verdier hentet rett fra fremtidsregnskapet eller tabell 37. Hva gjelder den risikofrie renten konkluderte vi i kapittel 10.4.1 med at den var en faktor som lett kunne påvirke verdiestimatet. Den er også vrien å fastsette i både prognoseperioden og i budsjettperioden T. Vi valgte derfor en uniform fordeling på 3,11 prosent  $\pm$ 0,10 prosent i budsjettperioden T, mens vi regner med et noe større avvik i budsjettperioden som varierer fra 2,33 prosent til 3,43 prosent med en forventningsverdi tilsvarende gjennomsnittet for prognoseperioden på 2,88 prosent.

Simulerer vi verdiene gjennom Excel-tillegget *Oracle Crystal Ball (versjon 11.1.1.1.00)*, ved hjelp av en MonteCarlo-simulering med 5000 trekninger hvor alle de stokastiske variablene inkluderes, får vi følgende resultater:



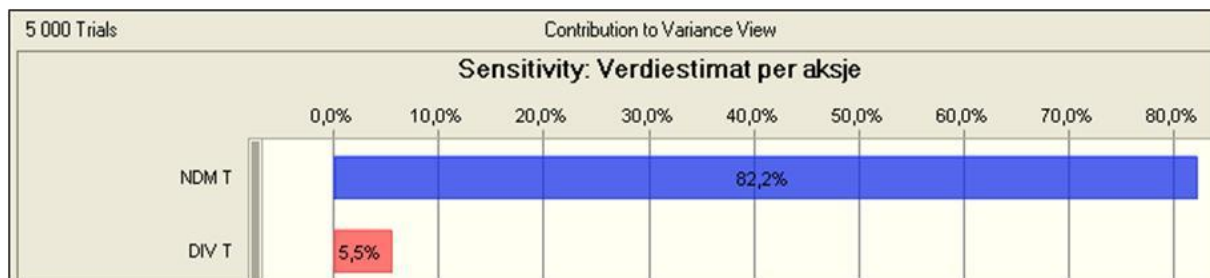
**Figur 60 – Fremstilling av simuleringresultater.**

Av simuleringresultatene fremgår det at endringer i prognoseperioden ikke påvirker verdiestimert i samme grad som endringer i steady state. Med gitte forutsetninger fra tabell 38 får vi en sannsynlighet på nesten 86 prosent for at TusenFryds aksjeverdi ligger mellom kr. 30 og kr. 50, mens simuleringer i både budsjettperioden og steady state gir en sannsynlighet for de samme aksjeverdiene på over 37 prosent. Dette bekrefter antakelsene fra sensitivitetsanalysen i kapittel 10.4.1 hvor man så at mindre endringer fra basis kunne gjøre større utslag i verdiestimert.

Simuleringen kan også brukes til å fastslå konkurssannsynligheten. Dersom steady state-verdiene forutsettes konstante, fremkommer det av grafen i midten øverst at TusenFryd sin konkurssannsynlighet er lik null. Derimot er konkurssannsynligheten 3,67 prosent om usikkerhet i horisontdriverne tillegges (graf oppe til høyre). I den syntetiske ratingen (kapittel 7.5) konkluderte vi med en årlig konkurssannsynlighet på 0,26 prosent for TusenFryd. Grunnen til den økte konkurssannsynligheten i simuleringen indikerer at verdiene fra tabell 38 kan avvike fra den reelle risikoen, eksempelvis den nevnte netto driftsmarginfølsomheten hvor standardavviket trolig vil være mindre. Dette illustreres også i figur 61 hvor det fremgår at netto driftsmargin på lang sikt bidrar til over 82 prosent av usikkerheten i verdiestimert,



mens driftsinntektsveksten på lang sikt bidrar med 5,5 prosent.



Figur 61 – Bidrag til usikkerhet i verdiestimatet.

Andre drivere som bidro til usikkerhet i verdiestimatet som ikke fremgår av figur 61, var årlig driftsinntektsvekst som i gjennomsnitt bidro med en prosent usikkerhet per år.

### 10.5 Oppsummering fundamental verdsettelse

Den fundamentale verdsettelsen gav oss en egenkapitalverdi etter egenkapital- og totalkapitalmetoden på henholdsvis kr. 413 millioner og kr. 590 millioner. Vi konvergente deretter verdiestimatene ved hjelp av verdibasert regnskapsføring og kom frem til et endelig verdiestimat på i overkant av kr. 490 millioner, hvilket tilsvarte en aksjeverdi i overkant av kr. 37 per aksje.

Vi har deretter foretatt vurderinger av usikkerheten i verdiestimatet hvor det fremkom i sensitivitetsanalysen at blant annet renteendringer vil kunne påvirke aksjeverdien betydelig. Fra simuleringen kom det derimot frem at det er endringer i netto driftsmargin og driftsinntektsveksten som vil påvirke verdiestimatet i størst grad. Resultatene fra både sensitivitetsanalysen (kapittel 10.4.1) og simuleringen (kapittel 10.4.2) var som ventet. I kapittel 10.4.1 ble det foretatt enkeltsimuleringer hvor alt annet ble holdt konstant, den lave renten (historisk sett) påvirker derfor avkastningskravet i meget stor grad som igjen påvirker verdiestimatet, mens i simuleringen ble det forutsatt forholdsvis liten usikkerhet i renten og da kom det frem et større bidrag til usikkerheten i verdiestimatet fra netto driftsmargin og driftsinntektsveksten.

I det neste kapittelet vurderes realismen i den estimerte egenkapitalverdien basert på en multippeanalyse, mens vi i kapittel 12 vil vurdere den fundamentale verdsettelsens siste steg – handlingsstrategien.



## 11 Komparative verdsettelsesmodeller

Som nevnt i kapittel 3.3 har vi valgt å supplere den fundamentale verdsettelsen ved å benytte komparative verdsettelsesmodeller. Denne verdsettelsesmodellen ønsker vi å benytte til å teste plausibiliteten til kontantstrømprognoene, til å forklare forskjeller mellom TusenFryd og bransjeutvalget, og til å kunne støtte opp om antakelsene om TusenFryd sin strategiske posisjon hvor vi konkluderte med at TusenFryd hadde forutsetninger til å skape merverdier sammenlignet med andre aktører i bransjen. Tanken med komparative verdsettelsesmodeller og fortrinnsvis multiplikatormodellen, som vi skal benytte, er å verdsette TusenFryd basert på hvordan komparative selskaper er priset i markedet. For å kunne benytte multiplikatormodellen til verdsettelse må to komponenter være på plass; det er viktig at priser standardiseres, i form av multipler som til eksempel bokført verdi, fortjeneste og salg. I tillegg er det, som nevnt i kapittel 3.3 viktig med mest mulig sammenlignbare selskaper som vil si at selskapene tilbyr produkter/tjenester som er nære substitutter, og at de har tilnærmet like vekst- og driftsutsikter. Det er derfor ikke selskapets størrelse som er avgjørende for om selskaper er sammenlignbare.

Vi har tidligere nevnt at de to aktuelle komparative selskapene til TusenFryd er Euro Disney og Tivoli i København ettersom dette er børsnoterte fornøylesparker i Europa. Det er en svakhet at det bare inngår to selskaper i bransjesnittet, men utvalget begrenses av tilgjengeligheten på komparative selskaper. I tillegg har vi gjennom strategisk analyse i kapittel 4, lønnsomhets- og vekstanalyser i kapittel 6 og kredittrisikoplanalyse i kapittel 7 sett forskjellen mellom TusenFryd og de to børsnoterte selskapene. Forskjellene er store og betydelige og spesielt forskjellen mellom Euro Disney og TusenFryd sin lønnsomhet gjør oss kritiske til den komparative analysen da vekst- og driftsutsikter ikke synes å være sammenfallende i stor grad. Av den grunn har vi valgt å lage en bransjemedian basert på 16 fornøylesparker på børs i ulike kontinenter. Dette mediantallet vil derfor kunne gi oss en indikasjon på hvor representative multiplene for Euro Disney og Tivoli i København er i tilfeller hvor de avviker stort fra TusenFryd. Vi nevnte også i kapittel 3.3 at multiplikatormodellen uansett vil kunne gi en god pekepinn på selskapets verdi og at det i så

måte er grunnlag for å gjennomføre en komparativ verdsettelse basert på tilgjengelig data.<sup>106</sup>

På grunn av multiplikatormodellens brukervennlighet benyttes den mye i praksis. Multiplene som inngår i modellen er enklere å forstå enn kompliserte kontantstrømanalyser og krever færre forutsetninger, og samtidig er sannsynligheten større for at multiplene fanger opp markedsstemningen da de måler relativ verdi og ikke egenverdien. Samtidig representerer modellens styrker også deres svakheter. Enkel anvendelse kan ofte føre til inkonsistente verdiestimer hvor nøkkelfaktorer som vekst og risiko bortfaller. I prinsippet kan analytikeren selv velge de multipler og komparative selskaper en selv ønsker og på den måten ende opp med et ønsket verdiestimat. I tillegg kan hensynet til markedsstemningen føre med seg over- eller undervurderinger av selskapsverdien dersom markedet over-/undervurderer de sammenlignbare selskapene.<sup>107</sup>

Komparativ verdsettelse kan uansett være nyttig, men det forutsettes at man er klar over svakhetene og forstår hvilke underliggende drivere som ligger til grunn for de ulike multiplene. Vi har valgt å benytte fire multipler som ofte anvendes i praksis, for således å få et helhetlig bilde av hvordan de komparative selskapene verdsettes. De aktuelle multiplene er pris/bok, enterprise value/net sales, pris/fortjeneste og enterprise value/EBITDA.

### 11.1 Pris/Bok

Dette er en multippel som ofte blir benyttet i praksis og som tar utgangspunkt i forholdet mellom markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen til et selskap:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

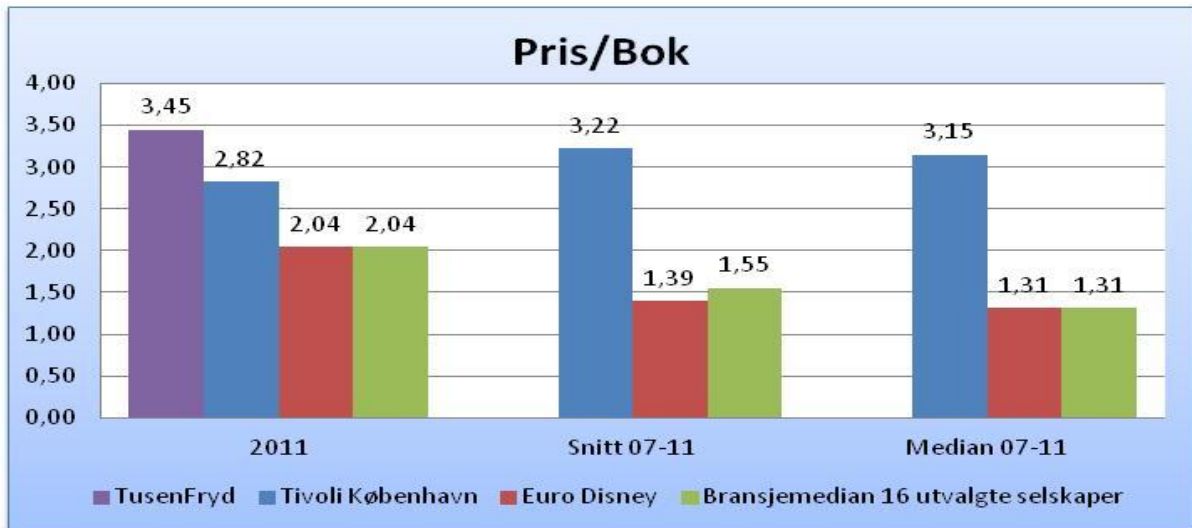
#### Formel 23 - Pris/Bok.

Multippelens største svakhet er egenkapitalens bokførte verdi som er påvirket av den regnskapsmessige behandlingen. I tillegg vil det oppstå problemer i forhold til verdsettelsen av eventuelle utestående opsjoner som i utgangspunktet skal tillegges egenkapitalens markedsverdi.

---

<sup>106</sup> Nøkkeltallene for bransjen hentes fra infinancials analyst, mens vi benytter årsrapportene for tilsvarende tall for TusenFryd.

<sup>107</sup> Damodaran, A., 2002, s. 453-454.



Figur 62 – Pris/Bok.

Av figur 62 fremgår det at bransjemedianen ligger på 1,31, mens Tivoli i København ligger noe over. Et implisitt P/B-forhold for TusenFryd basert på resultatet fra den fundamentale verdsettelsen gir et forhold i 2011 på 3,45 hvilket er en del høyere enn bransjen, men et forhold som ikke avviker stort fra Tivoli i København. P/B-medianen mellom Euro Disney og Tivoli i København gir en multiplverdi på 2,43 som vi velger å benytte i beregningen av aksjeverdien til TusenFryd. TusenFrydaksjen blir gjennom gitt P/B-forhold verdsatt til kr. 26. Dette verdianslaget er betydelig lavere enn hva vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. Vi vil dekomponere formel 23 for å forklare denne lave verdien i forhold til egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen:<sup>108</sup>

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Egenkapitalavkastning (ROE)} - \text{vekst (g)}}{\text{Egenkapitalkrav (}k_e\text{)} - \text{vekst (g)}}$$

**Formel 24 - Dekomponert Pris/Bok.**

Av formel 24 fremkommer det at faktorer som egenkapitalavkastning og egenkapitalkrav er avgjørende for P/B-forholdet. Vi vet driftsresultatet til Euro Disney de senere årene har vært negativt, mens Tivoli i København har hatt en egenkapitalavkastning på i snitt 5,6 prosent de siste syv år. TusenFryd har derimot hatt en egenkapitalavkastning på i snitt 24 prosent de siste åtte årene, og det er denne forskjellen i egenkapitalavkastningen som hovedsakelig forklarer forskjellen mellom TusenFryds og Tivoli i København sitt P/B-forhold. Andre faktorer som styrker P/B-forholdet kan som nevnt være egenkapitalkravet og vekstraten,

<sup>108</sup> Damodaran, A., 2002, s.511-515

men disse driverne vil påvirke P/B-forholdet i retning av en høyere verdi for Tivoli i København enn TusenFryd, jamfør diskusjon i delkapittelene 11.3 og 11.4. Som følge av den store forskjellen i egenkapitalavkastningen trenger ikke P/B-beregningen å være direkte i konflikt med den fundamentale verdsettelsen og den underliggende prognostiseringen.

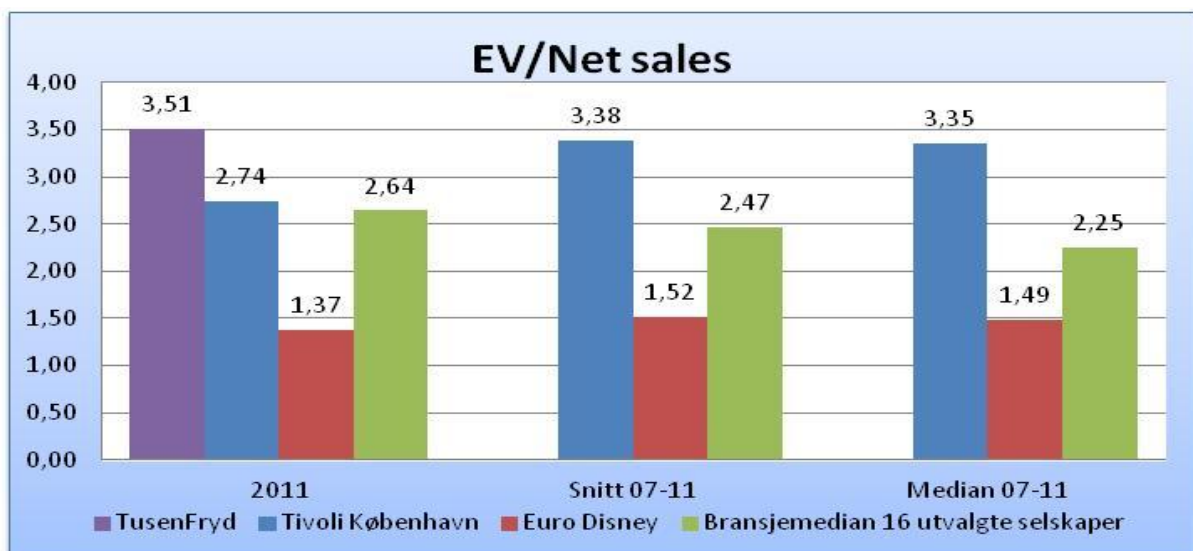
## 11.2 Enterprise value/Net sales

Denne multiplikaen måler selskapsverdien relativt til netto salgsinntekter og defineres som:

$$\frac{EV}{Net\ Sales} = \frac{Markedsverdi\ av\ EK+Gjeld-Kontantbeholdning}{Netto\ salgsinntekter}$$

### Formel 25 - Enterprise value/Net sales.

Fordelen med denne multiplikaen er at den muliggjør multiplikaenverdsettelse selv om et selskap skulle ha negativ inntjening eller negativ bokført egenkapital. Samtidig er ikke inntektene like volatile som inntjeningen og heller ikke like utsatt for regnskapsmessige justeringer. Den største ulempen med multiplikaen er at den ofte verdsetter selskaper med høy inntekstvekst og lav inntjening for høyt. Ettersom TusenFryd har stor variasjon i inntekstveksten, men stabil god inntjening, velger vi å inkludere multiplikaen. Vi velger EV/net sales fremfor pris/salg da bare den førstnevnte er internt konsistent ettersom nevneren er inntektene selskapet genererer, mens telleren er selskapets totalverdi.<sup>109</sup>



Figur 63 – Enterprise value/net sales.

<sup>109</sup> Damodaran, A., 2002, s.543-544

Bransjeutvalget har en median på 2,25 over de siste fem årene. Tivoli i København har en median på 3,35, mens Euro Disney bare har 1,49. Medianforholdet mellom Euro Disney og Tivoli i København tilsvarer en multiplverdi på 2,24. Benytter vi denne verdien til å verdsette TusenFryd får vi en aksjeverdi på kr. 22. Dette er en enda lavere aksjepris enn hva P/B-multiplelen gav. Av figur 63 fremkommer det at TusenFryd har et implisitt EV/net sales-forhold på 3,51 basert på den fundamentale verdsettelsen. Til å forklare hva som skyldes forskjellene benytter vi følgende formel:<sup>110</sup>

$$\frac{EV}{Net\ Sales} = \frac{Driftsmargin\ etter\ skatt * (1 - Reinvesteringsrate)}{Netto\ driftskrav - g}$$

**Formel 26 - Dekomponert Enterprise value/Net sales.**

Fra kapittel 4.3.1 sammenlignet vi TusenFryd sin driftsmargin med bransjen og kom frem til at TusenFryd hadde vesentlig høyere driftsmargin enn konkurrentene. Ser vi på formel 26 kan dette forklare årsaken til forskjellen i multiplelen mellom TusenFryd og bransjen. Til eksempel har TusenFryd hatt en gjennomsnittelig netto driftsmargin de siste fem årene på 18 prosent mot Tivoli i København som har hatt 5 prosent i snitt de siste fire årene. Hvor mye som reinvesteres i bransjen generelt har vi ikke nok grunnlag til å uttale oss om, mens for faktorene i nevneren gjelder den samme argumentasjonen som i kapittel 11.1 hvor egenkapitalkravet og veksten ble diskutert. Et lavere driftskrav og en høy forventet vekst vil øke multiplerverdien. Vi ser igjen at faktorene forklarer et høyere EV/net sales-forhold for TusenFryd enn bransjen for øvrig og vi mener derfor at heller ikke denne beregningen er i direkte konflikt med den fundamentale verdsettelsen og den underliggende prognostiseringen.

**11.3 Price/Earnings**

På grunn av denne multiplens enkelte anvendelse er den en av de mest benyttede, men også denne multiplelen har sine svakheter. Inntjeningsmålet påvirkes av hvilke regnskapsføringsmetoder som benyttes, til eksempel hvordan FoU, leasingavtaler og oppkjøp behandles i regnskapet. I tillegg oppstår det problemer dersom et selskap har negativ inntjening, eksempelvis Euro Disney, jamfør figur 64. P/E defineres gjennom formel 27:

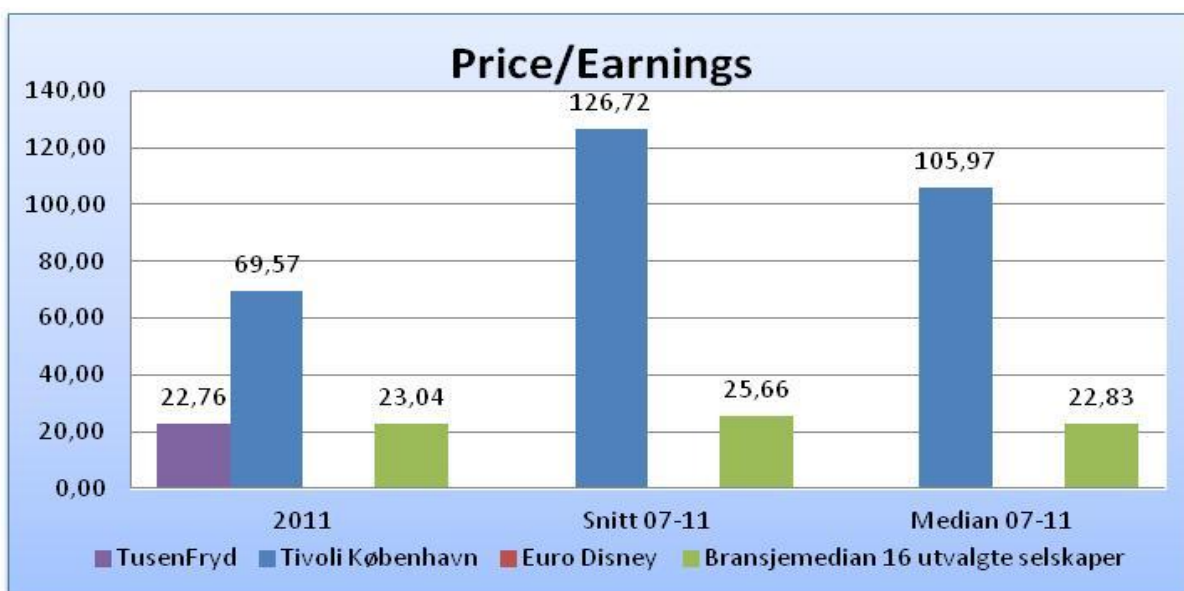
---

<sup>110</sup> Damodaran, A., 2002, s.548

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

#### Formel 27 - Price/Earnings.

P/E er i utgangspunktet konsistent da telleren er verdien av egenkapitalen per aksje, mens nevneren er egenkapitalresultatet per aksje. Problemet med multipliseringen er, som nevnt, at inntjeningsstallet som benyttes kan variere; til eksempel kan siste årsresultat, siste tolv måneders resultat og forventet resultat alle benyttes. I tillegg kan det oppstå store forskjeller i volatiliteten til inntjening mellom selskapene i bransjeutvalget. Historisk sett har forventede verdier vist seg å gi en bedre prediksjon på faktisk børskurs et år frem i tid, enn hva anvendelse av historiske resultater har gitt. Vi har uansett valgt å benytte historisk tolv måneders resultat i vår beregning ettersom vi vurderer våre forutsetninger i ettårsprognosen til nettoresultatet til å være for usikkert.



Figur 64 – Price/Earnings.

Ettersom Euro Disney har negativ inntjening velger vi her å forholde oss til bransjemedianen de siste fem år da vi mener det blir tynt å sette multipliserverdi basert på bare et selskap. Av figur 64 fremkommer det stor variasjon i multipliserverdiene mellom TuseFryd og Tivoli i København, hvilket er med på å styrke vår forutsetning om å benytte medianen for hele bransjeutvalget i verdsettelsen av egenkapitalen. Med et P/E-forhold på 22,83 verdsettes TusenFrydaksjen til kr. 37, hvilket er identisk med verdien vi beregnet under den

fundamentale verdsettningen. Til å forklare hva som kan forklare forskjellen i multiplverdien mellom TusenFryd og Tivoli i København benyttes formel 28:<sup>111</sup>

$$\frac{P}{E} = \frac{P_0}{EPS_0} = \frac{\text{Utdelingsforhold} \cdot (1+g)}{k_e - g}$$

**Formel 28 – Dekomponert Price/Earnings.**

Fra formelen leses at Tivoli i København kan ha et høyt P/E-forhold på grunn av et høyt utdelingsforhold, lavt avkastningskrav til egenkapitalen eller høy vekstfaktor. Ettersom TusenFryd de senere årene har prioritert nedbetaling av gjeld fremfor dividendeutbetalinger har forholdstallet deres blitt noe redusert, samtidig har Tivoli i København utbetalt et utbytte på 25 prosent av profitten etter skatt.<sup>112</sup> I tillegg har vi fra kapittel 6 og 8 at henholdsvis vekstraten og egenkapitalkravet til TusenFryd er på 6 prosent og 7,7 prosent. En mindre margin i disse driverne vil resultere i en betydelig økning i P/E-forholdet ettersom nevneren vil nærme seg null. Variablene i formlene kan derfor forklare forskjellen i multiplverdien mellom TusenFryd og Tivoli i København, og det er derfor grunn til å anta at også denne multiplverdien kan forsvare resultatet fra den fundamentale verdsettelsen.

#### 11.4 Enterprise value/EBITDA

I likhet med P/E fra delkapittel 11.3 er også denne multiplverdien et mål på inntjeningen. EV/EBITDA-forholdet tar imidlertid for seg selskapets total kapital og ikke bare egenkapitalen som ble hensyntatt gjennom P/E-multiplverdien. EV/EBITDA-forholdet beregnes gjennom følgende formel:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK+Gjeld-Kontantbeholdning}}{\text{Resultat før av- og nedskrivninger}}$$

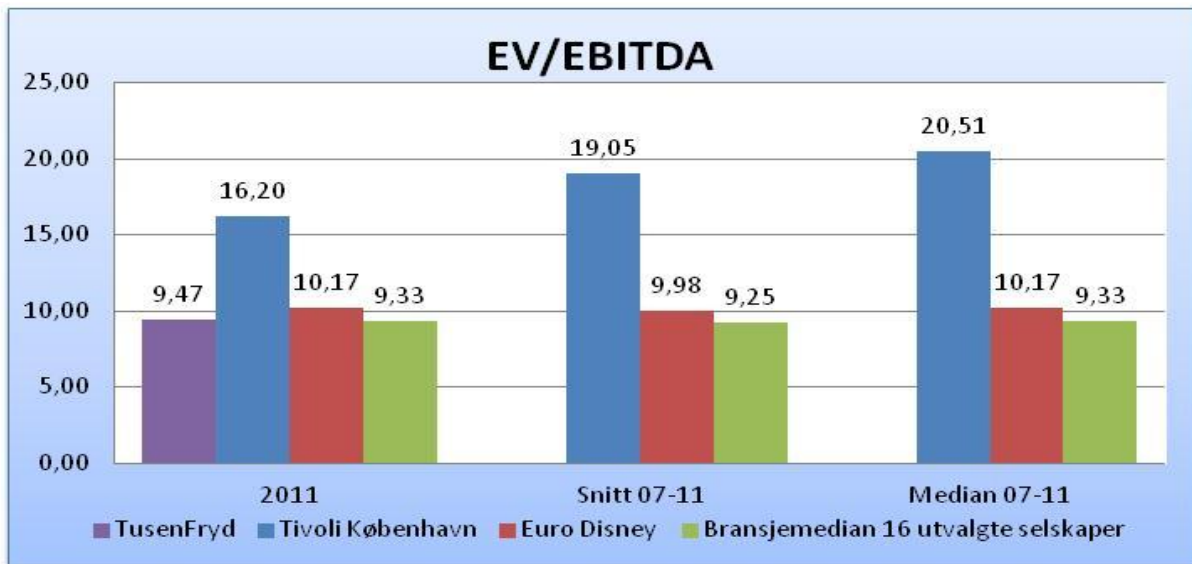
**Formel 29 - Enterprise value/EBITDA.**

Gjennom denne multiplverdien blir altså forskjeller i kapitalstrukturen mellom selskapene tatt hensyn til ettersom telleren uttrykker total kapitalen, mens nevneren uttrykker resultat før av- og nedskrivninger. Fordelen med denne multiplverdien er at det er flere selskaper som har positiv EBITDA enn antall selskaper med positivt nettoresultat, eksempelvis Euro Disney i vår analyse. En annen fordel med multiplverdien er at man slipper problematikken knyttet til ulike avskrivningsmetoder mellom selskaper. Derimot har også denne modellen sin svakhet

<sup>111</sup> Damodaran, A., 2002, s.469-472

<sup>112</sup> Tivoli i København, årsrapporter 2007-2010

ettersom inntekter fra tilknyttede selskaper ikke inngår i EBITDA, mens egenkapitalverdien av det tilknyttede selskapet er en del av EV resulterer dette i et overestimert EV/EBITDA-forhold. Grunnet arbeidsomfanget vil ikke dette forholdet bli justert for når bransjetallene skal sammenlignes. Vi er derimot klar over feilkilden som kan oppstå og vil ta det til etterretning ved vurdering av de estimerte EV/EBITDA-forholdenes reliabilitet.



Figur 65 – EV/EBITDA.

Figur 65 fremstiller bransjens EV/EBITDA-forhold. Vi ser TusenFryd sin implisitte EV/EBITDA-verdi basert på den fundamentale verdsettelsen ikke avviker stort fra Euro Disney og bransjemedianens multiplverdi. Basert på delkapittelets innledende diskusjon rundt usikkerhet velger vi å benytte bransjemedianens multiplverdi på 9,33 for å verdsette TusenFryd. Med en multiplverdi på 9,33 får vi en verdi på TusenFrydaksjen på kr. 37. Dette er identisk med aksjeverdien vi fikk fra den fundamentale verdsettelsen og også price/earnings multiplverdi. Vi vil benytte formel 30 i et forsøk på å finne ut av hva som skyldes den store forskjellen i multiplverdien mellom Tivoli i København og de andre selskapene i bransjen.<sup>113</sup>

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{(1-t) - \frac{\text{Investeringer} - \text{avskrivninger} + \text{endring i sysselsatt kapital}}{EBITDA_1} - \frac{\text{Avskrivninger} * (1-t)}{EBITDA}}{\text{Netto driftskrav} - g}$$

Formel 30 – Dekomponert Enterprise value/EBITDA.

<sup>113</sup> Damodaran, A., 2002, s.501-504



Vi har fra tidligere delkapitler i kapittel 11 konkludert med at Tivoli i København har en mindre forskjell mellom avkastningskravet og vekstraten enn hva TusenFryd har og dette kan også være med på å forklare den store forskjellen mellom selskapenes EV/EBITDA-forhold. Vi vil videre analysere variablene i telleren for å gjøre rede for i hvilken grad nevneren forklarer Tivoli i København sin høye multiplerverdi.

Skattesatsen er estimert tre prosent lavere for danskene enn for TusenFryd. TusenFryd opererer med en skattesats på 28 prosent, mens Tivoli i København opererer med 25 prosent. De to siste variablene (vi ser bort fra den sysselsatte kapitalen ettersom denne, sett i sammenheng med de to andre variablene, er ubetydelig) er begge veldig volatile. Ser vi på historiske tall mellom avskrivninger og EBITDA for de to selskapene viser beregningen et høyere forhold for Tivoli i København enn for TusenFryd. Førstnevnte har historisk ligget rundt 60 prosent, mens TusenFryd har ligget rundt 42 prosent. Det samme er tilfellet for investeringer hvor Tivoli i København har ligget i underkant av 90 prosent, mens TusenFryd har ligget rundt 37 prosent. Vi ser av utregningen at avskrivningene er større enn investeringene for TusenFryd de siste årene, hvilket igjen betyr en negativ utvikling i selskapsveksten for denne perioden.

Disse faktorene gir en høyere verdi i telleren for TusenFryd enn for Tivoli i København, hvilket betyr at det er forskjellen i nevnervariablene som forklarer forskjellen i multiplerverdien mellom selskapene. Dette samsvarer med konklusjonene for de andre multiplene i kapitlet, og vi kan igjen forsvare verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

### 11.5 Oppsummering av komparativ analyse

Vi har vurdert verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen med fire forskjellige multipler hvor det kom frem at multiplene som tok utgangspunkt i totalkapitalen og egenkapitalen gav et negativt avvik i TusenFryd sin aksjeverdi sammenlignet med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen, jamfør tabell 39. Etter å ha dekomponert formlene for multiplene i

Kapittel	Multipl	Aksjeverdi
10.3	Konvergent verdiestimat fundamental verdsettelse	37
11.1	P/B	26
11.2	EV/Net sales	22
11.3	P/E	37
11.4	EV/EBITDA	37

Tabell 39 - Oppsummering komparativ analyse.

delkapitlene 11.1 og 11.2 kunne vi derimot forsvare multiplenes aksjeverdiavvik fra den fundamentale verdsettelsen.

De to siste multiplene baserte seg på inntjeningen og for verdien på TusenFrydaksjen samsvarte verdiene som kom frem i den komparative analysen med resultatet fra den fundamentale analysen. Det var dog noen større forskjeller mellom Tivoli i København og TusenFryd, men disse forskjellene kunne forklares av verdien i nevneren hvor forholdet mellom avkastningskrav og vekstrate syntes å være mindre for det danske selskapet enn for TusenFryd.

## **12 Oppsummering, handlingsstrategi, svakheter og usikkerhetsmomenter.**

Vi har nå kommet frem til verdsettelsesprosessens femte og siste steg. Her skal handlingsstrategien settes. Før vi konkluderer er det på sin plass å oppsummere de fire andre stegene i verdsettelsesprosessen.

Verdsettelsen startet med en strategisk regnskapsanalyse hvor analyse av interne og eksterne forhold gav en bedre innsikt i TusenFryd og bransjen for fornøylesparker. Gjennom tilhørende analyseverktøyer viste det seg at TusenFryd har en egen evne til å generere superprofitt gjennom effektiv drift med stort fokus på kostnadssiden, sterkt merkevarenavn og en veldig sentral beliggenhet. Samtidig viste det seg også at TusenFryd sitt besøkstall i større grad ble styrt av nyvinninger på attraksjonsfronten og også værforhold, fremfor økonomiske konjunktursvingninger.

Deretter viste regnskapsanalysen at TusenFryd er et lønnsomt selskap med historisk høyere egenkapital- og totalavkastning enn konkurrentene. Vekstanalysen viste også positiv trend på kort sikt, mens veksten på lengre sikt i større grad vil avhenge av hvordan selskapet evner å fornye seg på attraksjonsfronten. På grunn av liten andel av omløpsmidler viste kredittrisikoen svak likviditet, men den lave gjeldsgraden viste samtidig at soliditeten var god og den årlige konkurssannsynligheten lav.

Informasjon som kom ut av den strategiske analysen og regnskapsanalysen dannet så grunnlaget for utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Verdidriverne ble forutsatt å variere syklisk i forhold til prognostiserte investeringer, hvilket samsvarte med historien. Samtidig ble det også tatt hensyn til argumentasjonen om at en evig vekst over bransjesnittet og verdensøkonomien generelt vil være umulig. Prognosene ble derfor forutsatt i retning av at superprofitten ville reduseres på lang sikt.

Fremtidsregnskapet og fremtidskravene var deretter utgangspunktet for selve verdsettelsen. Gjennom den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et verdiestimat på kr. 31 og kr.45 per aksje etter henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Dette verdiestimatet ble deretter konvergere mot et felles verdiestimat lik kr. 37 per aksje. For å vurdere verdiestimatets usikkerhet ble det gjennomført ulike sensitivitetsanalyser og simuleringprosesser. Det kom frem at usikkerheten knyttet til de enkelte verdidriverne kunne påvirke verdiestimatet i betydelig grad. Spesielt stor var verdiestimatets følsomhet for

endringer i risikofri rente, men også endringer i netto driftsmargin og netto driftseindeleres omløpshastighet ville påvirke verdiestimatet betydelig. Avslutningsvis i det fjerde steget gjennomførte vi en komparativ verdsettelse hvor vi kunne konkludere med at verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen syntes å være troverdig. Vi vil uansett ta hensyn til den nevnte usikkerheten når vi nå skal ta fatt på det femte steget, handlingsstrategi.

Man skiller mellom to hovedtyper handlingsstrategier for en investor; fundamental aksjehandel og verdibasert ledelse. Fundamental aksjehandel er mest relevant for eksterne investorer da den tar utgangspunkt i kjøp og salg av verdipapirer basert på en underliggende fundamental verdsettelse. Verdibasert ledelse er derimot en handlingsstrategi for interne investorer som kan påvirke selskapets eiere til å utvikle selskapet i retning av den strategien som gir høyest verdipotensial for eierne.<sup>114</sup>

Fundamental aksjehandel blir derfor den naturlige handlingsstrategien ettersom hovedfokuset i denne utredningen har vært investororientert analyse. Denne handlingsstrategien kan deles ved at investorene kan anvende den fundamentale verdsettelsen på to måter hvor man ved en passiv strategi kjøper eller selger aksjer eller ved en aktiv strategi forsøker å påvirke strategien til selskapet. Den aktive strategien er således ganske lik den andre handlingsstrategien, verdibasert ledelse.

Det kan tenkes at eierne, Parques Reunidos, gjennom et aktivt eierskap er interessert i få ut TusenFryds verdipotensial, men på en annen side synes det realistisk å anta TusenFryd sin strategi nærmest er optimal i forhold til sitt verdipotensial sammenlignet med andre selskaper i bransjen. Derfor er det den passive strategien vi skal vurdere handlingsstrategien for. Man velger da å kjøpe en aksje dersom man mener denne er underpriset i markedet, og selge dersom man mener den er overpriset. Ettersom TusenFryd ikke er børsnotert vil sammenligningsgrunnlaget være prisen Parques Reunidos betalte for TusenFrydaksjen ved oppkjøpet i 2007, altså kr. 29 per aksje.

Vi har gjennom kapittel 10 og 11 kommet frem til følgende verdiestimater:

---

<sup>114</sup> Penman, S. H., 2004

Kapittel	Multipel	Aksjeverdi
10.1	Egenkapitalmetode	31
10.2	Selskapskapitalmetode	45
10.3	Konvergent verdiestimat fundamental verdsettelse	37
11.1	P/B	26
11.2	EV/Net sales	22
11.3	P/E	37
11.4	EV/EBITDA	37

**Tabell 40 - Ulike verdiestimater.**

Det fremkommer av tabell 40 at verdiestimatet varierer stort i forhold til hvilken verdsettelsesmetode som blir benyttet. I tillegg viste delkapittelet 10.4 stor følsomhet i verdiestimatet for endringer i verdidriverne, og ettersom det historisk har vært stor variasjon i verdidriverne ansees usikkerheten i prognosene til å være betydelige. Dette gir grunnlag for et handlingsrom på +/- 10 prosent av kursverdien hvor det vil være aktuelt å holde TusenFrydaksjen fremfor å handle. Vi har valgt en handlingsstrategi som baserer seg på det konvergente verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen og kommer da frem til at Parques Reunidos burde selge dersom de får et bud over kr. 41 per aksje, mens den generelle investor burde kjøpe dersom man fikk tak i aksjen for kr. 33 eller mindre.

TusenFrydaksjen synes i dag å være lite likvid ettersom det ikke er noen indikasjoner på en salgsvillighet fra Parques Reunidos sin side. Legges Parques Reunidos sin kjøpspris til grunn kan man konkludere med at de fikk tak i en norsk fornøyelsespark som ut fra vårt fundamentale verdiestimat var underpriset. I en periode (30.09.2007-30.09.2011) hvor hovedindeksen (OSEBX) har falt med nesten 30 prosent har TusenFrydaksjens verdi for Parques Reunidos steget med nesten 30 prosent.<sup>115</sup>

Vi har uansett sett at verdiestimatet, og således også handlingsstrategien, avhenger av hvilken verdsettelsesmodell som legges til grunn. Det er av den grunn vanskelig å konkludere med hva som vil være den rette handlingsstrategien for en gitt aksjepris, men med den egenkapitalavkastningen TusenFryd genererer, og med tilhørende vekstpotensial ser vi ingen grunn til at Parques Reunidos burde selge TusenFryd for under kr. 33 per aksje.

<sup>115</sup> Oslo Børs, "Historisk utvikling i hovedindeksen".

I ettertid synes det fornuftig å påpeke at vi ikke innehar førstehåndskilder vedrørende Parques Reunidos sine fremtidsplaner for TusenFryd. Derfor oppstår det en viss usikkerhet med tanke på om Parques Reunidos klargjør TusenFryd for salg, og derfor i en litt mindre grad enn tidligere er villige til å investere ytterligere i parken. Det kan derfor hevdes at vår analyseperiode er for kort slik at de senere års gode resultater tillegges for stor vekt og således gir et for høyt verdiestimat, men med tanke på fem nye attraksjoner i år, og en park som er større enn noen gang, synes dette noe usannsynlig.

Hva vi uansett kan konkludere med er at vi ikke kjenner til eiernes tanker rundt fremtidige investeringsmuligheter, hvilket kan bety at vår estimerte investeringsyklus med investering hvert tredje år slår helt feil. I tillegg har vi sett hvordan variasjoner i rentenivået påvirker resultatestimatet. Usikkerheten er derfor betydelig, uansett fikk vi et verdiestimat gjennom to av multiplene i den komparative analysen på TusenFrydaksjen som var identisk med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen, dette kan være en indikasjon på styrket reliabilitet til utredningens resultatestimat.

Et annet usikkerhetsmoment har vi funnet i konsernstrukturen til Parques Reunidos. Vi har sett at TusenFryd er strukturert under et Nederlandsk investeringsselskap, som igjen er eid av Parques Reunidos. Nederland er kjent som en av flere veier til skatteparadis og det har gjort oss usikre på i hvor stor grad Parques Reunidos utnytter dette. Etter å ha gått selskapene litt nærmere i sømmene synes det fornuftig å anta at dette ikke har vesentlig betydning for TusenFryd, siden selskapet leverer bedre marginer enn sammenlignbare aktører i bransjen, og vi finner små muligheter for høy internprising etc. mellom selskapene. Vi har dog ikke grundig nok informasjon til å kunne utelukke dette.

Vi har møtt utfordringer på løpende bånd med tanke på at det finnes få sammenlignbare aktører og at selskapet opererer i en bransje som er i stadig utvikling. Etter å ha satt av grundig tid til den strategiske analysen har vi fått en god innsikt i ulike bransjekarakteristika og i så måte fått et tilstrekkelig innblikk for å kunne predikere fremtidsutviklingen. Dog skal det tillegges vekt at vår strategiske analyse i stor grad er blottet for førstehåndsinformasjon, noe som gjør at vi har tillagt regnskapsinformasjonen noe større tillitt enn hva vi ville gjort dersom vi hadde hatt førstehåndsinformasjon fra TusenFryd og Parques Reunidos.

## 13 Referanseliste

### 13.1 Bøker

- Barney, J. B. (2007): *Gaining and sustaining competitive advantage (3.utg.)*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2005): *Investments (6<sup>th</sup> ed.)*. New York: McGraw- Hill/Irwin.
- Brealey, Richard & Myers, Stewart (2000): *Principles of Corporate Finance (6<sup>th</sup> ed.)*. Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Busch, T. & Vanebo, J.O. (2000): *Organisasjon, ledelse og motivasjon*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Daly, Herman E. (1992): *Steady-state economics (2<sup>nd</sup> ed.)*. London: Earthscan Publications Ltd.
- Damodaran, Aswath (2002): *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (2<sup>nd</sup> ed.)*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Eklund, T. og Knudsen, K. (2003): *Regnskapsanalyse med årsoppgjør – aktivt bruk av regnskapet (7. utg.)*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Framnes, R., Thjømmøe H.M. & Blom, S. (2000): *Markedsføringsledelse*. Oslo: Tano Aschehoug.
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore. (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore H. (2008): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og kravsetting (2 utg.)*. Oslo: Cappelen Forlag.
- Grundy, T. (2006): *Rethinking and reinventing Michael Porter's five forces model. Strategic Change*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Ltd, s. 213-229.
- Haukedal, W. (2005): *Arbeids- og lederpsykologi (7.utg.)*. Oslo: J.W. Cappelens Forlag AS.
- Helgesen, Thorolf & Gaustad, Terje (2002): *Medieøkonomi. Strategier, Markedsføring, Medierettigheter*. Stølen Media AS
- Hill, Charles W. L. & Jones, Gareth R. (2004): *Strategic management Theory: An integrated approach (6. utg.)*. Boston: Houghton Mifflin.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., Camp, S. M. & Sexton, D. L. (2001): *Strategic Entrepreneurship: Entrepreneurial Strategies for Wealth Creation. Strategic Management Journal (22. utg., s. 479-491.)*. Oxford: Blackwell Publishers.
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2001): *Ekspansjon - Strategi for forretningsutvikling (1. utg.)*. Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Johnson, G., & Scholes, K. (2002): *Exploring corporate strategy*. Harlow: FT Prentice Hall.
- Koller, Tim et al. (2005): *Valuation (4<sup>th</sup> ed.)*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Lund, J.F. & Lorentzen, R. (2000): *Foretaksstrategi Teori og Praksis*. Oslo: Universitetsforlaget.

Mill, Robert C. & Morrison, Alastair M. (1992): *The Tourism System (2<sup>nd</sup> ed.)*. Prentice-Hall Inc: Engelwood Cliffs, New Jersey.

Mun, Jonathan (2002): *Real Options Analysis – Tools and Techniques for Valuing Strategic investment decisions*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Penman, Stephan H. (2004): *Financial Analysis and Security Valuation (2<sup>nd</sup> ed.)*. New York McGraw-Hill/Irwin

Penman, Stephen H., (2007), "Financial Statement Analysis", 3rd edition

Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2005): *Microeconomics (6. utg.)*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.

Porter, Michael E. (1980): *Competitive Strategy*. New York: The Free Press.

Porter, Michael E. (2008): *Michael E. Porter on competition – updated and expanded edition*. Harvard Business School publishing corporation, USA

Roos, G., von Krogh, Georg., & Roos, J. (2005): *Strategi – en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.

Smith, Adam (1976): *An Inquiry into the Nature and Causes of The Wealth of Nations*. Chicago: The University of Chicago Press.

## 13.2 Forelesningsnotater

Bragelien, Iver (2011): *Forelesningsnotater BUS400N – Styling av større foretak*. Norges Handelshøyskole, Bergen.

Gjærum, Per I. (2011): *Forelesningsnotater i BUS436 – Prosjektanalyse*. Norges Handelshøyskole, Bergen.

Johnsen, Thore (2010): *Forelesningsnotater FIE402N – Foretakets finansiering*. Norges Handelshøyskole, Bergen.

Kinserdal, Finn (2011): *Forelesningsnotater BUS425 – Bedriftsverdsettelse og strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, Bergen.

Knivsflå, Kjell Henry (2011): *Forelesningsnotater BUS424 – Strategisk Rekneskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, Bergen.

Stensaker, Inger. (2006): *Forelesningsnotater SOL040 – Strategisk ledelse*. Norges Handelshøyskole, Bergen.



### 13.3 Årsrapporter

Dyreparken i Kristiansand 2004-2010

Euro Disney 2004-2011

Liseberg 2004-2010

Tivoli i København 2004-2010

TusenFryd 2004-2011

### 13.4 Internettkilder

ABCnyheter.no (17.07.2007): *Få ulykker på norske tivoli*. Hentet fra <http://www.abcnyheter.no/nyheter/080716/fa-ulykker-pa-norske-tivoli>

Aftenposten.no (12.01.2010): *Prishopp på feriemoro*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/reise/nyheter/article3448166.ece>

Bredesen, Ivar – Høgskolen i Oslo: *Investeringer og skatt*. Hentet fra <http://www.google.no/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=10&sqi=2&ved=0CHAQFjAJ&url=http%3A%2F%2Fhome.hio.no%2F~ivarbr%2Ffag%2FInvFin%2FKapittel%252010-4utg.pptx&ei=91qWT8q-MeHm4QT08thG&usq=AFQjCNHtHiRB8vSHFk3lpGnrQGDhwP1tfQ> (16.04.2012)

E24.no – Henriksen, Øyvind (10.01.2011): *P4 taper lyttere*. Hentet fra <http://e24.no/media/p4-taper-lyttere/3981032>

Fyksen, Ivar (16.03.2010): *Høringsuttalelse vedrørende moms på kultur- og idrettsområdet*. Hentet fra [http://www.regjeringen.no/pages/2372715/66\\_tusenryd.pdf](http://www.regjeringen.no/pages/2372715/66_tusenryd.pdf)

Infinancials.com: *The right tools for comparative financial analysis*. Hentet fra <http://www.infinancials.com>

Klikk.no – Røren, Marte H. (11.02.2010): *Slik regner du ut barnets høyde som voksen*. Hentet fra <http://www.klikk.no/foreldre/smabarn/article545470.ece>

NAV.no: *Ferie*. Hentet fra <http://www.paratnav.com/singleArticle.aspx?m=147>

Norges-Bank.no (14.03.2012): *Hovedstyret – renteprognoser*. Hentet fra [http://www.norges-bank.no/pages/88300/Figurer\\_120314.pdf](http://www.norges-bank.no/pages/88300/Figurer_120314.pdf)

Norges-Bank.no (18.04.2012): *Inflasjon*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/> (19.04.2012)

Norges-Bank.no (13.12.2011): *Rentestatistikk*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/>

Norges-Bank.no (17.04.2012): *Valutakurser*. Hentet fra <<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/valutakurser/>>

Nygård, Thomas (28.09.2010): *"Lønnsomhet gjennom kvalitet i organisasjonen"*. Hentet fra <<http://www.nhoreiseliv.no/getfile.php/Bilder/Nord-Norge/Thomasprosent20NygprosentC3prosentA5rd.pdf>>

Oppland Arbeiderblad (19.01.2012): *Vi jobber mindre*. Hentet fra <<http://www.aa.no/jobb/article5887667.ece>>

Oslo Børs (24.05.2012): *Historisk utvikling i hovedindeksen*. Hentet fra <[http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt\\_ticker=OSEBX&newt\\_menuCtx=1.6.3](http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt_ticker=OSEBX&newt_menuCtx=1.6.3)>

Regelhjelp.no (02.07.2008): *Oppstart av dyreparker*. Hentet fra <<http://www.regelhjelp.no/Etatenesider/Mattilsynet/Emner/Dyrehold-dyrevern-/Oppstart-av-dyreparker>>

Social Science Research Network – Fernandez, Pablo & Baonza, Javier D. C. (24.05.2010): *Market Risk Premium Used in 2010 by Analysts and Companies: A Survey with 2,400 Answers*. Hentet fra <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1609563](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1609563)>

Statistisk Sentralbyrå (28.05.2009): *Bruttonasjonalprodukt*. Hentet fra <<http://www.ssb.no/magasinet/analyse/tab-2009-05-28-01.html>>

Statistisk Sentralbyrå (16.02.2012): *Konjunkturer - statistikk, analyser og prognoser*. Hentet fra <<http://www.ssb.no/okind/>> (19.04.2012)

The Data Page – Damodaran (01.2012): *Individual Company Information*. Hentet fra <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/Eurocompfirm.xls>>

TusenFryd.no: *Fakta og Historikk*. Hentet fra <<http://www.tusenfryd.no/no/Praktisk-info/Fakta-historikk>> (27.01.2012)

TusenFryd.no: *SpeedMonster*. Hentet fra <<http://www.tusenfryd.no/no/Se-gjoere/SpeedMonster>>

TusenFryd.no: *Nyheter 2012*. Hentet fra <<http://www.tusenfryd.no/no/Se-gjoere/Nyheter-2012>>

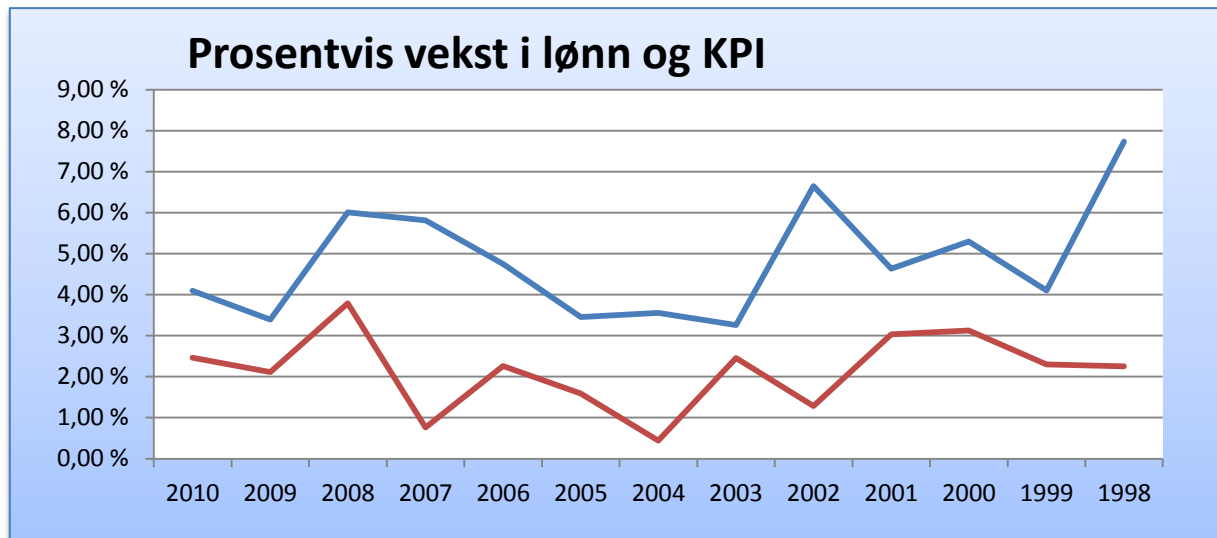
Wikipedia.no (15.01.2012): *Uhell og ulykker ved Tusenfryds attraksjoner*. Hentet fra <[http://no.wikipedia.org/wiki/Tusenfryd\\_prosent28fornprosentC3prosentB8yelsesparkprosent29#Uhell\\_og\\_ulykker\\_ved\\_TusenFryds\\_attraksjoner](http://no.wikipedia.org/wiki/Tusenfryd_prosent28fornprosentC3prosentB8yelsesparkprosent29#Uhell_og_ulykker_ved_TusenFryds_attraksjoner)> (10.02.2012)

Wikipedia.no (05.02.2012): *Europavei 6*. Hentet fra <[http://no.wikipedia.org/wiki/Europavei\\_6](http://no.wikipedia.org/wiki/Europavei_6)> (22.03.2012)

Wikipedia.no (03.02.2012): *Arbeidsinnvandring*. Hentet fra <<http://no.wikipedia.org/wiki/Arbeidsinnvandring>> (16.04.2012)

## 13.5 Vedlegg

### 1. Bedre råd



Vedlegg 1 – Kilde: Statistisk sentralbyrå – "Statistikkbanken".