

Strategisk regnskabsanalyse og Værdiansættelse af AaB A/S



Forfatter: Steffan Olsen

Vejleder: Jens Riis Andersen

05-08-2019

Abstract

The project focus on AaB and the company's valuation. AaB and other Danish football clubs in general, have a reputation for being a poor investment. This project wants to research if that's the truth or not.

The project is based on AaB, which will be analyzed using a strategic analysis and accounting analyses. Both analyzes will subsequently be composed in a SWOT analysis, which describes the company and the challenges it might have in the future. After the SWOT analyses is made, a valuation of AaB will be made using the analyzed data compared with the management's own expectations as well as the expectations for the industry in general.

The main points of the strategic analysis are, that AaB is very dependent on the commune and politicians in general, due to their rent of Aalborg stadium and their dependence on favored tax conditions for foreign players.

AaB has a good negotiating power towards their partners due to their brand and history.

Both the internal and external part of the strategic analysis shows, that AaB has missed out on the development of the technology the last years. This gives room for improvements. The internal analysis shows that has a unique product and some exciting opportunities.

The accounting analysis will analyze the liquidity, profitability, solidity and the development of these key figures.

The accounting analysis shows AaB as a solid company with good historical earnings. The trends for the future look negative, as the club expects deficits in the near future.

The valuation is based on the DCF model, as it has been shown that this is the most accurate model. Sensitivity calculations have been made at WACC, which is set at 4.81%. This shows that the model is sensitive to changes in the known factors.

The value of AaB is calculated to DKK 103.89 per share. This is lower than the market price of DKK 117.0 at the end of 2018.

The recommendation is, that AaB is not a good investment from an investor's point of view. Investor is recommended to sell its shares.

Indhold

Abstract	1
1. Indledning.....	4
1.1 Problemfelt.....	4
1.2 Problemformulering	5
1.2.1 Underspørgsmål	5
1.3 Afgrænsning:	5
1.4 Metode og fremgangsmåde.....	6
1.4.1 Det analytiske system.....	6
1.4.2 Empiri	6
1.4.3 Fremgangsmåde	7
2. Beskrivelse af virksomheden	8
3. Strategisk analyse	9
3.1 Eksterne analyser	9
3.1.1 PESTEL	9
3.1.2 Porters Five forces.....	16
3.2 Interne analyser.....	20
3.2.1 De 7 P'er:	20
3.2.2 Ansoff's vækststrategi	27
3.3 Delkonklusion – strategisk analyse.....	27
4. Regnskabsanalyse.....	28
4.1 Indeksering	29
4.2.1 Opsummering vedrørende indeksering:	32
4.2 Rentabilitet.....	32
4.2.1 ROIC.....	32
4.2.2 Overskudsgrad.....	33
4.2.3 Capital turnover.....	34
4.2.4 Rentabilitet – delkonklusion.....	34
4.3 Soliditet	35
4.4 Likviditet	36
4.4.1 Opsummering – Likviditet	38
4.5 Delkonklusion – regnskabsanalyse	38
5. SWOT-analyse.....	38
6. TOWS.....	43

6.1 SO = Angrebsstrategi	43
6.2 WO = Opbygning	43
6.3 ST = Defensiv	44
6.4 WT = Opbygning defensiv.....	45
7. AaB's samfundsmæssige ansvar.....	45
8. Værdiansættelse	45
8.1 Beregningsforudsætninger for værdiansættelsen af AaB.....	46
8.1.1 Overskudsgrad.....	46
8.1.2 Vækst i omsætning.....	48
8.1.3 Skattesats	48
8.1.4 Terminalværdi og terminal vækst	48
8.1.5 Afskrivninger.....	49
8.1.6 Investering.....	50
8.1.7 Ændring i arbejdskapital	50
8.1.8 WACC.....	51
8.1.9 Budgetperiode.....	62
8.2 DCF-analyse	62
8.2.1 Base case	63
8.2.2 Bear-case	65
8.2.3 Bull-case	67
8.2.4 Delkonklusion DCF.....	68
8.5 Opsummering på værdiansættelse af AaB.....	69
9. Endelig anbefaling af aktie	69
10. Konklusion	70
11. Perspektivering.....	71
12. Litteraturliste.....	72

1. Indledning

AaB har i mange år været en af de mest fremhævede nordjyske virksomheder grundet deres store eksponering i medierne. Resultaterne på banen har faktisk været over niveau i forhold til klubbens størrelse og økonomi, men alligevel har klubben formået at præstere flot fodboldspil samt udviklet nogle af Danmarks største talenter.

AaB har dog ikke kun været i medierne for deres flotte resultater og talentarbejde. Der er også skrevet en del om, at AaB har en presset økonomi ligesom en del andre professionelle fodboldklubber har.

Dette har startet en undren omkring, hvordan AaB formår at drive en virksomhed på trods af dårlige økonomiske resultater og løbende behov for investeringer i både spillertrup og faciliteter? Og dernæst; hvor længe kan det fortsætte?

Rapporten vil forsøge at belyse de styrker og svagheder som AaB har som virksomhed og fodboldklub. Rapporten vil berøre de strategiske processer, som ledelsen i AaB har mulighed for at benytte, samt de økonomiske analyser, som kan understøtte ledelsen i at tage de rigtige beslutninger i forhold til økonomien.

Derudover vil rapporten tage stilling til, om AaB er en interessant aktie for en professionel investor, eller om den mest af alt blot er en fan-aktie.

1.1 Problemfelt

Fodboldaktier er efterhånden kendt for at være en dårlig investering og en investering, som man ikke skal sætte sin pensionsopsparing i. Klubberne har massive underskud år efter år, hvorfor det er mærkværdigt, at aktionærene ikke er mere kritiske overfor ledelsen eller virksomhedsopbygningen. Denne rapport vil kigge nærmere på virksomheden AaB og de udfordringer og muligheder som klubben kan stå overfor. Basen af rapporten vil være en værdiansættelse af virksomheden, for at belyse, om AaB i sin nuværende forfatning er en god investering og om aktien er under/over prissat i markedet. Derudover vil rapporten se på, hvilke strategiske muligheder AaB ledelsen har for at påvirke økonomien i AaB og dermed værdiansættelsen. AaB er en stor institution i Nordjylland, og har dermed også et naturligt ansvar overfor samfundet. Rapporten vil analysere og vurdere, hvordan AaB kan skabe værdi for både aktionærer og lokalsamfund via deres virksomhed.

1.2 Problemformulering

Hvordan er AaB aktien prissat i forhold til børskursen ultimo 2018? Hvilke strategiske muligheder har AaB's ledelse for at påvirke økonomien, og hvilke overvejelser kan de gøre sig i forbindelse med denne proces i forhold til aktionærer og lokalsamfund?

1.2.1 Underspørgsmål

- Hvordan er AaB prissat ud fra DCF-modellen i forhold til markedsværdien på børsen ultimo 2018?
- Hvilke strategiske muligheder har ledelsen for at påvirke økonomien i AaB?
- Hvilke overvejelser skal AaB's ledelse gøre sig i forhold til deres betydning for lokalsamfundet kontra deres betydning for aktionærerne?

1.3 Afgrænsning:

De økonomiske beregninger vedrørende AaB A/S vil tage udgangspunkt i regnskabsårene 2014-2018. Årsagen til dette er, at AaB A/S i 2014 gennemførte en kapitaludvidelse samt præsterede gode europæiske resultater, hvilket medførte et godt økonomisk resultat.

Derudover dækker årrækken alle år, hvor nuværende sportsdirektør Allan Gaarde, har været involveret i ledelsen. De regnskabsmæssige analyser vil blive foretaget på koncernniveau med medfølgende årssagsforklaringer til evt. økonomiske skævvridninger.

AaB's væsentligste nøgletal vil blive sammenlignet med lignende børsnoterede klubbers nøgletal. Sammenligningen vil som udgangspunkt ske ved at inddrage Brøndby IF og AGF, som begge er børsnoterede Superliga-klubber med lignende indkomststruktur. Udover ovenstående klubber udgør FCK og Silkeborg den resterende del af danske børsnoterede fodboldklubber. Disse klubber vil ikke blive inddraget grundet FCKs involvering i Lalandia og andre ikke fodboldrelaterede forretninger, samt Silkeborgs involvering i ejendomsudvikling og hoteldrift.

Der vil ikke blive sammenlignet med andre brancher, da opgaven har til formål udelukkende at belyse styrker og svagheder ved investering i AaB og fodboldaktier generelt.

Der vil ikke blive sammenlignet med udenlandske klubber vedrørende de økonomiske nøgletal grundet forskellige regnskabsregler og indtægtsmuligheder herunder tv-aftaler.

Der vil udelukkende blive anvendt DCF-modellen samt aflæsning af børskursen pr. ultimo 2018 til værdiansættelsen.

Virksomhederne (AaB, AGF, Brøndby, FCK og Silkeborg) vil blive omtalt som "virksomhederne", "klubberne" eller ved navn.

1.4 Metode og fremgangsmåde

Opgaven har til formål at belyse AaB A/S som virksomhed og investeringsobjekt. Til dette formål vil der blive anvendt diverse metodiske tilgange, som vil blive belyst i dette kapitel.

1.4.1 *Det analytiske system*

Fremgangsmåden i denne rapport er Abnor og Bjerkes system synspunkt, da målet er at belyse fremtidige værdier på baggrund af nuværende observationer og fremtidige forudsætninger. Størstedelen af dataene vil være objektive. Der vil dog indgå en vis subjektivisme i fremgangsmåden, da de fremtidige forudsætninger vil blive påvirket af afsenderen. Denne fremgangsmåde er valgt, da det skaber et nuanceret billede af AaB ud fra hovedsageligt objektive kriterier. Netop objektiviteten er vigtig i denne opgave, da en virksomhed som AaB er præget af mange subjektive forhold fra udefrakommende.

Denne fremgangsmåde er valgt, da det er formålet med opgaven at forklare og beskrive den nuværende værdiansættelse ud fra fremtidige forudsigelser.

Det negative ved system-tilgangen er, at der kan komme for mange informationer i spil, som kan forvirre mere end det kan gavne. Derudover er de fremtidige forudsigelser naturligt forbundet med en del usikkerheder. Ambitionen er, at lave en systemanalyse, som beskriver AaB som virksomhed og investeringsobjekt.

Rapporten vil hovedsageligt tage udgangspunkt i objektive data, da beregninger vil være bygget på eksisterende data. Der vil dog også blive benyttet subjektive data i forbindelse med udarbejdelsen af den strategiske analyse samt budgetforudsætningerne ved værdiansættelsen.

Der vil være elementer af både deduktion og induktion i udarbejdelsen af rapporten.

Deduktionen vil blive benyttet ved udarbejdelsen af den strategiske analyse og regnskabsanalysen, hvor der bliver benyttet eksisterende modeller til at beskrive AaB.

Induktionen vil blive benyttet i forbindelse med udarbejdelsen af budgetforudsætningerne samt diskussionen af AaB.

1.4.2 *Empiri*

Der vil blive brugt kendt empiri fra undervisningen i rapporten. Størstedelen af empirien omkring værdiansættelse vil tage udgangspunkt i Hawawini og Viallet, Finance For Executives, som er gennemgået i undervisningen. Der vil også blive brugt empiri fra andet undervisningsmateriale i større eller mindre grad. Empirien fra undervisningen vil blive støttet af analyser og statistikker fra Danmarks Statistik Nationalbanken, som udgiver interessante prognoser og rapporter omkring samfundsøkonomien generelt. Der findes desværre ikke

nogle direkte rapporter om superligaen, som er brugbare. De som findes, er ikke relevante mere.

Empirien vil løbende blive drøftet med Spar Nords aktieafdeling, for at få nye og praktiske inputs til bearbejdningen af materialet.

1.4.3 Fremgangsmåde

Der vil først komme en kort beskrivelse af AaB som virksomhed og klub, for at give læseren et indblik i historien bag virksomheden i kapitel 2.

Der vil efter introduktionen blive foretaget en strategisk analyse, for at give et indblik i AaB som virksomhed og forstå de dynamikker og krav der stilles til den strategiske styring af en virksomhed af AaB's størrelse. Den strategiske analyse udarbejdes under kapitel 3.

Der vil blive inddraget interviews med AaB's ledelse i forbindelse med fremlæggelsen af deres nye strategi samt deres interne materiale i forbindelse med dette.

Den strategiske analyse vil tage udgangspunkt i materiale om branchen generelt samt interviews med AaB's ledelse i forbindelse med fremlæggelsen af deres nye strategi. Der vil blive benyttet følgende analysemodeller:

- PESTEL
- Porters Five Forces
- De 7 P'er (Parametermix)

Der vil blive skrevet en kort intro til hver enkelt model med tilhørende kritik inden, at modellen bliver taget i brug.

Efterfølgende vil der blive lavet en regnskabsanalyse, rentabilitetsanalyse og likviditetsanalyse af AaB i kapitel 4, som skal danne grundlag for den endelige værdiansættelse. Der vil blive foretaget en budgettering i forbindelse med værdiansættelsen. Der vil, som tidligere beskrevet, blive skrevet en kort intro til hvert afsnit ligesom, at der vil blive kommenteret og konkluderet på nøgletal efter hver analyse.

I kapitel 5 og 6 vil der blive udarbejdet henholdsvis en SWOT-analyse og en TOWS-analyse for at opsummere de øvrige strategiske analyser samt regnskabsanalysen.

Kapitel 7 vil kort opridse, det samfundsansvar, som AaB har i Aalborg og Nordjylland.

For at bestemme værdien af AaB, vil der blive foretaget en værdiansættelse af AaB ud fra DCF-modellen samt aflæsning af aktiekursen på Københavns fondsbørs ultimo 2018 i kapitel 8. Værdiansættelsen skal danne grundlag for en diskussion af AaB som

investeringscase og omverdenens holdning til værdien via aflæsningen af børskursen i kapitel 9. I forbindelse med værdiansættelsen vil der blive redegjort for begivenheder, som har haft særlig stor indflydelse på nøgletallene i den angivne årrække.

Ovenstående analyser samt den endelige værdiansættelse vil være grundlag for en konklusion af AaB som investering og virksomhed i kapitel 10.

Der vil i kapitel 11 blive udarbejdet en perspektivering, for at forsøge at anskue tingene fra et andet perspektiv.

Hele rapporten vil blive udarbejdet på et hermeneutisk grundlag, hvor skribenten og læseren lærer og fortolker undervejs, for at skabe nye synsvinkler i forhold til rapporten.

2. Beskrivelse af virksomheden

AaB er Nordjyllands flagskib indenfor fodbold og sport generelt. Klubben har været med i toppen af dansk fodbold igennem årtier, og er et af de eneste nuværende superligahold, som aldrig er rykket ud af superligaen. AaB er blevet kåret til danske meste 4 gange, senest i 2014 hvor de ligeledes vandt pokaltitlen. AaB har her foruden deltaget i de europæiske turneringer med stor succes sportsligt og økonomisk. De er pt. placeret som det nr. 183 bedste hold i UEFA regi¹. Europæiske kampe har stor økonomisk betydning for AaB og de andre danske klubber, hvilket gør de sportslige præstationer og kvalifikation til Europa til en vigtig indtægt for klubberne.

AaB er som virksomhed en speciel størrelse. De blev børsnoteret tilbage i 1998 for at få ny kapital ind i forretningen til forbedring af sponsofaciliteter og ungdomsafdelingen². De har efterfølgende lavet flere emissioner for at få tilført ny kapital til investering i spillertruppen og understøttelse af driften. Et af de helt store eventyr for AaB, udover de mange europæiske på fodboldbanen, var deres investeringer i ejendomme, som viste sig som en dyr lærestreg i forbindelse med finanskrisen.

AaB har igennem årene fremstået i forskellige konstruktioner og med forskellige aktiviteter; men grundlaget har altid været amatørfodboldafdelingen på Hornevej. Amatøraftdelingen er grundstenen i AaB's forretning, da det er her, at en del af de fremtidige førsteholdsspillere får deres fodboldopdragelse og bliver gjort klar til at gøre deres entre på den professionelle scene. Talenterne er sat i verden for at skabe resultater på banen som et hold, men også individuelt, da de er AaB's bedste og vigtigste handelsvare. AaB har altid været kendt for et godt stykke

¹ <https://www.uefa.com/memberassociations/uefarankings/club/#/yr/2019>

² AaB's hjemmeside – aabsport.dk

talentarbejde, hvilket også har været en af hjørnestenene i klubbens mangeårige fodboldmæssige succes.

AaB har som tidligere nævnt favnet bredt med investeringer i ejendomme og talentakademi. Derudover har de været involveret i håndbold og ishockey³, som nu er solgt fra, da forretningerne var underskudsgivende og man ønskede at fokusere på kerneforretningen; fodbold.

Investeringerne og engagementet i de andre aktiviteter skal ses i forskellige perspektiver, da AaB er et sportsligt fyrtårn i Aalborg og hele Nordjylland, og påtager sig derfor et samfundsmæssigt ansvar for, at udbrede eliteidrætten i Nordjylland og Aalborg. Det har været med blandet succes, da man ikke har haft kompetencen og kapaciteterne til det. AaB har dog fået de forskellige aktiviteter oprettet og taget sig af ”børnesygdommene”, hvorfor både ishockey og håndbold i dag er markante sportshold i deres sportsgrene, og er dermed en god reklame for byen og landsdelen.

Ledelsen og bestyrelsen i AaB er lokale ildsjæle og mange af dem har tidligere haft en sportslig fortid i klubben, hvorfor de kender klubben og menneskerne omkring den særdeles godt.

3. Strategisk analyse

Den strategiske analyse skal være med til, at forme et indtryk af AaB som virksomhed, som et supplement til de mere objektive regnskabsanalyser. Den strategiske analyse er et vigtigt værktøj til at få en forståelse for virksomheden og de faktorer, som påvirker denne.

3.1 Eksterne analyser

De eksterne analyser skal belyse de udefrakommende faktorer, som påvirker AaB. Da AaB er en mindre virksomhed i en niche branche, er virksomheden meget påvirkelig overfor udefrakommende forhold. Dette skyldes ikke mindst, at talentarbejdet bliver foretaget i amatørafdelingen, som er afhængige af frivillige og kommunalstøtte⁴.

3.1.1 PESTEL

Kritik af modellen:

PESTEL analysen er god til at vise de historiske udfordringer, men giver ikke svar på, hvordan de løses i fremtiden. Den er designet til at skabe diskussioner, som så skal føre til

³ www.aabsport.dk

⁴ www.aabsport.dk

løsninger på udfordringerne. Et andet kritikpunkt er, at den er baseret på fortiden, hvilket ikke altid stemmer overens med de fremtidige udfordringer. Såfremt udfordringerne er konstante og stabile, er dette naturligvis ikke et kritikpunkt.

PESTEL analysen er grundlæggende et rigtig godt redskab, til at få fokus på udfordringer i omverdenen. PESTEL analysen benyttes i denne rapport, da den skaber et overblik over forholdene i virksomhedens omverden og giver mulighed for at beskrive og vurdere disse.

Politik:

AaB er som virksomhed afhængige af forskerordningen, da det giver klubben mulighed for at aflønne spillere hentet i udlandet billigere end ellers. Forskerordningen er forbeholdt til forskere og andre højtlønnede udlændinge, som kommer til Danmark for at arbejde.

Ordningen gør, at de kan vælge at betale 27% i skat og 8% i AM-bidrag, hvis de ikke har været skattepligtig (Hverken fuldskattepligtig eller begrænset skattepligtig) til Danmark indenfor de seneste 10 år. Hvis der er tale om den gren af ordningen, som omfatter højtlønnede, som fodboldspillere er, skal de minimum have en gennemsnitsløn på kr. 66.600 pr. md. i et kalenderår. Lønnen er ekskl. evt. bonusaftaler og efter fradrag for ATP⁵. Hvis ordningen forsvinder eller bliver skærpet, kan dette påvirke AaB's evne til at tiltrække udenlandske spillere.

AaB er også afhængige af, at deres udenlandske spillere kan få arbejdstilladelse, hvorfor stramninger på dette område, kan besværliggøre virksomhedens køb af spillere fra ikke EU-lande, hvor de tidligere har hentet spillere med succes. Amatøraftdelingen, som opfostrer talenterne, modtager desuden hjælp og økonomisk støtte fra kommunen, hvilket også er en vigtig faktor og en stor økonomisk hjælp til klubben.

AaB er lokalpolitisk afhængige af Aalborg kommunes, da de lejer stadion af kommunen⁶. Det har stor betydning for AaB, da de skal have tilladelse fra kommunen, hvis de ønsker at ændre noget ved stadion eller omgivelserne. Det er vigtigt at AaB har et godt forhold til kommunen og kommunalpolitikere, så dialogen og resultaterne kan blive ved med at være positive overfor AaB. Afhængigheden af kommunen gør også, at det er en stor proces hver gang, at der skal ændres noget i forbindelse med kampafvikling eller lave en anderledes udnyttelse af stadion og lokalerne.

⁵ <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2234885>

⁶ <https://podtail.com/da/podcast/rod-aalborg/>

En politik, som ikke er styret af danske politikere, er Financial Fairplay⁷, som UEFA indførte i 2010. Denne har til formål at sikre en bedre økonomi i europæisk fodbold. AaB opfylder kravene på nuværende tidspunkt, og der ses umiddelbart ikke tegn på, at AaB kommer til at bryde reglerne. UEFA har generelt stor indflydelse overfor dansk fodbold og AaB, da UEFA står bag Champions League og Euro League, hvor klubberne har mulighed for at vinde store summer præmiepenge. Klubberne er derfor afhængige af, at DBU og UEFA har et godt forhold, så der fortsat er mulighed for at kvalificere sig til turneringen.

Økonomi:

AaB's økonomi er konjunkturfølsom, da en stor del af deres indtægter kommer fra sponsorater. Når virksomhederne skal skære ned på omkostningerne, er sponsorater et af de nemmeste steder at starte, hvilket kan ramme AaB.

I forhold til tilskuertal og den tilhørende økonomi viser statistikken, at det ikke har nogen negativ betydning, at der er lavkonjunktur i samfundet⁸. Det vil nærmest være omvendt, da en tur på Aalborg stadion er et relativt billigt underholdningstilbud, som både børn og voksne kan finde glæde ved.

Rent psykologisk vil der i lavkonjunkturer typisk være et behov for at være en del af et fællesskab, hvor man kan bidrage og nå gode resultater sammen som en klub, hvilket kan være en gevinst for AaB. Tidligere tiders tendenser viser, at arbejdsløshed og lavere gennemsnitsindkomst i samfundet får mennesker til at samle sig omkring fællesskabet. Dette kan være med til at skabe en bedre stemning omkring AaB.

Social adfærd:

Den samfundsmæssige tendens i disse år er en øget urbanisering, hvilket har medvirket til en øget befolkningstilvækst i Aalborg⁹. Den øgede befolkningstilvækst til Aalborg kan give flere tilskuere på stadion til AaB's kampe. Den øgede urbanisering er dog ikke altafgørende for AaB. Nogle af tendenserne de sidste årtier har været øget velstand i Danmark samt en holdningsændring til, at oplevelser og produkter skal være let tilgængeligt. Disse tendenser er især krævende i medieverdenen, hvor der stilles større og større krav til indhold og tilgængelighed, hvilket AaB og de øvrige danske fodboldklubber har lukreret på, ved at indgå

⁷ www.uefa.com

⁸ <https://www.superstats.dk/stadion-alltime?id=12>

⁹ http://apps.aalborgkommune.dk/statistik/webaarbog/Befolkningstilvaekst/Struktur/Data_2018/indexlevel1/D_ata2018Befolkningstilvaekst.html

økonomisk lukrative tv-aftaler, som også gør det mere attraktivt for sponsorerne at sponser klubberne¹⁰. Det er en klar økonomisk fordel for AaB, med de øgede tv-indtægter og øgede mediedækning, men tendensen har også en bagside. Det er ikke kun Superligaen medierne har købt dyrt ind på; de dækker samtlige europæiske ligaer, hvor man som forbruger har frit valg i mellem at se AaB-Randers eller Liverpool-Man Utd. Dette gør, at nogle forbrugere dropper at følge Superligaen til fordel for andre og bedre ligaer. Udover dette, kan den øgede mediedækning også smitte af på stemningen på stadion, da forbrugerne nu har mulighed for at se kampen inde i varmen i stedet for at stå på Aalborg Stadion en regnvåd november dag.

En helt anden tendens i samfundet er fremmelsen af kvindefodbold, hvilket AaB også er gået aktivt ind i. Det er en god sag, som muligvis kan skabe øgede forretningsmuligheder for AaB, ved at få etableret et konkurrencestærkt kvindehold¹¹. AaB har tidligere forsøgt at favne andre sportsgrene uden succes, men kvindefodbold bør være et bedre match end fx ishockey og håndbold, da AaB allerede har faciliteterne og kender spillet udenfor banen særdeles godt.

Teknologi:

Teknologi er en stor del af oplevelseskulturen i dag. Den teknologiske udvikling har udviklet sig med rekordfart i de seneste årtier, hvilket har ført til ændrede forbrugsmønstre i samfundet. AaB skal være meget opmærksom på disse ændringer for at fastholde sine kunder uanset om der er tale om medierne, sponsorerne eller tilskuerne. Det er vigtigt for AaB at være opdaterede, så de kan tilbyde de bedste faciliteter til deres kunder på den nemmeste måde. Den teknologiske udvikling har betydet, at fodboldkampene nu er rykket fra stadion og ind i kundernes stuer. Derfor er det også ekstra vigtigt, at AaB i fremtiden kan tilbyde unikke oplevelser, når kunderne kommer på stadion. Herunder er der nogle eksempler på, hvordan AaB kunne udnytte teknologien.

AaB kan bruge teknologien til at spare personale på kampdage, hvor billetkontrolløren kan erstattes af en automat. Der kan laves selvbetjeningsboder, hvor tilskuerne kan købe snacks og drikkevarer. Der kan laves ”AaB-betaling” via en App. Mulighederne er mange, og de kan blive brugt til at skabe en mere rentabel virksomhed.

AaB kan desuden bruge teknologien til at optimere spillernes præstationer, ved at lave målinger til træning og til kamp. Derudover kan de optage video, for at forbedre spillernes svagheder og styrke deres styrker, for på den måde at skabe en bedre spiller og et bedre

¹⁰ <http://www.superliga.dk/artikel/dansk-klubfodbold-laver-historisk-medieaftale>

¹¹ <https://www.tv2nord.dk/artikel/aab-satser-paa-kvindefodbold-nye-investorer-og-ny-cheftraener>

salgsobjekt. Spillerdataene kan derudover også bruges live på stadion, hvor dataene løbende kan præsenteres for tilskuerne og dermed give kampen en ny dimension overfor tilskuere og sponsorer. Der kunne fx blive vist på storskærmen, hvem der løb mest. Denne reklame kunne være sponsoreret af en løbebutik eller lignende, for at skabe en merværdi hos sponsoren samt give tilskuerne noget ekstra.

Den teknologiske udvikling giver AaB en masse muligheder for at lave forbedringer overfor kunder og ansatte, men den teknologiske udvikling udfordrer ikke branchen markant. Eneste udfordring eller mulighed er, at teknologien har skabt en ny sport; nemlig E-sport. E-sport tiltrækker en del yngre kunder, som AaB også henvender sig til¹².

Miljø:

Miljø og holdninger til miljøet er blevet en stor del af hverdagen i Danmark og ikke mindst Aalborg. For AaB som virksomhed, har miljø dog ikke en vigtig rolle i forhold til en direkte påvirkning af AaB som virksomhed. AaB kan vælge at få en grønnere profil som klub, ved fx at ændre på deres rejsevaner, have mere miljøvenligt service på stadion osv. Aalborg er i øjeblikket i gang med at forsøge, at gøre sig til Danmarks ”grønne” centrum, hvor der skal forskes i miljø og forurening, hvorfor det uden tvivl, vil være en vigtig sag at belyse for byens virksomheder heriblandt AaB¹³.

Sport er en sund beskæftigelse, hvilket også kan skinne igennem uden for banen ved at lave forskellige initiativer for tilskuerne og byens borgere generelt.

Miljø skal være en del af dagsordenen, men er ikke altafgørende for, at AaB får succes. AaB gør ikke noget aktivt for miljøet i dag, og har heller ikke behov for det i øjeblikket. De skal dog være opmærksomme på, at de højst sandsynligt bliver nødt til det i et eller andet omfang i fremtiden.

Lovgivning:

AaB har tidligere været på kanten med loven i forbindelse med ”feriepenge sagen”, hvor klubben blev idømt at betale en millionerstatning til daværende og tidligere spillere¹⁴. Der er ryddet op i dette, hvorfor der ikke bør være problemer.

Der er i disse år stort fokus på handlen med ungdomsspillere og hvor gamle de må være før,

¹² <https://esportsmagasinet.dk/aalborg-esport-aab-esport-ja-fodboldklubben/>

¹³ <https://www.tv2nord.dk/artikel/nyt-testcenter-i-aalborg-skal-fremme-groen-energi>

¹⁴ Rizau – 8. oktober 2013 - <https://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/art5474923/S%C3%A5dan-faldt-feriepengesagen-ud>

Afgangsprojekt

at de kan blive tilbudt en kontrakt eller andre goder for at spille i klubben. Der påhviler AaB et stort etisk ansvar på området, da de skal være forbilleder for andre klubber i Nordjylland og i resten af Danmark, grundet deres stolte historie med talentudvikling. AaB skal selvfølgelig selv overholde reglerne, men skal også være opmærksomme på, at de ikke mister ungdomsspillere på et uberettiget grundlag, da det kan forringe deres talentarbejde og dermed mulige transferindtægter på længere sigt.

Opsummering:

PESTEL	Påvirkning	Betydning	Konsekvens	Mulig handling
<i>Politik</i>	Forskerordning	4	Færre udenlandske spillere	Benytte danske spillere og egne talenter
	Arbejdstilladelse	4	Færre udenlandske spillere	Benytte danske spillere og egne talenter
	Kommunalt samarbejde	8	Dårligere faciliteter	Vis stor samarbejdsvilje og vis at AaB er en vigtig samarbejdspartner for Aalborg kommune
<i>Økonomi</i>	Lav konjunktur	6	Lavere sponsorater	Forbedring af brand og resultater
	Sponsornedgang	9	Lavere indtjening	Interne besparelser
	Tilskuernedgang	4	Lavere indtjening og dårligere stemning	Interne besparelser og lavere billetpriser eller innovative fanoplevelser
<i>Social adfærd</i>	Tilgængelighed	2	Utilfredse kunder	Lave andre forbedringer vedrørende tilskueroplevelsen for at opveje
	Urbanisering	2	Mulighed for flere tilskuere	Promover AaB i Aalborg
	Kvindefodbold	3	Mulighed for udbygning af forretning	Nye sponsorer og forbrugere
<i>Teknologi</i>	E-sport	3	Mulighed for udbygning af forretning	Nye sponsorer og forbrugere
<i>Miljø</i>	Ikke vigtig	1	Ikke relevant	Ikke relevant
<i>Lovgivning</i>	Ungdomskontrakter	7	Risikerer at miste talenter	Anmeld uetiske handlinger fra andre klubber. Fortsæt det gode talentarbejde

Figur 1 – opsummering af PESTEL-analyse. Egen tilvirkning.

Ovenstående tabel rater de vigtigste punkter under hvert emne efter betydningen af udfaldet.

Betydningen er vurderet ud fra den mulige effekt ved udfaldet. Skalaen går fra 1 til 10, hvor 1 indikerer en minimal betydning og 10 en signifikant betydning.

Kommunalt samarbejde er vægtet højt, da Aalborg kommune og AaB samarbejder på en lang række punkter herunder spørgsmål om stadion og udvikling og indretning af dette samt AaB's træningsanlæg.

Nedgang i sponsorindtægter vægtes ligeledes højt, da en nedgang i indtjeningen kan betyde interne nedskæringer og manglende investering i spillertruppen, hvilket i sidste ende kan betyde nedrykning og dermed endnu færre indtægter.

Ungdomskontrakter vægtes højt og de politiske faktorer omkring skat og arbejdstilladelse lavt af den samme årsag. AaB har et velfungerende talentsystem, hvorfor det er af stor betydning for dem, at bibeholde dette. Da de har et så velfungerende talentsystem, er de derfor heller ikke ligeså sårbare overfor de førnævnte politiske indgreb.

3.1.2 Porters Five forces

Modellen har til formål at belyse konkurrencesituationen i en given branche eller marked.

Modellen bruges efterfølgende til at udarbejde en markedsføringsplan, til at imødekomme konkurrencen på markedet.

Kritikken af modellen drejer sig hovedsageligt omkring, at modellen kun viser et øjebliksbillede af branchen. Dette gør modellen for statisk i en branche, som skifter hele tiden.

Det er derudover vigtigt, at hvert enkelt punkt ikke betragtes som ligeværdige i alle brancher. Der kan nemt spildes kræfter på at forfølge punkter som reelt ingen betydning har. Porters Five Forces benyttes i denne rapport, da den skaber et overblik over markedet og konkurrencesituationen på nuværende tidspunkt. Fodboldbranchen udvikler sig generelt langsomt, hvorfor kritikken omkring, at modellen er for statisk kun kommer begrænset til udtryk i denne branche.

Truslen fra nye udbydere:

Truslen kan opdeles i 2 hovedpunkter, som er de vigtigste barrierer i branchen.

Sportsligt:

Truslen fra nye udbydere i sportsverdenen må betegnes som lav. Det tager langtid at opbygge et sportsligt fundament, som kan konkurrere på eliteniveau i fodboldverdenen. Først og fremmest skal klubberne rykke op i den bedste række, og derefter skal de geare deres

virksomhed til at kunne spille med mod de bedste. Det er et enormt arbejde, som kan tage årtier at opbygge, hvorfor størstedelen af de danske superligaklubber også har været i ligaen de sidste 15-20 år. En anden vigtig faktor er, at klubberne skal fastholde deres bedste spillere, hvilket kan være svært, når større og bedre klubber melder deres interesse. AaB har fx formået at holde klubber som Vendsyssel og Hobro nede, ved at udnytte deres position som landsdelens fodboldflagskib, til at sikre sig talentfulde spillere inden, at de skriver kontrakt med konkurrenterne. Det er muligt, grundet AaB's position som etableret superligaklub. Det er en billig måde for AaB at sikre en god talentmasse. Derudover sikre det, at konkurrenterne ikke får opbygget et hold og en virksomhed, som kan true AaB's position i markedet.

Økonomi:

Udover den rent sportslige barriere, er det også omkostningstungt at blive superliga klub. Det kræver investeringer i spillere og faciliteter. Det kan kun lade sig gøre, hvis der er stor økonomisk opbakning fra klubbens ejere og sponsorer, ellers er de nye klubbers chancer minimale. Forskellen på, at spille i den bedste række kontra i den næstbedste kan forsigtigt estimeres til kr. 20-25 mio. i indtjening alt afhængig af klubbens størrelse jf. tidligere nedrykninger.

Det er af stor betydning, at nedrykkerne kommer hurtigt op i superligaen igen, da de ellers skal skære deres virksomhed markant til. Dette kan forringe deres muligheder for at opnå sportslig succes, hvorfor projektet i klubben vil blive sat tilbage.

Det er også vigtigt at kigge på markedets størrelse i denne anledning. Det danske fodboldmarked har en størrelse, som ikke frister rigmænd til at opbygge klubber i Danmark, som kan dyste med om europæiske titler. Det er ligaen ikke attraktiv nok til. De rigmænd, som investerer i danske klubber, gør det formentlig på grund af kærlighed til klubben eller for at bruge klubben til at udvikle talenter til videresalg.

Der er stor økonomisk forskel i superligaen, hvor AaB's nordjyske naboer, Hobro og Vendsyssel, var i bunden i 2018/2019 sæsonen med små budgetter og faciliteter. De er først for ganske få år siden gået fra at være en amatørklub til nu at have professionelle spillere. I den anden ende er der FCK og FCM, som har store budgetter grundet gode sportslige resultater og spillersalg. Derudover ejer FCK Lalandia¹⁵, hvilket også er med til at styrke fodboldklubben.

¹⁵ <https://www.parken.dk/>

Der findes naturligvis undtagelser til reglen, og de seneste år har der fx været FC

Vestsjælland, med pengemanden Kurt Rasmussen i ryggen, som har formået at skabe en hurtig succes og oprykning til superligaen. De er dog rykket ned igen, og klubben mistede hurtigt deres niveau og plads i markedet, da Kurt Rasmussen ikke bakkede økonomisk op længere¹⁶.

Truslen fra nye udbydere vurderes at være lille.

Kundernes forhandlingskraft:

Denne kan opdeles i tre segmenter, da AaB's kunder både er tilskuerne, sponsorerne og medierne.

Tilskuerne:

Tilskuerne er klubbens DNA. Det er dem, som er med til at gøre klubben til noget specielt og til et sted, som er spændende at være en del af. De har dermed også en stor magt i forhold til klubben.

Fansene har en stor rolle i klubben AaB, men deres forhandlingskraft er ikke lille. Der er flere faktorer, som spiller ind i forhold til netop tilskuernes forhandlingskraft. Den ene er tilskuernes tilhørsforhold til klubben. De fleste tilskuere kommer på stadion, fordi de har en passion i større eller mindre grad for fodbold og et af de to hold, som spiller på banen.

Tilskuerne køber billetter og merchandise fordi, at de støtter klubben i medgang og modgang, og dermed ønsker de ikke presse prisen eller forhold medmindre, at de virkelig føler sig trådt på. AaB står derfor i en stærk position i forhold til tilskuerne, da AaB sælger følelser til disse.

Sponsorerne:

Sponsorerne er en vigtig indtægtskilde i AaB. Deres incitament til at sponsorere AaB er marketingsbaseret, hvorfor deres forhandlingskraft overfor AaB afhænger af klubbens sportslige resultater og eksponering generelt. Europæisk deltagelse er et ekstra parameter, som kan være med til at forhøje sponsorindtægterne, grundet den medfølgende europæiske eksponering. Derudover sætter sponsorerne pris på, at der bliver stillet gode faciliteter til rådighed i forbindelse med afholdelse af arrangementer hos AaB. Sponsorerne har i langt de fleste tilfælde også en interesse i, at en lokal klub er repræsenteret på øverste niveau i fodboldverdenen, hvorfor de kan være tilbøjelige til, at yde sponsorater på trods af sportslig nedgang.

¹⁶ <https://spillerforeningen.dk/nyheder/2018/12-konkursen-da-lyset-blev-slukket-i-fc-vestsjaelland/>

Forhandlingskraften overfor sponsorerne er blevet lidt forringet efter, at Hobro og Vendsyssel er begyndt at spille med i toppen af 1. division og bunden af superligaen. De henvender sig til de samme sponsorer, hvor nogle af sponsorerne måske endda har et større tilhørsforhold til Hobro eller Hjørring. AaB's historie og præstationer gør dog, at de fortsat står stærkt overfor de to nordjyske konkurrenter.

Forhandlingskraften overfor sponsorerne vurderes at være stærk, da AaB's produkt er unikt og et brand som en del sponsorer gerne vil forbindes med. Derudover er eksponeringsværdien for sponsorerne stigende grundet de mange tv-kampe.

Medierne:

Medierne er den vigtigste kunde hos AaB¹⁷. Det er medierne, som gør, at AaB kan give sponsorerne en øget eksponering og samtidig gøre det muligt for klubbens fans at følge med i holdet, selvom de ikke har mulighed for at komme på stadion. Derudover bidrager medierne med tv-indtægter til klubben, hvilket er en vigtig indtægtskilde. Tv-indtægten er afhængig af, hvor mange kampe, som live transmitteres samt hvilken slutplacering AaB ender på i ligaen. Mediernes forhandlingskraft er stor, da de har stor indflydelse på AaB's samlede omsætning. Medierne er dog også afhængige af AaB og de andre Superliga klubber, da fodboldkampene giver seere til de forskellige kanaler og øvrige medier.

Forhandlingskraften ved medierne er stor, dog med en gensidig afhængighed.

Leverandørernes forhandlingskraft:

Reelle leverandører:

Forhandlingskraften fra leverandører af merchandise, drikkevarer og mad er til AaB's fordel. En lang række af leverandørerne er sponsorer, hvorfor deres leverancer er en del af en sponsoraftale. Ved valg af tøjleverandør tjener AaB fx penge på at handle med Hummel¹⁸, da Hummel ønsker at være sponsor for klubben og blive sat i forbindelse med AaB som brand. Det samme gør sig gældende for mange af de andre leverandører.

Forhandlingskraften hos leverandørerne er derfor lille.

Substituerende produkter:

AaB er i underholdningsbranchen, hvor en tur til fodbold kan sidestilles med en tur i biografen. AaB opererer dog i et nichemarked hvilket gør, at forbrugerne er mere loyale

¹⁷ AaB's regnskab 2018

¹⁸ <https://aabsport.dk/nyhedsarkiv/aab-indgaar-laengerevarende-beklaedningsaftale-med-hummel>

overfor AaB end de er overfor en specifik biograf. Klubben sælger følelser og oplevelser, hvor nogle af forbrugernes relationer går generationer tilbage. Der er derfor meget få substituerende produkter for forbrugerne (tilskuerne).

Sponsorerne har flere alternativer at vælge i mellem. Konkurrencen om fodboldsponsorer er blevet skærpet siden, at Hobro IK og Vendsyssel FF nu spiller med i 1. division og Superligaen. Det gør at sponsorerne kan sammenligne deres output ved sponsorater i de respektive klubber og dermed optimere deres indsatser. Det stiller øgede krav til AaB. Udover at sponsorere andre fodboldklubber, har sponsorerne også mulighed for at sponsorere hold i andre sportsgrene eller andre kulturarrangementer.

Sponsorerne har derfor en del substituerende produkter at vælge i mellem.

Medierne har ligesom sponsorerne mulighed for at vælge i mellem de forskellige klubber og sportsgrene. Sponsorerne har et naturligt fokus på, hvor stor en eksponering de får for deres sponsorater, hvilket medierne er medvirkende til at give dem. Medierne er derimod afhængige af, at klubberne leverer underholdende materiale til deres seere. Hvis klubberne ikke skaber den værdi for mediernes seere og læsere, vil mediernes fokus automatisk skifte til emner, som skaber den ønskede værdi. Her er AaB i skarp konkurrence med de øvrige superligaklubber samt andre europæiske fodboldklubber, da medierne efterhånden har adgang til at vise de fleste ligaer i Europa.

Ligesom sponsorerne kan vælge at sponsere større klubber i større ligaer, kan medierne også vælge at vise større kampe fra større ligaer. Dette er dog forbundet med større omkostninger, hvorfor gevinsten også skal være større. Medierne har dog lettere adgang til at benytte sig af større ligaer end sponsorerne har, da de kan købe produceret materiale hos andre medier. Medierne har dermed endnu flere muligheder for at benytte sig af substituerende produkter.

3.2 Interne analyser

De interne analyser skal afdække de interne forhold i AaB, som præger virksomheden.

Eksterne forhold er svære at ændre, men interne kan være næsten lige så vanskelige at ændre. Det er derfor vigtigt, at de interne forhold bliver belyst, så der kan opstå en diskussion og et øget fokus på de faktorer, som betyder noget for virksomheden.

3.2.1 De 7 P'er:

De 7 P'er er en udvidelse af de 4 P'er, som har været anvendt til at analysere en virksomheds marketingmix igennem mange år. De 4 P'er har fået en del kritik for, at være designet i en tid, hvor produktionsvirksomheder udgjorde hovedparten af verdens virksomheder, hvorfor

modellen ikke var let anvendelig overfor servicevirksomheder. Der er igennem tiden lavet forsøg på at erstatte de 4 P'er; nogle med mere held end andre. I forhold til servicevirksomheder er der især to modeller, som kan benyttes i stedet for den originale model; nemlig de 7 P'er og de 4 C'er. De 7 P'er er en udvidelse af de 4 P'er, hvor der er tilføjet People, Physical Evidence og Process. De 4 C'er er en omskrivning af den originale model. Modellen fokuserer mere på kundens behov, hvor original modellen fokuserer på hvad, virksomheden kan kontrollere internt.

Denne rapport tager udgangspunkt i de 7 P'er, for at danne et overblik over, hvad virksomheden gør overfor kunderne for at skabe værdi. Der vil blive inddraget en smule af essensen bag de 4 C'er, da der vil komme små forslag til forbedringer set fra et kundeperspektiv.

Produkt:

Kerneproduktet hos AaB er oplevelsen i at være på stadion samt at se kampene i tv. Derudover sælger AaB tillægsydelser i forbindelse med kampafvikling samt merchandise via sportsbutikker i Danmark (primært Nordjylland) og deres webshop.

Den almene tilskuer på stadion bliver tilbudt et oplevelsesprodukt, hvor de får mulighed for at få oplevelser sammen med andre ligesindede samt muligheden for at komme tæt på AaB's spillere. Som tillægsydelser til dette, har de mulighed for at købe drikkevarer, mad og merchandise. AaB skaber således værdi for den almene tilskuer ved at tilbyde adgang til at følge deres hold live og samtidig være en del af et unikt fællesskab på stadion.

Sponsorerne har mulighed for at købe en markedsføringspakke, hvor de bliver vist som sponsor på trøjer, skærme på stadion eller på anden vis fremhævet som bidragsyder til AaB. Udover dette har sponsorerne, alt efter størrelsen på deres sponsorat, mulighed for at invitere kunder eller medarbejdere med til VIP-arrangementer og kamparrangementer på Aalborg stadion, hvor de får en unik oplevelse og et indblik i, hvad der sker bag kulissen til en superligakamp. Arrangementets størrelse afhænger af størrelsen på sponsoratet. AaB skaber værdi for sponsorerne ved at give dem adgang til eksponering i større eller mindre grad samt give dem mulighed for at pleje sponsorerens kunder via unikke arrangementer arrangeret af AaB¹⁹. Arrangementerne giver dog også AaB mulighed for at tiltrække nye sponsorer.

¹⁹ <https://aabsport.dk/samarbejdspartnere/produkter-og-ydelser/>

Medierne køber rettighederne til kampene, så de kan vise det via tv eller andre medier.

Medierne ønsker underholdende fodbold og gode historier, som de kan videreformidle til deres kunder. AaB stiller faciliteter til rådighed for medierne, så de har gode arbejdsvilkår.

Udover fysiske faciliteter, er det vigtigt for medierne, at AaB er tilgængelig i form af spillerne og ledelsen, så medierne har adgang til de aktuelle historier. AaB og medierne er afhængige af hinanden, da AaB skal bruge medierne til at sælge sponsorater, og medierne skal bruge AaB til at få seere og læsere.

AaB skaber værdi for medierne ved at tilbyde god fodbold, spændende interviews samt gode faciliteter i forbindelse med kampafvikling og træning.

Pris:

Tilskuerne til AaB's kampe har flere betalingsmuligheder²⁰. De kan vælge at købe en billet til hver enkelt kamp, købe et sæsonkort eller have et løbende abonnement, som de betaler på månedsbasis. Prisen ved at købe enkelt billetter er højere end ved køb af sæsonkort og løbende abonnement. Denne prisdifferentiering er bestemt ud fra, at AaB ønsker at belønne loyale tilskuere. Derudover betaler sæsonkortholdere og abonnenter også for de kampe, som de ikke kan deltage i, hvilket giver dem et incitament til at komme på stadion uanset hvad, eller forære billetten til en anden part. På den måde forsøger AaB at sikre sig, at der kommer en del tilskuere til hver kamp. Sammenligner man AaB's priser med eksempelvis Hobro, er priserne stort set ens. AaB har et billigere sæsonkort tilbud end Hobro, men Hobros enkeltbilletter koster lidt mindre end AaB's (forskell er kr. 5 vedr. ståpladser og kr. 35 ved siddepladser).

Sponsorerne betaler enten pr. sæson eller tegner en længerevarende kontrakt. Prisen på sponsoraterne forhandles individuelt ud fra sponsorens ønskede eksponering og ydelser og AaB's ønske til prissætning og sammensætning af sponsorat. AaB ønsker naturligvis som udgangspunkt at takke ja til alle sponsorater. Der kan dog kun være en trøjesponsor, en stadionsponsor osv., hvorfor der kan opstå konkurrence om de enkelte sponsorater. AaB kan også være i en situation, hvor de får tilbudt et sponsorat fra en virksomhed, som de ikke ønsker at associeres med, og derfor bliver nødt til at afvise.

Prisen overfor medierne er forskellig. De lokale aviser og lignende betaler som udgangspunkt ikke, for at dække AaB, da AaB også har en interesse i, at få så meget omtale som muligt.

²⁰ <https://aabsport.dk/billetter-og-saesonkort-info-og-priser/>

Aviserne er dog som ofte sponsorer i klubben.

Tv-aftalen forhandles som en samlet aftale imellem samtlige superligaklubber og tv-kanalen, som ønsker at dække Superligaen. AaB har dermed ikke mulighed for at indgå en separat tv-aftale.

Distribution (Place):

AaB's distribution af deres produkt er meget forhåndsbestemt i forhold til tv-aftalen samt øvrigt kampprogram i Danmark og Europa. Kampene bliver som udgangspunkt spillet i weekenderne eller i umiddelbar forlængelse heraf. Dette er for at sikre, at tilskuere og andre interessenter har mulighed for at følge kampene. Placeringen af stadion gør, at det er nemt for aalborgenserne at gå til fodbold. Der kan dog være parkeringsudfordringer, hvis man skal køre til stadion.

Distributionen af merchandise sker via samarbejdspartnere og via webshop. AaB har tidligere haft en fysisk butik, hvilket var en begrænset succes.

AaB skaber ikke den store værdi overfor kunderne under dette punkt. Den største værdi er beliggenheden af stadion centralt i Aalborg, samt placeringen af kampene på tidspunkter, hvor det er muligt at tiltrække flest mulige tilskuere.

Reklame (Promotion):

AaB har igennem mange år markedsført sig som "Hele Nordjyllands hold". Det har været en strategi, som har gennemsyret hele organisationen på en naturlig måde.

Strategien har skabt værdi overfor både tilskuere, sponsorer og medier, da den har været med til at underbygge de gode historier. Historierne om, at AaB er bygget op omkring nordjyske fodboldtalenter og hårdt arbejde har gjort det nemmere for tilskuerne og sponsorerne at associere sig med AaB. Tilskuerne føler lidt, at de kender spillerne, og en del nordjyder kender nogen som kender nogen, der har spillet i AaB. Det får tilskuerne til at være mere loyale overfor AaB.

Sponsorerne ønsker at blive associeret med AaB, da det er et brand de som nordjysk virksomhed gerne vil kædes sammen med. Det er en stor styrke for AaB, da det giver dem mulighed for at tegne nogle økonomisk attraktive sponsorkontrakter.

Medierne bruger den gode historie omkring talentarbejdet og de historisk flotte resultater til at tiltrække kunder.

Det bliver interessant af følge den nye strategi ”Nordkraft”²¹. Det bliver på mange måder mere af det samme, dog med en mere forretningsorienteret tilgang til AaB som virksomhed. Der skal laves investeringer for at fremme stadionoplevelsen, tilskuerne skal involveres mere og talentarbejdet skal professionaliseres endnu mere, end det allerede er.

AaB skaber stor værdi hos især sponsorerne ved deres branding. AaB bliver promoveret landsdækkende (nogle sæsoner også internationalt), hvilket giver sponsorerne god værdi af deres sponsorat. Derudover er AaB sjældent forbundet med dårlige historier udenfor fodboldbanen, og spillerne opfører sig generelt også ordentligt.

Udover eksponeringen skaber AaB også værdi hos sponsorerne og medierne ved at give dem adgang til deres spillere, og dermed promovere både AaB og sponsorerne via de individuelle spillere.

Mennesker (People):

Dette punkt er et af de vigtigste punkter for AaB, da hele deres virksomhed er opbygget omkring mennesker.

Spillere:

Spillerne er nøglemedarbejdere i virksomheden. Deres præstationer på og uden for banen skaber AaB's indtægter. Spillerne skal træne deres fodbold- og sociale kompetencer for at give mest mulig værdi til AaB og forbrugerne. De fodboldmæssige kompetencer skaber medieindtægter, tilskuerindtægter og sponsorindtægter. Indtægterne er afhængige af, at spillerne skaber gode resultater, og dermed øger interessen omkring AaB. En del af spillernes kontrakter har indbyggede bonusaftaler, som er præstationsafhængige, hvilket giver spillerne et økonomisk incitament til at yde på et højt niveau.

De sociale kompetencer er vigtige i omgangen med medierne, tilskuerne og sponsorerne, da spillerne repræsenterer klubben i alt, hvad de foretager sig. Det er vigtigt at spillerne lever op til AaB's værdier og bidrager med underholdende og faglige indlæg til både medier, tilskuere og sponsorer. Spillerne skal være let omgængelige og tage sig tid til AaB's kunder for at skabe den største værdi. AaB spillerne er generelt gode til at repræsentere virksomheden, hvilket også hænger sammen med, at en del af spillerne er opvokset i klubben og kender klubbens DNA.

²¹ AaB regnskab 2018

Trænere og ledelse:

Trænerne og ledelsen har ansvaret for, at spillerne lever op til deres forpligtelser på og uden for banen. Trænerne skal skabe værdi overfor AaB's kunder, ved at fremme resultaterne på banen samt spillernes individuelle evner. De skal udvikle talenterne, så AaB også i fremtiden har en stor talentmasse på deres førstehold. Derudover skal chefræneren være medvirkende til, at give sponsorer og medier et indblik i AaB som fodboldklub.

Ledelsen skal være til rådighed overfor medier og sponsorer, hvor de skal redegøre for fodbold- og forretningsmæssige beslutninger, som der tages i AaB. Redegørelserne bliver naturligt videreformidlet via medierne til fansene, hvorfor ledelsen også står indirekte til rådighed overfor fansene. Ledelsen skal skabe værdi overfor kunderne, ved at videreudvikle virksomheden AaB og fremme de kommercielle muligheder der er ved at drive en fodboldklub. Det gør de blandt andet ved at lave arrangementer for tilskuere og sponsorer, samt gøre klubben mere tilgængelig overfor medierne.

Personale i salgsboder og kundeservice:

Personalet i salgsboderne på stadion er ofte frivillige. Det stiller dermed krav til AaB om, at de frivillige er klædt på, til at tale med kunderne og repræsentere AaB på en ordentlig måde. Dette gør klubben ved at have flere koordinatore, som hjælper de frivillige og sørger for at alt går som det skal.

Salgsboderne og kundeservice skaber værdi for tilskuerne på stadion ved at sikre en hurtig og effektiv servicering i salgsboderne og ved at bidrage med højt humør på kampdagene.

Fysiske rammer (Physical evidence):

De fysiske rammer er Aalborg Stadion, hvor tilskuere, sponsorer og medier møder AaB. AaB har foruden Aalborg Stadion også sit træningsanlæg i Aalborg Øst, som dog kun er til internt brug samt småinterviews.

Aalborg Stadion er ejet af Aalborg kommune, hvorfor alle ændringer ved og omkring stadion skal godkendes af dem. Det giver nogle udfordringer i forhold til optimering og investering i de fysiske rammer, som trænger til en renovering.

Sponsorfaciliteterne er opdateret indenfor de seneste år, og fremstår flotte og professionelle. Det giver sponsorerne en god oplevelse, at se fodbold i disse rammer. Medierne har ligeledes gode rammer, da de befinder sig i samme bygning som sponsorerne.

Tilskuerpladserne, salgsboderne og toiletfaciliteterne har brug for opgradering, for at gøre

stadionoplevelsen bedre for den almene tilskuer. Der bliver ikke skabt merværdi overfor den almene tilskuer, da rammerne ofte giver anledning til frustration over lange køer og manglende fanzone inden og efter kampen. Det er nogle ting, som AaB arbejder på at forbedre, hvilket vil gøre kampoplevelsen bedre.

Hjemmesiden og træningsfaciliteterne fungerer rigtig godt, og skaber værdi for både tilskuere, sponsorer og medier. Det nye ”Børge Bach Hus”²², som er opført ved AaB’s træningsanlæg, giver medierne gode arbejdsvilkår, når de skal interviewe spillere og ledelse. Derudover giver det superligatruppen gode arbejdsbetingelser i dagligdagen, og er dermed en indirekte værdiskaber overfor kunderne.

Hjemmesiden bliver jævnligt opdateret med nye nyheder og historier, ligesom AaB også sender AaB-tv via hjemmesiden, for at give fans et indblik i den daglige drift.

Proces:

Dette område omhandler optimering af og individualisering overfor kunderne.

AaB har ikke formået at integrere de teknologiske muligheder der er i dag med kampoplevelsen på stadion.

Kampoplevelsen kan defineres som den oplevelse den almene tilskuer får på stadion. Det er den oplevelse som gør, at tilskueren vælger at tage på stadion i stedet for at se kampen på tv. AaB har mulighed for at udvikle en app, som kan gøre betjeningen ved salgskoderne mere effektiv, lave live afstemninger, lave løbende konkurrencer og holde tilskuerne opdateret omkring andre interessante muligheder i løbet af kampen. Det vil også være en mulighed for sponsorerne for at få en større eksponering, ved fx at være sponsor på de enkelte konkurrencer eller have bannerreklamer i app’en. Det er noget AaB kan arbejde med, for at forøge værdiskabelsen overfor kunderne og dermed få kunderne mere involveret via udnyttelse af de teknologiske muligheder.

Opsummering:

AaB skaber især værdi for deres kunder via deres produkt og medarbejdere (mennesker). Produktet er unikt, og giver kunderne noget, som de ikke kan få andre steder. Produktet er bygget op omkring menneskerne i AaB, hvorfor disse også skaber en stor værdi for kunderne.

²² <https://aabsport.dk/nyhedsarkiv/aabs-nye-superligabygning-doebes-boerge-bach-huset/>

Hele medarbejderstaben skaber værdi, men især spillerne er vigtige, da de er repræsentanter for AaB overfor den brede kundebase.

AaB kan forbedre sig indenfor proces og de fysiske rammer. De to punkter har det tilfælles, at de dækker over stadionoplevelsen for den almene tilskuer. Det er vigtigt, at AaB får lavet forbedringer på dette punkt, for at bibeholde og udvikle deres tilskuere.

3.2.2 Ansoff's vækststrategi

Ansoff's vækststrategi vil ikke blive gennemgået i detaljer, da AaB arbejder ud fra en moderniseret foreningstanke. De udvider deres forretning ved at starte nye "klubber" op indenfor andre sportsgrene. De benytter sig dermed af markedsudvikling, hvor de henvender sig til nye kundesegmenter. Den seneste og eneste udvidelse indenfor de seneste år, er oprettelsen af AaB e-Sport²³. Udover markedsudvikling forsøger AaB også at lave markedspenetrering ved at sælge mere til tilskuerne på stadion via rabatordninger og lignende.

AaB har i det seneste årsregnskab lanceret deres nye strategi: Nordkraft. Strategien tager udgangspunkt i det nordjyske kraftværk, som forsynede Nordjylland med varme, hvilket også er AaB's ønske. De ønsker at samle Nordjylland og Aalborg omkring holdet via lokale talenter, som forhåbentlig bliver til profiler på sigt. De ønsker at udvikle nye talenter og en forbedret kampoplevelse.

Det virker som en fornuftig og bæredygtig strategi, hvor de satser på at udvide deres nuværende markedsandele indenfor underholdningsbranchen.

3.3 Delkonklusion – strategisk analyse

Den strategiske analyse viser AaB som en virksomhed, der favner Nordjylland og Aalborg. De eksterne analyser viser, at AaB er afhængige af politiske beslutninger for at fortsætte deres nuværende forretningsmodel. Derudover er de afhængige af, at lovgivningen omkring forskerordningen ikke forringes, da det vil betyde en svækket forhandlingskraft overfor nye udenlandske spillere.

AaB har en god forhandlingskraft overfor samarbejdspartnerne, hvilket især skyldes værdien af AaB's brand og historie overfor omverdenen.

²³ <https://esportsmagasinet.dk/aalborg-esport-aab-esport-ja-fodboldklubben/> - skrevet af Kasper Frank d. 30 marts, 2017.

Fælles for den interne og eksterne analyse er, at teknologien har været et overset punkt hos AaB. Det skaber dog en mulighed for at forbedre dette område, og på den måde gøre forretningen mere rentabel.

De interne analyser viser et billede af en organisation, som har sat nogle spændende initiativer i gang. De bør dog kigge på deres organisation inden, at de sætter gang i initiativerne for at afdække, om de har kompetencerne til at løfte de gode tanker, eller om de skal styrke organisationen inden.

Den interne analyse viser desuden, at AaB fortsat er aktiv i forhold til at starte nye eliteklubber op i Nordjylland; senest med AaB e-Sport. AaB skal være påpasselige omkring dette, da tidligere erfaringer har vist, at virksomheden ikke formår at gøre de nye projekter rentable.

4. Regnskabsanalyse

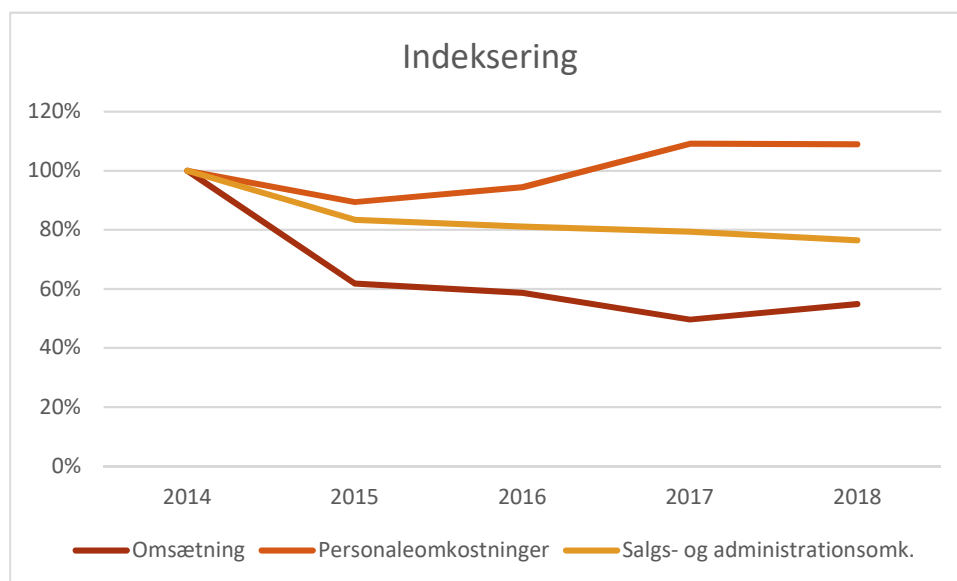
Regnskabsanalysen²⁴ vil bygge på de seneste 5 års regnskaber. Årsagen til dette er, at regnskaberne er rensat for tidligere ejendomsinvesteringer, og derfor kun medregner kerneforretningen i form af fodbold og beslægtede aktiviteter til denne. Derudover er regnskaberne alle med Allan Gaarde som en del af den sportslige ledelse. Regnskabsanalysen vil belyse de styrker og svagheder ved AaB's økonomi, som er de vigtigste ud fra deres nuværende struktur. Analysen vil starte med en indeksanalyse for at vurdere, i hvilken retning AaB udvikler eller afvikler sig. Dernæst vil der blive analyseret på rentabiliteten i AaB, samt hvad årsagerne til de forskellige tendenser er. Dernæst vil soliditeten blive beskrevet og analyseret.

Analysen vil kun kort berøre den likviditetsmæssige situation, da det er åbenlyst alene ud fra regnskabstallene, at AaB er en meget likvid virksomhed uden rentebærende gæld.

2014 regnskabet var det bedste resultat nogensinde for AaB, grundet deres sportslige præstationer. 2014 kan derfor betragtes som et best-case scenarie. Der blev i 2014 ligeledes gennemført en aktieemission for at sikre kapital til klubbens videre overlevelse, hvilket kan ses på balancen. Perioden viser derfor, hvordan AaB har gebærdet sig økonomisk efter et år med sportslig succes og økonomisk konsolidering.

²⁴ Regnskabsanalysen er udarbejdet på baggrund af AaB's regnskaber i perioden 2014-2018.

4.1 Indeksering



Figur 2 – Indeksering af omsætning, personaleomkostninger og salgs- og administrationsomkostninger – egen tilvirkning

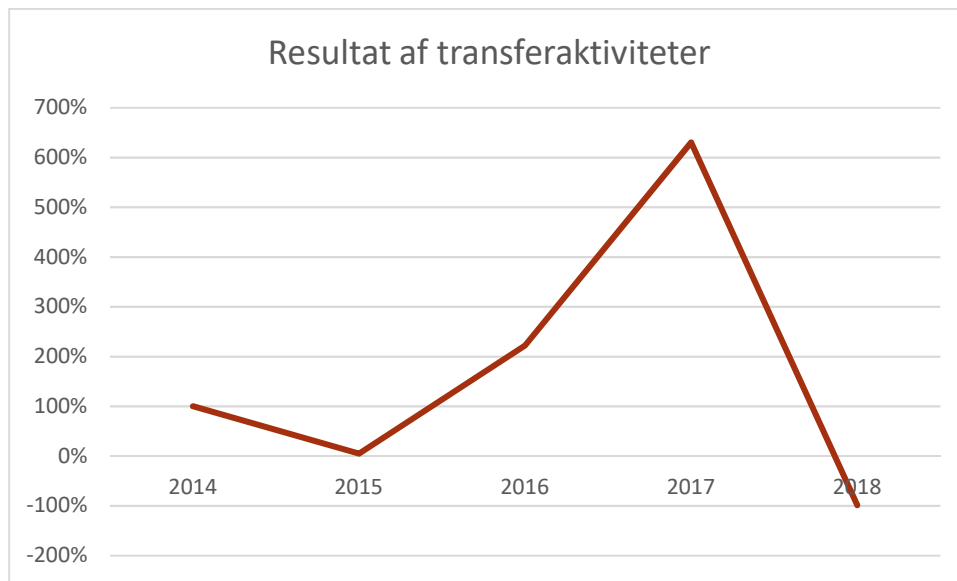
Omsætningen er faldet markant i perioden, hvilket grundlæggende skyldes, at udgangspunktet er det bedste resultat nogensinde i klubbens historie. Tager man år 2014 ud af indekseringen er omsætningen relativt stabil, dog med et mindre fald grundet en dårlig sportslig placering i sæsonen 16/17 som nummer 10 i Superligaen. De dårlige sportslige præstationer kan ses med det samme på omsætningen, da den både afføder færre tilskuere, samt lavere omsætning fra TV-aftalen. Det kan derfor konkluderes, at omsætningen er meget afhængig af de sportslige resultater ud fra ovenstående indeksering. Omsætningen underbygges dog af, at næsten halvdelen af indtægten stammer fra sponsorindtægter, som er relativt stabile grundet binding via kontrakter. Der skal dog være fokus på, at sponsorerne også fremover oplever, at deres sponsorater giver deres virksomhed værdi, da det ellers kan forringe AaB's omsætning.

Salgs- og administrationsomkostningerne er ligeledes faldet i perioden, hvilket kan henledes direkte til et faldende aktivitetsniveau i europæiske kampe samt generelle besparelser henover perioden. En fornuftig udvikling rent økonomisk, men også en udvikling som ikke stemmer overens med AaB's nye strategi om, at de vil være bedre på kampoplevelsen og sponsorværdien.

Personaleomkostninger er steget henover perioden, hvilket i høj grad skyldes massive spillerinvesteringer i 2017 og 2018. Denne udvikling er isoleret set økonomisk ufornuftig i forhold til udviklingen i omsætningen. Investeringerne er ikke kommet til udtryk i forbedrede sportslige resultater, hvilket ellers kunne have retfærdiggjort udviklingen.

Det er svært at forudsige, hvordan investeringer i spillertruppen vil påvirke omsætningen i

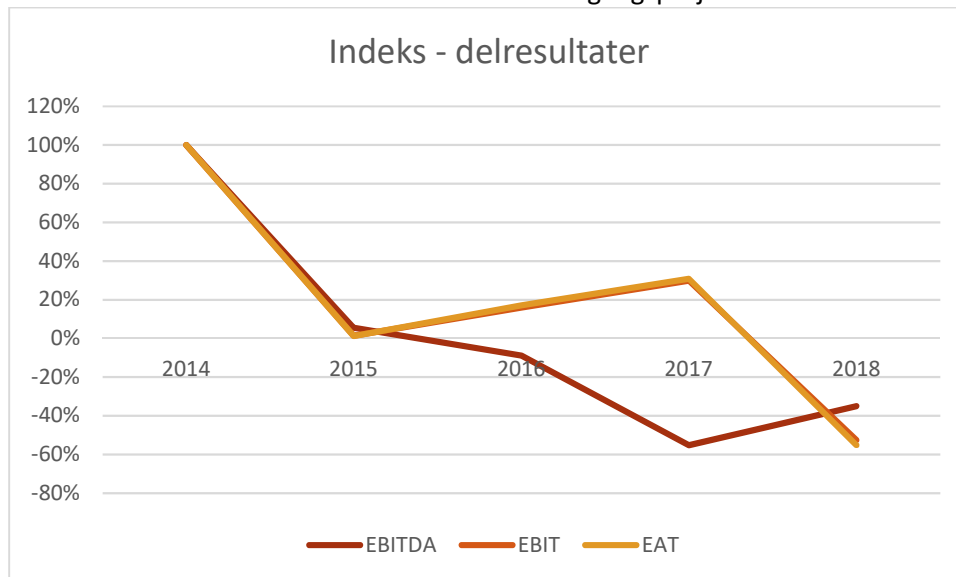
klubber på AaB's niveau, hvorfor klubben også skal være hurtige til at erkende evt. fejlinvesteringer for at formindske tab.



Figur 3 – resultat af transferaktiviteter – egen tilvirkning

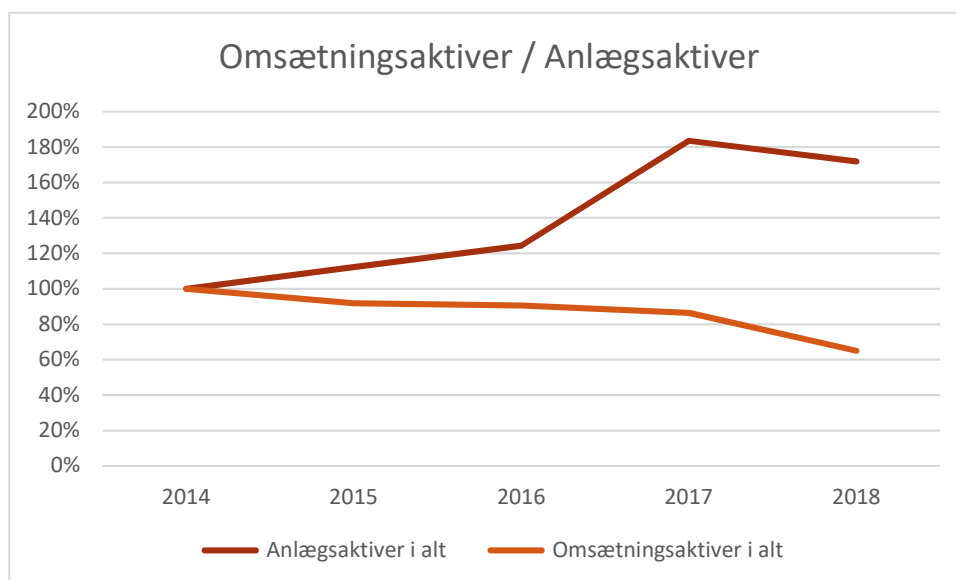
Resultat af transferaktiviteter er et interessant nøgletal for AaB, da dette er "bonusindtægten", som kan komme fra spillersalg, eller en ekstra omkostning, når truppen skal forstærkes med nye spillere fra andre klubber. Det er interessant at se, hvor store udsving der er på skalaen. Indekseringen starter som sagt ved AaB's bedste sportslige sæson nogensinde, hvor transferaktiviteten dog var på et moderat niveau, som man forventer i AaB. Dernæst kom den europæiske succes i efteråret 2014 og foråret 2015, hvilket har skabt omtale af AaB i fodboldverdenen og blandt flere europæiske klubber. Dette kommer så til udtryk i 2016 regnskabet, hvor der bliver solgt spillere, som er opvokset i AaB, til Belgien og Holland for store summer. I 2017 skabes rekorden af Christian Bassogog, som blev topscorer ved de afrikanske mesterskaber og efterfølgende solgt til kinesisk fodbold. Endnu engang er interessen og de høje transfersummer underbygget af succes på den internationale scene. Indekseringen viser her, hvor meget sportslig succes og europæisk deltagelse betyder; ikke kun for kerneforretningen men også for salg af spillere til andre klubber. Derudover viser især salgene i 2016, at AaB formår at lave nogle gode salg af egne talenter, som løfter økonomien i klubben.

Efterfølgende har klubben investeret i nye spillere, hvilket endnu ikke er kommet til udtryk i forhold til de sportslige præstationer.



Figur 4 – Indeksering af delresultater – egen tilvirkning

Ovenstående indeksering opsummerer det, som de foregående har vist. Kerneforretningen er under pres, og den egentlige drift af virksomheden bliver forringet som følge af dårlige sportslige resultater og stigende lønninger til spillere og administration. Dette er også billedet, selvom 2014 tages ud af indekseringen. Derimod ses det også tydeligt, at årsagen til de økonomisk positive resultater i 2016 og 2017 har været spillersalg, hvilket er en risikobetonet måde at drive virksomhed på, da virksomheden gør sig selv sårbar overfor udefrakommende forhold.



Figur 5 – Indeksering af aktiver – egen tilvirkning

Ovenstående graf viser tydeligt, at AaB forringer sin likviditet løbende og markant via spillerindkøb og investering i andre anlægsaktiver. Omsætningsaktiver består i AaB's tilfælde hovedsageligt af likvider, aktier og obligationer, som må betegnes som meget likvide. Det er en udvikling som skal tages seriøst, da AaB tidligere har været nødsaget til at lave en

aktieemission samt sælge spillere og andre aktiver, for at opnå en bedre likviditetsgrad. Dette vil selvfølgelig være en mulighed igen. Det vil dog stille aktionærerne i en situation, hvor nogle af dem vil overveje, om de skal fortsætte med at investere i en virksomhed, som ikke kan administrere deres likviditetsberedskab på en fornuftig måde.

Investeringerne i anlægsaktiver har hovedsageligt været i spillere samt en ny administrationsbygning på træningsanlægget, hvor superligatruppen og den daglige administration har deres daglige gang.

4.2.1 Opsummering vedrørende indeksering:

Indekseringen viser tydeligt, at AaB har store udsving i deres indtjening som følge af svingende transferindtægter og sportslige præstationer. Den negative udvikling er dog toneangivende overordnet set, hvorfor AaB skal have foretaget drastiske ændringer for at forbedre tendensen.

4.2 Rentabilitet

Rentabilitetsanalysen har til formål at belyse virksomhedens evne til at tjene penge og levere et tilfredsstillende overskud til aktionærerne. Rentabiliteten skal ses i forhold til alternative investeringer for investor. Der tages udgangspunkt i den 10-årig danske statsobligation som pr. ultimo 2018 havde en rente på 0,21%²⁵, som alternativ investering, hvorfor rentabiliteten i virksomheden som minimum skal opfylde dette.

Investor vil dog typisk tillægge et risikotillæg, da AaB's aktien er mere risikobetonet end en dansk statsobligation. Risikotillægget kommer an på, hvem der bedømmer aktien og virksomheden, og hvad alternativerne er. I AaB's tilfælde, kan der være tale om, at investor vil have et højt risikotillæg, da AaB aktien ikke har præsteret historisk set.

Rentabilitetsberegninger	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
<i>ROIC</i>	87,8%	0,6%	7,0%	11,9%	-22,0%
<i>Overskudsgrad / EBIT%</i>	33,2%	0,7%	9,0%	19,9%	-31,7%
<i>Capital turnover</i>	2,6	0,8	0,8	0,6	0,7

Figur 6 – rentabilitetsberegning – egen tilvirkning

4.2.1 ROIC

ROIC beskriver virksomhedens evne til at tjene penge i forhold til den investerede kapital i virksomheden. Det er et nøgletal, som bliver brugt af investorer til at vurdere, om en virksomhed er værd at investere i eller ej. Det kan ligeledes være et godt måleværktøj, når investor vil følge op på, om dennes investering har udmøntet sig i et forbedret resultat for virksomheden. ROIC tager ikke højde for kapitalstrukturen, hvorfor nøgletallet kan bruges til

²⁵ <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

at sammenligne virksomheder med forskellig kapitalstruktur.

ROIC er i 2014 meget høj og dermed virkelig positiv i forhold til investor, hvilket især skyldes både en høj overskudsgrad samt en høj capital turnover. 2014 er som tidligere beskrevet et ekstraordinært godt år for AaB, hvilket også kommer til udtryk her.

ROIC er dog også positiv i årene efter 2014, hvor AaB egentlig præsenterer nogle positive nøgletal og formår at tjene penge i forhold til den investerede kapital; i 2016 grundet en forbedret overskudsgrad og i 2017 grundet både en positiv udvikling i overskudsgrad og capital turnover. 2018 viser det stik modsatte af 2017, da både overskudsgrad og capital turnover bidrager negativt til ROIC.

ROIC er meget svingende hos AaB, hvilket især skyldes varierende overskudsgrader. Capital turnover udvikler sig jævnt med undtagelse af 2014, hvor der bliver foretaget en aktieemission, som er en stor del af forklaringen på udviklingen.

4.2.2 Overskudsgrad

Overskudsgraden beskriver AaB's evne til at tjene penge som følge af deres omsætning.

Overskudsgraden tager ikke højde for balancen, hvorfor dette tal udelukkende fortæller om den reelle drift af virksomheden (dog medregnes der afskrivninger). Overskudsgraden er meget svingende hos AaB, hvilket især skyldes de svingende transferindtægter, som ikke påvirker omsætningen men udelukkende resultatet, og dermed forbedre overskudsgraden fiktivt. Nedenstående tabel viser overskudsgraden, hvis transferindtægter- og udgifter blev medregnet under omsætningen.

Inkl. transfers i omsætning	2014	2015	2016	2017	2018
Overskudsgrad / EBIT%	31,7%	0,7%	7,7%	12,6%	-34,5%

Figur 7 – EBIT% inkl. transfers i omsætningen – egen tilvirkning

Som det kan ses i tabellen, er overskudsgraden nu mindre, da omsætningen er forøget. Dette vil ikke have betydning for ROIC, da dette tal tager udgangspunkt i resultatet efter, at transferindtægterne er medregnet og ikke i omsætningen. Transferindtægterne bliver normalvis medregnet under afskrivninger, da der bliver foretaget løbende afskrivninger og nedskrivninger på kontrakterne og transferrettighederne. Det vil umiddelbart give det mest præcise resultat, såfremt investor forholder sig til begge beregninger, da den ene omsætning er afhængig af den anden i forhold til, at sportslige præstationer giver spillersalg, men også øget omsætning i kerneforretningen.

Overskudsgraden er dog fortsat svingende, hvilket i høj grad skyldes svingende sportslige præstationer samt svingende investeringer i spillertruppen.

4.2.3 Capital turnover

Dette nøgletal belyser, hvor god virksomheden er til at benytte sin kapital til at skabe omsætning. Ses der igen bort fra 2014 er dette nøgletal meget stabilt, dog med en lille nedadgående tendens. Det kan også i dette tilfælde være interessant at beregne et nyt nøgletal, hvor transferomsætningen er medregnet i den reelle omsætning, så den ikke kun påvirker egenkapitalen. Ændringen er beregnet i nedenstående tabel.

Inkl. transfers i omsætning	2014	2015	2016	2017	2018
Capital turnover	2,8	0,8	0,9	0,9	0,6

Figur 8 – Capital turnover inkl. transfers i omsætningen – egen tilvirkning

I dette eksempel ses det tydeligt, at omsætningen vedrørende den primære drift er ret stabil imens, at ovenstående tabel netop viser, at der kan være store udfald som følge af investeringer i truppen eller øgede transferindtægter. Igen er det vigtigt, at investor er opmærksom på indregningen af transferindtægter, som kan forvride billedet af virksomheden. AaB kunne godt forbedre deres capital turnover, da de ikke formår at omsætte for mere end deres egenkapital udover i 2014, som er et ekstraordinært år. Dette kan hænge sammen med, at AaB har en stor del af deres egenkapital investeret i værdipapirer, hvor gevinsten eller tabet på disse kun påvirker egenkapitalen i ovenstående nøgletal, hvilket forringer capital turnover. AaB kunne overveje at investere i nye projekter, som kan skabe en øget direkte omsætning for at forbedre nøgletallet.

4.2.4 Rentabilitet – delkonklusion

AaB's nøgletal svinger utrolig meget grundet deres ageren på transfermarkedet og indregningen af disse aktiviteter. Deres primære drift bliver belyst i nedenstående tabel, hvor ROIC er udregnet uden, at transferomsætningen og afskrivninger er medregnet.

Før transfers og afskrivninger	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
<i>ROIC</i>	81,41%	2,32%	-3,56%	-20,35%	-13,56%
<i>Overskudsgrad / EBIT%</i>	30,74%	2,77%	-4,60%	-34,20%	-19,56%

Figur 9 – ROIC + EBIT% før transfers og afskrivninger – egen tilvirkning

Den primære drift giver en negativ ROIC, hvilket skyldes en negativ overskudsgrad. AaB formår altså ikke at tjene penge på sin primære drift, når klubben ikke spiller med i et europæisk gruppespil som i 2014 og dele af 2015, hvilket er alarmerende for virksomheden. De er afhængige af andre indtægter såsom transferindtægter og finansielle indtægter for, at virksomheden giver et positivt resultat før skat. AaB bør stile efter som minimum at have et ROIC omkring 0% på deres primære aktiviteter, og bruge de indtægter, som de får via transfers til at investere og konsolidere sig. Dette er også målsætningen i fremtiden.

4.3 Soliditet

	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
<i>Soliditet</i>	74,82	77,26	81,05	80,25	76,70

Figur 10 – Soliditet – egen tilvirkning

Soliditeten i AaB er over perioden forbedret grundet aktieemissionen i 2014, samt fornuftige transferindtægter i årene herefter. Soliditeten i 2013 var -44,7, hvilket siger alt om nødvendigheden af aktieemissionen.

Transferindtægterne de efterfølgende år har medvirket til at konsolidere virksomheden yderligere, og gjort det muligt for dem, at investere i spillertruppen samt øvrige anlægsaktiver. Soliditeten er en fordel for AaB, da det kan give dem øget mulighed for at hente ny fremmedkapital ind i virksomheden, da den fremstår solid og dermed mere sikker. En af fordelene ved AaB's soliditet er, at størstedelen af aktiverne bag er likvider, som der ikke afskrives på. Fordelingen af aktiverne bag samt den nuværende drift i virksomheden kan dog påvirke soliditeten markant i negativ retning i de næste år, hvis ikke der fortsat sælges spillere for at supplere kerneforretningen. Som det kan ses af nedenstående tabel udgør kontraktrettigheder en større og større del af aktivmassen og den samlede egenkapital, hvilket som sådan ikke er et faresignal, hvis der fortsat realiseres salg af aktiverne, som styrker den samlede aktivmasse og dermed soliditet.

Afgangsprojekt

Kontaktrettigheder	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
<i>Kontraktrettighed i % af samlede aktiver</i>	2,2%	2,6%	5,6%	14,6%	15,2%
<i>Kontraktrettighed i % egenkapital</i>	2,9%	3,4%	6,9%	18,2%	19,9%

Figur 11 – Kontraktrettigheder i % af balancesummer – egen tilvirkning

Problemet opstår, hvis der ikke realiseres gevinster på spillersalg. Kontrakterne har en gennemsnitlig løbetid på 24 måneder, hvilket også er afskrivningshorisonten på rettighederne. Soliditeten ser derfor styrket ud i perioden, men bag tallet gemmer der sig en udvikling, som bør belyses, og som investor og ledelse skal forholde sig til. Årsagen til, at udviklingen ikke er ens i forhold til andelen i procent af aktiver og andelen i procent af egenkapitalen er, at en del af betalingerne for kontraktrettighederne står som gældsforpligtelser i regnskabet, da betalinger er koblet op på bonusordninger som fx betalinger efter et antal kampe eller mål for klubben.

Klubbens egenkapitalforrentning er meget svingende grundet de svingende resultater.

Tabellen nedenunder viser udviklingen i perioden.

Egenkapitalens forrentning	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>
<i>ROE</i>	44,6%	0,6%	7,0%	11,4%	-25,4%

Figur 12 – ROE – egen tilvirkning

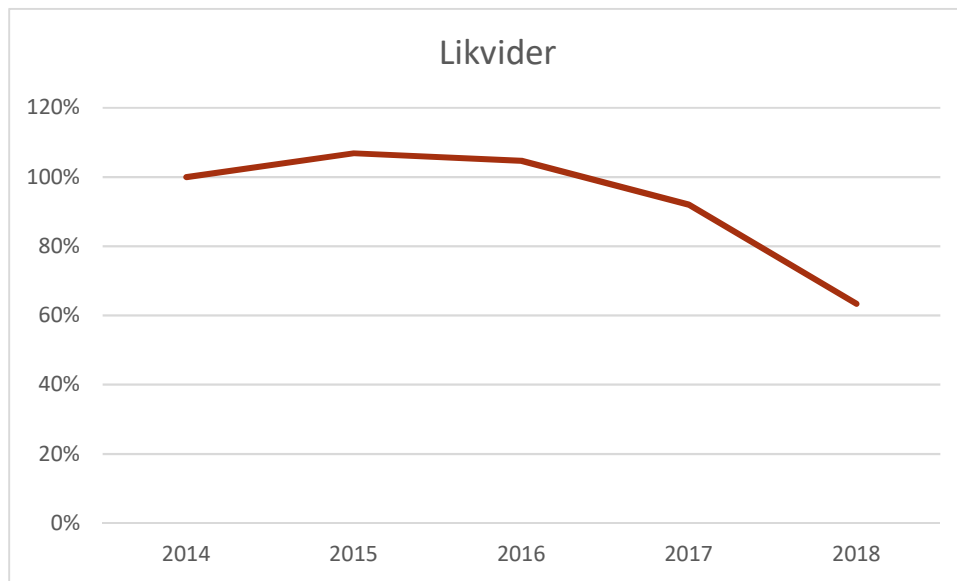
Som det kan ses i ovenstående tabel, var 2014 et virkelig flot år grundet den historiske sportslige succes. Derefter er resultaterne meget svingende og set over hele perioden; ikke acceptable. Især 2018 er direkte dårligt for AaB. 2018 er selvfølgelig et år, hvor der bliver investeret massivt i spillertruppen, hvilket forringer nøgletallet en del.

Alt i alt har AaB dog en god soliditet. De har ingen rentebærende gæld, hvorfor denne heller ikke er nævnt i ovenstående analyse. Netop dette er punkt er afgørende for, at AaB kan drive den virksomhed de gør, da de ikke skal stå til ansvar overfor långivere, men kun aktionærerne som i dette tilfælde kan være mere lempelige i deres kritik, da en del af dem også er fans af klubben.

4.4 Likviditet

AaB har en god likviditet, hvilket også sætter sit præg på fx soliditeten, som er begunstiget af en del likvider og ingen rentebærende gæld. Dette kan også ses på resultatopgørelsen, hvor der i nogle år er positive renteindtægter. Den likvide beholdning har dog været nedadgående de seneste år, som det kan ses af nedenstående graf, hvilket især skyldes investeringer i

anlægsaktiver og kontraktrettigheder. Det skyldes dog også underskudsgivende drift, som understøttes af likviditeten.



Figur 13 – likviditetskurve – egen tilvirkning

Ser man på likviditeten på samme måde, som rapporten tidligere har anskuet kontraktrettighederne, vil der komme nedenstående resultater ud af det.

Udvikling i likviditet	2014	2015	2016	2017	2018
Likvider i % af samlede aktiver	56,9%	62,4%	59,7%	46,3%	38,2%
Likvider i % af egenkapital	76,1%	80,8%	73,6%	57,7%	49,8%

Figur 14 – Beregning af udvikling i likviditet – egen tilvirkning

Denne tabel viser også en stigende investeringslyst hos ledelsen i AaB samtidig med, at resultaterne ikke kan underbygge denne tendens. Dette belaster likviditeten i forhold til den samlede udvikling i aktiver og egenkapital. Denne udvikling ses ikke i AaB's pengestrømsopgørelse, da de ikke betragter aktier og obligationer som likvide midler. Det er de i denne analyse, da der er tale om let omsættelige værdipapirer, som stort set kan realiseres fra dag til dag.

Gæld i forhold til egenkapital er på et stabilt niveau igennem årene, hvilket også understøtter ovenstående eksempler på, at det er den likvide beholdning, som er finansieringskilde hos AaB. Dette kan vise sig at være en fornuftig disponering af ledelsen, hvis ikke virksomheden kan tjene på at arbejde med gæld. Det har det tidligere vist, at de ikke har gjort.

Nedenstående tabel viser den stabile udvikling i forholdet.

	2014	2015	2016	2017	2018
<i>Debt to equity ratio</i>	34%	29%	23%	25%	30%

Figur 15 – Debt to equity ratio – egen tilvirkning

4.4.1 Opsummering – Likviditet

Overordnet set har AaB en rigtig god likviditet, som dog udvikler sig i en nedadgående retning. Ledelsen skal have fokus på at vende denne tendens, da AaB ellers risikere at blive afhængige af fremmedkapital eller salg af aktiver for at finansiere den, på nuværende tidspunkt, underskudsgivende drift. Derudover skal de forsøge at realisere nogle af deres investeringer i kontraktrettigheder med en gevinst. Dette kan understøtte likviditeten eller sørge for, at der kan investeres i nye aktiver.

4.5 Delkonklusion – regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen bør give en del bekymringer hos AaB ledelsen. Nøgletallene vedrørende balancen er gode, men tendensen er negativ grundet øget investeringslyst og dårlige økonomiske resultater. Ledelsen forventer også underskudsgivende drift i de kommende 2 år, hvorfor den gode likviditet ser ud til at svinde ind, hvis ikke den er helt forsvundet efter de næste 2 år. Det er nødvendigt for AaB at lave besparelser, for ikke at blive tvunget til at fremskaffe ny kapital ved salg eller emission.

5. SWOT-analyse

Kritik af modellen

SWOT er en meget anvendt model til at belyse virksomhedens forcer og svagheder. Kritikken af SWOT går på, at modellen er en forenkling af punkterne. Dette er dog nemt at omgå ved at lave uddybende kommentarer i forbindelse med udarbejdelsen af den.

SWOT-analyse	
<i>Styrker</i>	<i>Svagheder</i>
Talentarbejde	Økonomiske resultater
Historisk klub	Ledelse
Likviditet	Stadionoplevelsen
<i>Muligheder</i>	<i>Trusler</i>
Interesse i kvindefodbold	Afhængighed af spillersalg
Få substituerende klubber	Kommunalt samarbejde
Teknologisk udvikling	Frafald af sponsorer

Figur 16 – SWOT-analyse – egen tilvirkning

Styrker

Talentarbejde:

AaB's største styrke er deres talentarbejde, som de har formået at vedligeholde og forbedre igennem en lang årrække. De har udviklet en del landsholdsspillere, og har ligeledes formået at få gennemført nogle gode salg af deres egne talenter. AaB har en lang historie for, at udvikle spillere med potentiale til større ligaer og landsholdet, hvilket blot er blevet forbedret de seneste år. Årsagen til dette er, at AaB har været nødsaget til at kigge på besparelser i spillertruppen, og de har derfor valgt at satse på egne talenter, som typisk er billigere end købte udenlandske spillere. Dette har også medført, at AaB er placeret som nummer 3 i Europa på listen over klubber, som spiller med flest spillere af egen avl²⁶.

Udover den åbenlyse gevinst i lønbesparelserne, er der også den mulighed, at spillerne sælges til udlandet eller en anden dansk klub, hvilket vil give en indtægt for AaB. AaB er dog de seneste år blevet overhalet af andre danske klubber, når det kommer til succesfulde salg af unge spillere til udlandet.

AaB formår dog fortsat at udvikle og integrere unge talenter i deres superligatrup, hvilket er en stor styrke. Deres mangeårige talentchef, Poul Erik Andreassen, stopper dog pr. 1/8-19, hvorfor AaB skal have ansat en ny chef på området. Denne ansættelse vil få stor betydning for AaB i årene fremover.

²⁶ Regnskab 2018

Historisk klub:

En af årsagerne til, at AaB tidligere har formået at sælge spillere til udlandet er, at spillerne og klubben er blevet eksponeret på den internationale scene, hvilket helt naturligt skaber øget interesse om klubben og spillerne. Netop de gode nationale og internationale præstationer igennem historien har været medvirkende til at skabe den klub, som AaB er i dag.

Præstationerne har gjort, at AaB har kunne investere i deres spillertrup, talentarbejde og træningsfaciliteter. Derudover har det også medvirket til at gøre AaB mere attraktiv overfor tilskuere, sponsorer og medierne. AaB er en af traditionsklubberne i dansk fodbold, hvilket giver en øget omtale og et øget fokus fra omverdenen; på både godt og ondt.

Soliditet:

AaB har en god soliditet og likviditet, hvilket giver dem mulighed for at agere i markedet. Soliditeten er vigtig i disse år, hvor AaB præsterer dårlige resultater, og har brug for at lave investeringer for at få vendt tendensen. AaB's ledelse har ansvaret for, at der bliver investeret rigtigt, så den primære drift kan begynde at give overskud eller som minimum ende i kr. 0,00.

Svagheder*Økonomiske resultater:*

AaB's svaghed er deres dårlige økonomiske resultater, hvor kerneforretningen ikke er rentabel. AaB er derfor tvunget til, at realisere spillersalg for at skabe positive årsresultater, hvilket kan være starten til en ond cirkel, hvor også de sportslige resultater kan forværres grundet spillersalgene og den følgende nedgang i sportslige kvaliteter. AaB forventer pt. at sælge minimum 1 spiller om året. Som nævnt under styrker, har ledelsen ansvaret for, at kerneforretningen bliver rentabel.

Ledelse:

Thomas Bælum er kommet til klubben uden at have haft lignende stillinger før, hvilket kan blive opfattet negativt af aktionærerne. Thomas Bælum indgår i direktionen med Allan Gaarde, som heller ikke har lignende erfaringer fra tidligere stillinger. Direktionen fremstår derfor uerfaren, og med en manglende kompetence i forhold til at besidde en ledende stilling i en børsnoteret virksomhed. Direktionen har umiddelbart ingen ansatte at støtte sig opad i forhold til fx økonomi, hvor der kun er ansat en bogholder og ikke en decideret økonomichef. Direktionen og ledelsen som helhed bør betragtes som en svaghed i virksomheden, da de fremstår uerfarne og uden den fornødne kompetence til at varetage en direktionspost i en

børsnoteret virksomhed. Det eneste der taler for direktionen, er deres forståelse af AaB og klubbens DNA, hvilket de har lært igennem deres spillerkarrierer.

Stadionoplevelsen:

AaB har igennem de senere år været meget omkostningsfokuseret grundet ovenstående økonomiske resultater. Dette er gået udover fansene og stadionoplevelsen, hvilket også kan ses på et faldende tilskuergennemsnit. AaB har derfor en del at indhente på dette område. Det har AaB forsøgt at ændre på, ved at ansætte den tidligere AaB spiller, Thomas Bælum, som administrerende direktør i virksomheden. Det bliver hans opgave at rette op på udviklingen og sørge for, at stemningen bliver vendt, og at der igen bliver en opadgående tendens i tilskuergennemsnittet på Aalborg Stadion.

Muligheder

Interesse i kvindefodbold:

Den stigende interesse i kvindefodbold er en mulighed for AaB for at udvide deres forretning. AaB har tidligere forsøgt sig med ishockey og håndbold uden succes, men kvindefodbold bør være have en bedre sammenhørighed med den eksisterende forretning. AaB er allerede begyndt at forbedre deres talentarbejde på kvindesiden, hvilket er en stærk indikation om, at ledelsen ser et potentiale i sporten. Kvindefodbolden kan være med til at tiltrække nye spillere, tilskuere og sponsorer til klubben, hvilket vil gavne hele forretningen.

Få substituerende klubber:

Som tidligere nævnt er der ikke mange klubber og virksomheder, som kan tilbyde det, som AaB kan. AaB kan dermed udnytte sin position til at forbedre forholdet til deres kunder endnu mere, og dermed skabe flere indtægter til virksomheden. Klubben kan bruge sit fokus på at udarbejde nye koncepter og idéer og kun i mindre grad forholde sig til, hvad deres konkurrenter gør. Årsagen til dette er, at AaB befinder sig i en nichebranche, hvor kunderne handler ud fra deres følelser for.

Teknologisk udvikling:

AaB har mulighed for at benytte de mange teknologiske muligheder, som der findes i dagens samfund. AaB kan benytte eksterne leverandører til at få udviklet en app, lave ny digitalmarkedsføring, lave nemmere billetkontrol osv. Alt dette skal udvikles med

længerevarende besparelser som målsætning, og dermed få skabt en mere rentabel virksomhed.

Trusler

Afhængighed af spillersalg:

AaB er afhængige af at sælge 1 spiller pr. sæson for at sikre en overskudsgivende drift jf. regnskabet. Det er en uklar målsætning, da det hverken beskriver minimumspris eller hvordan man som fodboldhold erstatter denne spiller. Afhængigheden af spillersalg er en direkte afhængighed af omverdenen i forhold til at sikre en fornuftig drift af virksomheden. Der kan umiddelbart altid sælges spillere, hvis prisen er rigtig, men der er en overhængende risiko ved at lave beregninger ud fra spillerpræstationer og salg som følge af dette. AaB bør i stedet forsøge at sikre en overskudsgivende drift ekskl. indtægter fra spillersalg. Dermed sikre AaB sig en langtidsholdbar økonomisk strategi.

Kommunalt samarbejde:

Samarbejdet med Aalborg Kommune fungerer godt i dag. Hvis det imod forventning ikke gør det i fremtiden, vil AaB have store problemer i forhold til udvikling og vedligeholdelse af stadion, da kommunen er ejer af dette. Det er en trussel at kommende kommunalbestyrelse vil nedprioritere AaB. Det vil umiddelbart være en upopulær holdning hos tilskuerne, men i disse tider, hvor kommunerne skal finde besparelser, kan kulturområdet blive ramt af dette og dermed også AaB.

Frafald af sponsorer:

Frafald af sponsorer er den største trussel imod AaB. Frafaldet kan ske som ændring i samfundsøkonomien, hvor sponsorerne kan være nødsaget til at skære ned på deres omkostninger til sponsorater og markedsføring. Frafaldet kan også ske som følge af, at der er kommet to nye klubber i Nordjylland, som agter at spille med i Superligaen og toppen af 1. division, hvilket kan få nogle sponsorer til at flytte deres sponsorater klubberne imellem. Det er vigtigt at AaB fortsat præstere gode resultater på banen og tilbyder unikke oplevelser til sponsorerne for at bibeholde dem i AaB.

Delkonklusion – SWOT

SWOT-analysen samler op på alle de nævnte ting, som er beskrevet under den strategiske analyse og under regnskabsanalysen. Overordnet set er AaB et fornuftigt sted som

virksomhed i øjeblikket. Deres likviditet er god og de har et fornuftigt set-up omkring klubben og talentudviklingen. Der er naturligvis ting, som kan og bør forbedres, men klubben skal trods alt ikke ud og finde 11 nye spillere.

AaB's udfordring er den økonomiske fremtidsudsigt, som viser yderligere 2 år med store underskud, hvorefter det forhåbentlig vender. Usikkerheden omkring dette samt det faktum, at klubben har bragt sig i den situation, gør omverdenen utryg omkring AaB. Investorerne ønsker ikke at investere i en virksomhed, hvor fremtidsudsigterne er, som de er i AaB's tilfælde.

6. TOWS

6.1 SO = Angrebsstrategi

AaB skal fortsætte med at udvikle sine egne talenter. De skal udnytte deres position som markedsleder i Nordjylland til at tiltrække de bedste talenter og formå at få dem integreret i klubbens værdier og spillestil. Der er få substituerende klubber, hvilket AaB skal udnytte til at konsolidere sig endnu mere på talentfronten. De har en god historik som fodboldklub og talentudvikler, hvilket de skal udnytte overfor de unge talenter.

Samme elementer skal benyttes i AaB's opbygning af et stærkt kvindefodboldhold. AaB er ikke markedsleder indenfor kvindefodbold, da Fortuna Hjørring i mange år har dyrket kvindefodbold mere end herrefodbold. AaB har dog en velfungerende talentafdeling, som også kan benyttes i forhold til talentudvikling af kvinder.

AaB's solide økonomi skal investeres i de ovennævnte projekter, samt i udnyttelsen af de teknologiske muligheder som der er i omverdenen. AaB kan investere i teknologier som kan udmønte sig i besparelser og dermed bedre økonomiske resultater i kerneforretningen.

6.2 WO = Opbygning

AaB's økonomi er solid, men resultaterne er negative. Dette kan de råde bod på, ved enten at skabe større indtægter eller færre udgifter. I AaB's tilfælde skaber deres mulighed for at tilknytte nye talenter til superligatruppen mulighed for begge dele. De unge spillere er typisk billigere i løn end allerede etablerede spillere, og AaB har derudover mulighed for at videreudvikle på spillerne, så de bliver attraktive for andre klubber at købe. AaB skal derfor udnytte deres manglende konkurrenter til at styrke sin egen position, så de står endnu bedre rustet i fremtiden, når og hvis Vendsyssel FF og Hobro IK bliver mere jævnbyrdige konkurrenter til AaB.

Ledelsen er en svaghed for AaB. Dette underbygges af den nuværende økonomiske situation. Det vil ikke være retfærdigt at dømme administrerende direktør, Thomas Bælum, da han kun har været i klubben i kort tid. Kigger man på den øvrige ledelse samt bestyrelse, er der tegn på, at der bliver handlet mere ud fra kendskab og historik end ud fra reelle kompetencer. Allan Gaarde har ikke en uddannelsesmæssig eller erhvervsmæssig baggrund, som kan retfærdiggøre, at han skal være en del af ledelsen i en børsnoteret virksomhed, hvilket Thomas Bælum heller ikke har. De har dog begge en fodboldviden som kan bruges til at opbygge et nyt kvindehold. Thomas Bælum har derudover tidligere erfaringer med ledelse og udnyttelse af de digitale muligheder, hvilket han kan bruge til at forbedre stadionoplevelsen.

Stadionoplevelsen er blevet forbedret overfor sponsorerne i de seneste år med en forbedret skybox samt "AaB-pubben", hvor der kan blive netværket i pausen og før og efter hver kamp. Der er dog mulighed for at optimere på denne del ved at udnytte de muligheder der er i omverdenen, til at effektuere nogle processer omkring stadion, hvilket kan forbedre og oplevelsen nu og her, men også skabe besparelser og dermed mere likviditet til at forbedre stadionoplevelsen på længere sigt.

6.3 ST = Defensiv

Udviklingen af økonomien er en trussel for AaB i fremtiden. De kan forsøge at bruge deres likviditet til at udvikle sig ud af denne trussel, og skabe en holdbar indtægtskilde. Dette kan være ved køb af nye spillere eller forbedrede faciliteter, hvilket AaB allerede har gjort.

Træningsfaciliteterne er blevet markant forbedret, hvilket skal komme til udtryk i øgede sportslige- og sponsorindtægter samt transferindtægter på længere sigt. Spillerindkøbene har endnu ikke vist sig, at være den investerede sum værd. Det vil være risikabelt at bygge den fremtidige strategi på gode spillerindkøb, da historikken har vist, at det kan være svært at købe de rigtige spillere.

AaB kan bruge sin lange historik som et flagskib i Aalborg i deres forhandlinger med kommunen. AaB har givet mange oplevelser til byens borgere og sørger samtidig for, at der er et elitemiljø for fodboldspillere i Aalborg.

Afhængigheden af transfers kan forsøges at blive effektueret bedst muligt, ved at investere og dygtiggøre talentarbejdet i AaB endnu mere, end det i forvejen er. Klubben kan dermed få skabt salgbare spillere, som kan indfri klubbens målsætning om minimum 1 salg pr. år.

6.4 WT = Opbygning defensiv

AaB skal forsøge at forbedre stadionoplevelsen ved at investere i teknologiske løsninger, som kan forbedre økonomien på længere sigt. Dette kan være med til at gøre truslen om sponsorflugt mindre, samt gøre klubben mindre afhængig af transfers.

Ledelsen har et stort ansvar for at iværksætte disse investeringer. Hvis ledelsen ikke har kompetencen til at gennemføre de nødvendige tiltag, er det vigtigt at bestyrelsen træder til og hjælper ledelsen, alternativt ved at hyre eksterne konsulenter til at effektuere tiltagene.

7. AaB's samfundsmæssige ansvar

AaB har et ansvar overfor deres kunder og aktionærer, da AaB er en professionel drevet virksomhed og ikke en foreningsklub. Det stiller store krav til styring af økonomi og investeringer, men udover dette ansvar skal AaB hele tiden huske sig selv på, at klubben er startet som en amatørklub og opbygget af frivillige aalborgensere. AaB har derfor et ansvar overfor lokalområdet. AaB skal være et fodboldflagskib for de lokale og tilbyde elite fodbold til de dygtigste unge i hele Nordjylland, hvilket de også gør. Grundstenen i AaB er, sammen med alt det førnævnte, at klubben fortsat er opbygget omkring frivillige kræfter. Forældrene til AaB's talenter gør et kæmpe stykke arbejde, som både deres børn og AaB forhåbentligt får gavn af på længere sigt.

AaB's ledelse og aktionærer skal drive en fornuftig virksomhed, som de frivillige kan benytte og have glæde af i mange år fremover. Derfor skal investeringer og øvrige beslutninger ikke kun være til gavn for kunder, sponsorer, medier og aktionærer; det skal også være til gavn for de frivillige.

8. Værdiansættelse

Værdiansættelsen af AaB kan tage udgangspunkt i forskellige modeller, som hver især har forskellige udgangspunkter men samme mål. AaB er et børsnoteret selskab, hvorfor kursen og dermed værdien på AaB svinger fra dag til dag. AaB er noteret på børsen i Danmark i OMXC Small Cap. Når aktier som AaB er registreret på et mindre marked, er de typisk ikke så gennemanalyseret som C25 indekset i Danmark fx er. Dette kan give nogle uretmæssigheder i prissætningen, da hver enkelt investor selv skal lave en mindre analyse af aktien, som ikke bliver offentliggjort.

Værdiansættelsesmodellen, som vil blive brugt i denne rapport, er DCF modellen. DCF står for Discounted Cashflow. Modellen er opbygget omkring det fremtidige cashflow i

virksomheden, som bliver tilbagediskonteret til år 0.

Modellen er naturligvis ikke fejlfri, men den giver et dybere beslutningsgrundlag end ved brug af P/E beregninger og beregninger med EBITDA multipler, som dog også kan være brugbare i forhold til værdiansættelsen af virksomheden.

Fordelene ved DCF-modellen er, som før nævnt, detaljeringsgraden i beregningen og de bagvedliggende nøgletal. Denne gør det muligt at lave bedre konsekvensberegninger på de bagvedliggende nøgletal. Det giver mulighed for at lave forskellige cases på værdiansættelsen. Typisk vil man som investor lave min. tre beregninger i forbindelse med værdiansættelsen; en bearcase, en basecase og en bullcase. De forskellige beregninger er et udtryk for værdien hvis AaB underperformer, performer som forventet eller overperformer. Derudover er det som tidligere nævnt en god model i forhold til at lave konsekvensberegninger ved ændring af diverse bagvedliggende nøgletal, hvilket kan være med til at belyse investors risiko bedre.

Selvom DCF-modellen er god, er der naturligvis også nogle negative punkter ved den. Da der er en del underliggende faktorer, kan disse faktorer også gøre modellen ustabil og fremvise forkerte resultater, hvis de bagvedliggende data ikke er korrekte.

Især virksomheder med et negativt cashflow vil i nogle tilfælde få en uhensigtsmæssig lav vurdering, grundet en negativ terminalværdi. Det gør sig fx gældende ved en del udviklingsvirksomheder, og andre virksomheder i opstartsfasen. Det er derudover vigtigt, at virksomheden har en transparent indtjening og struktur, da det skal være muligt at medregne disse tal og være sikre på, at de er reelle.

Derudover er de fremtidige cashflow altid et skøn fra enten virksomheden selv eller en ekstern analytiker. Det kræver derfor indgående kendskab til virksomheden inden, at man laver selve værdiansættelsen af denne.

DCF-modellen er derfor mest brugbar for virksomheder med et stabilt cashflow og en gennemsigtig indtjening.

8.1 Beregningsforudsætninger for værdiansættelsen af AaB

Forudsætningerne er altafgørende for, at værdiansættelsen bliver rigtigt beregnet. De bagvedliggende tal og deres betydning vil derfor blive gennemgået inden beregningen.

8.1.1 Overskudsgrad

Overskudsgraden (Også kaldet EBIT margin), bruges til at lave et estimat på virksomhedens fremtidige indtjening. Der tages udgangspunkt i den historiske overskudsgrad, som

efterfølgende sammenholdes med AaB's forventninger til fremtiden, for at give det mest realistiske bud på den fremtidige overskudsgrad.

Den historiske overskudsgrad er meget svingende i AaB. Dette skyldes i høj grad afhængigheden af sportslige præstationer samt udviklingen i spillertruppen. I forbindelse med udregningen af overskudsgraden, er transferindtægter og omkostninger flyttet op under omsætningen, for at give et mere retvisende billede af den egentlige omsætning og ændringen af denne. Da AaB's transferindtægter er en nødvendighed for, at klubben kan fungere økonomisk, og da det samtidig er en målsætning for klubben, at sælge 1 spiller pr. sæson, er det valgt at medregne transferposten under omsætning på trods af ulemperne ved dette.

Inkl. transfers i omsætning	2014	2015	2016	2017	2018	Gennemsnit
Overskudsgrad / EBIT%	31,72%	0,73%	7,69%	12,62%	-34,54%	3,65%

Figur 17 – EBIT% inkl. transfers i omsætningen – egen tilvirkning

Den gennemsnitlige historiske overskudsgrad er beregnet til 3,65%.

AaB forventer et underskud på omkring 20 mil. i både 2019 og 2020 inkl. transferindtægter og ekskl. europæisk deltagelse, hvorefter driften forventes at blive gradvist forbedret via besparelser.

Der anvendes på trods af det historiske gennemsnit følgende overskudsgrad i perioden:

2019	2020	2021	2022	2023 og frem
-25,0%	-25,0%	0,0%	2,0%	2,0%

Figur 18 – Overskudsgrad til værdiansættelse – egen tilvirkning

Begrundelsen for de valgte overskudsgrader er, at AaB har påtaget sig økonomiske forpligtelser i år 2019 og 2020, som vil resultere i ovenstående negative overskudsgrad. Derefter bortfalder disse forpligtelser, hvorefter klubben bør kunne indfri deres forventning om et nul resultat. Fra 2022 og frem forventes der en overskudsgrad på 2,0%. Dette begrundes i AaB's målsætning om, at have et positivt resultat før transferindtægter og europæisk

Afgangsprojekt

deltagelse på kr. 0. Det forventes dog fortsat, at AaB vil sælge spillere og på den måde øge resultatet til mere end nul.

8.1.2 Vækst i omsætning

Virksomhedens fremtidige vækst i omsætningen, har stor betydning for DCF beregningen. Til at beregne den historiske ændring i omsætningen benyttes CAGR (Compound Average Growth Rate), som beskriver den gennemsnitlige vækst i omsætningen over perioden.

	2014	2015	2016	2017	2018
Omsætning inkl. transfer	133.281 kr.	79.062 kr.	87.696 kr.	99.871 kr.	64.256 kr.

Figur 19 – Omsætning inkl. transfer – egen tilvirkning

CAGR beregnes ved brug af følgende ligning:

$$CAGR = (64.256 - 133.281)^{\frac{1}{4}} - 1 = -0,1667 = -16,67\%$$

Det historiske CAGR er negativt, hvilket skyldes en ualmindelig høj omsætning i 2014 samt store transferinvesteringer i 2018.

På trods af den ovenstående historiske CAGR værdi, forventes der i de næste år en styrket omsætning som følge af spillersalg samt øget salg af merchandise og salg via salgsboder på stadion. Præmie- og tv-indtægter forventes at være uændret i fremtiden, da AaB's fortsatte målsætning er en top-6-placering og ingen europæisk deltagelse.

Den forventede vækst i omsætningen fastsættes til 2% pr. år grundet AaB's forventninger til fremtiden.

8.1.3 Skattesats

Skattesatsen fastsættes til den nuværende selskabsskattesats på 22%²⁷.

8.1.4 Terminalværdi og terminal vækst

Terminalværdien har en stor betydning i forhold til den endelige værdiansættelse af virksomheden. Det skyldes, at terminalværdien bestemmer AaB's værdi efter endt budgetperiode. Den er baseret på nutidsværdien af AaB's indtjening efter budgetperioden.

Terminalværdien kan fastsættes ud fra flere modeller.

Den første er og mest brugte er Gordons vækstformel, som forudsætter at virksomhedens frie cashflow fortsætter til evig tid.

²⁷ <https://www.skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene>

Den anden er konvergensformlen, som forudsætter at virksomhedens fremtidige vækst ikke er værdiskabende. Denne model er også anvendt en del i praksis, og er en del nemmere at benytte end Gordons formel. Ulempen ved Gordons formel er dog, at man ikke kan se den direkte tilvækst ved fx nye investeringer i perioden. Det gør, at der er stor risiko for, at benytte en for høj terminalværdi og dermed beregne en for høj værdi af virksomheden i sidste ende.

Fastsættelse af terminalværdi:

AaB har en målsætning om, at drive virksomhed med et resultat før transferindtægter på kr. 0,00,-. Terminalværdien og forventningerne til fremtiden er derfor afhængige af transferindtægterne, hvilket er stort set umuligt at forudsige.

I gennemsnit har AaB haft en årlig transferindtægt på kr. 10 mil. om året de seneste 5 år. Trækker man det bedste og det værste år fra, er gennemsnittet dog kr. 6. mil. om året. Der er stor forskel på de enkelte år, som er påvirket af både individuelle præstationer fra spillerne og holdpræstationer, som er med til at fremme interessen for spillerne.

Grundet ovenstående forventninger og usikkerheder fastsættes terminalværdien til den årlige vækst i forbrugerprisindekset. Der gøres opmærksom på, at inflationen er medregnet i nedenstående indeks.

Forbrugerprisindeks	2014	2015	2016	2017	2018
Danmark	1,7	1,6	1,7	1,7	1,8

Figur 20 – Forbrugerprisindeks – EU.dk

Som det kan ses af ovenstående tabel, er den gennemsnitlige årlige stigning i forbrugerprisindekset de seneste 5 år 1,7.

Den samlede terminalværdi fastsættes på baggrund af ovenstående til 1,7%.

8.1.5 Afskrivninger

Afskrivninger fastsættes ud fra de historiske afskrivninger i forhold til omsætningen.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gns.
Afskrivninger i forhold til oms.	2,1%	2,4%	3,6%	3,8%	4,0%	3,2%

Figur 21 – Afskrivninger i forhold til omsætning – egen tilvirkning

Afskrivningerne fastsættes til 2018-niveauet, da der ses en tendens til stigende afskrivninger, sammenholdt med den nuværende aktivmasses sammensætning, hvoraf afskrivningsberettigede aktiver udgør en større andel end tidligere. AaB afskriver sine afskrivningsberettigede aktiver lineært, hvorfor der ikke er udsigt til fald eller stigning grundet afskrivningsmetoden.

Afskrivningsprocenten fastsættes på baggrund af ovenstående til 4,0%.

8.1.6 Investering

AaB har planer om investeringer i stadion og området omkring dette. Investeringerne sker i samarbejde med Aalborg kommune, som ejer stadion. Derudover forventes der kun småinvesteringer.

De historiske tal viser følgende:

	2014	2015	2016	2017	2018	Gns.
Investering i forhold til oms.	0,5%	7,0%	3,5%	9,0%	2,3%	4,5%

Figur 22 – Investeringer i forhold til omsætning – egen tilvirkning

Den gennemsnitlige investering i forhold til omsætningen har de seneste år været 4,5%. Investeringerne er ekskl. investeringer i spillertruppen, som er medregnet under omsætningen.

Sammenholdt med AaB's planer om generelle besparelser samt investeringer i stadion, fastsættes investeringer i forhold til omsætning til det historiske gennemsnit på 4,5%.

8.1.7 Ændring i arbejdskapital

Ændringen i arbejdskapitalen beregnes ud fra den historiske ændring i arbejdskapitalen i forhold til omsætningen. AaB oplyser ikke om arbejdskapitalen i forhold til omsætningen, hvilket kan skyldes, at de er så likvide og solide, at de ikke finder det aktuelt.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gns.
Delta WCR i forhold til omsætning inkl. transferindtægter	80,7%	-7,0%	3,4%	-8,0%	-29,3%	8,4%

Figur 23 – Delta WCR i forhold til omsætning inkl. transferindtægter – egen tilvirkning

Ændringen af arbejdskapitalen fastsættes derfor ud fra de historiske nøgletal. Der er tale om meget svingende observationer, hvorfor der kan stilles spørgsmålstejn til validiteten.

Svingende observationer og præstationer er dog realiteten i fodboldverdenen, hvorfor gennemsnittet for perioden benyttes som ændring i arbejdskapital.

8.1.8 WACC

WACC står for weighted average cost of capital, og beskriver den gennemsnitlige kapitalomkostning ved egenkapital og fremmedkapital.

WACC beregnes ved følgende formel:

$$r_{WACC} = \frac{E}{E+D} r_E + \frac{D}{E+D} r_D (1-T)$$

Betydning af forkortelser:

E = Virksomhedens egenkapital

D = Virksomhedens fremmedkapital

rE = Afkastkrav til virksomhedens egenkapital

rD = Afkastkrav til virksomhedens fremmedkapital (Typisk lånerente)

T = Virksomhedens skatteprocent

Ovenstående nøgletal beregnes ligeledes ud fra nedenstående nøgletal, som alle har en stor betydning for beregningen af WACC. Disse benævnes herunder i overskrifter og vil efterfølgende blive beskrevet og beregnet med en højere detaljeringsgrad.

Risikofri rente:

Den risikofri rente er som navnet siger, renten investor kan forvente ved at investere i et risikofrit papir som fx en dansk statsobligation. Teorien er egentlig baseret på en investering i en nulkuponrente, hvor der ikke bliver udbetalt en løbende rente, men hvor obligationen i stedet kan købes til en lavere kurs. Disse obligationer har som regel samme udsving som en aktie grundet varigheden på obligationen, men den har ikke samme risiko som fx investeringer i en aktie. Typisk ville man lave beregningen ud fra en obligation med samme løbetid som det beregnede cashflow, for at give det mest retvisende billede.

I denne rapport bliver den 10-årig danske statsobligation benyttet som den risikofri rente.

Rentesatser, ultimo (pct p.a.) efter type og tid				
	2018M03	2018M06	2018M09	2018M12
10-årig statsobligation	0,53%	0,32%	0,39%	0,21%

Figur 24 – Rente vedrørende 10 årig statsobligation – DST.dk

Årsagen til dette valg er, at det typisk er denne rente som anvendes i praksis. Dette skyldes, at det typiske cashflow beregnes over en 10-årig periode, hvorfor den 10 årige statsobligation passer godt til formålet. I denne beregning bør renten pr. 12 måned 2018 benyttes, da AaB har regnskabsafslutning i denne måned.

Den risikofri rente er pt. rekordlav. Det forventes, at renten stiger indenfor den næste årrække, da renten i øjeblikket bliver holdt kunstigt nede af opkøbsprogrammer fra den europæiske centralbank. Det vil derfor give et mere retvisende billede af AaB som investeringscase, hvis den risikofri rente blev beregnet med et tillæg, så den bliver 1,5% i stedet for 0,21%.

Værdiansættelsen vil derfor blive foretaget ud fra en risikofri rente på 1,5%.

Kapitalstruktur:

Kapitalstrukturen der benyttes i forbindelse med beregning af afkastkravet af virksomhedens egenkapital. Det negative ved indregningen af denne er, at den i realiteten er variabel over tid, men i forhold til beregningen af WACC tages der udgangspunkt i, at den er konstant over hele perioden.

Det er derfor ikke nok, at tage udgangspunkt i fordelingsnøglen ultimo 2018, da historikken, tendenserne og forudsigelserne skal danne grundlag for bestemmelsen af kapitalstrukturen til beregning af WACC.

Udvikling af fremmedkapital kontra egenkapital					
	2014	2015	2016	2017	2018
Egenkapital	74,8%	77,3%	81,1%	80,2%	76,7%
Langfristet gæld	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kortfristet gæld – rentebærende	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kortfristet gæld - ikke rentebærende	23,3%	22,7%	18,9%	19,8%	23,3%
Operationelle leasingforpligtelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
I alt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Figur 25 – Fremmedkapital i forhold til egenkapital model 1 – egen tilvirkning

Den historiske udvikling i de seneste 5 år kan ses i ovenstående tabel. Udviklingen er gået imod en større andel af egenfinansiering grundet gode resultater, men som det kan også ses, er tendensen de seneste år en større andel af fremmedkapital. I AaB's tilfælde er det særligt vigtigt at se på fordelingen i mellem rentebærende og ikke rentebærende kortfristede gældsforpligtelser. Der er ingen rentebærende gæld, hvilket gør tendensen omkring den øgede fremmedkapital mindre væsentlig i forhold til øgede kapitalomkostninger.

Det sidste punkt inden den endelige fastsættelse af den fremtidige kapitalstruktur er de fremtidige forventninger.

Udvikling af fremmedkapital kontra egenkapital						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 - forventet
Egenkapital	74,8%	77,3%	81,1%	80,2%	76,7%	54,8%
Langfristet gæld	1,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kortfristet gæld - rentebærende	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kortfristet gæld - ikke rentebærende	23,3%	22,7%	18,9%	19,8%	23,3%	16,6%
Operationelle leasingforpligtelser	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	28,6%
I alt	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Figur 26 – Fremmedkapital i forhold til egenkapital model 2 – egen tilvirkning

Som det kan ses af ovenstående tabel, sker der i 2019 en indregning af operationelle leasingforpligtelser i balancen. Dette skyldes nye regnskabsregler jf. IFRS 16 Leases, hvor leasede aktiver er dertilhørende forpligtelser skal indregnes i balancen senest 1. januar 2019.

AaB forventer derfor, at den samlede balancesum vil stige med 40% jf. regnskabet 2018, hvilket afspejler sig i kapitalstrukturen og fordelingen af egenkapital og fremmed kapital.

Den forventede fordeling i 2019 skal dog ses i lyset af, at ovenstående tal er baseret på en fuldstændig uændret balancemasse i forhold til 2018, hvilket ikke er realistisk. Slet ikke set i forhold til ledelsens forventninger til regnskabsresultatet i 2019.

Det er dog en udmærket indikation af den fremtidige kapitalstruktur.

Ud fra ovenstående oplysninger om historik, tendenser og forventninger, vil beregningen af WACC tage udgangspunkt i den forventede fordeling i 2019; altså 54,8% egenkapital og 45,2% fremmedkapital.

Dette skyldes de nye regnskabsregler, som ændrer regnskabspraksis og dermed grundlaget. Derudover forventer AaB et underskud i 2019, hvilket også formodes at forringe andelen af egenfinansiering. 2019 forventningerne kan derfor danne et realistisk billede af kapitalstrukturen i fremtiden.

AaB forventes ikke at optage rentebærende gæld. Dette er årsagen til, at egenkapitalen ikke formodes at ændres væsentligt i negativ retning i ovenstående beregning.

Beta:

Beta indgår ligesom kapitalstrukturen i udregningen af afkastkravet til egenkapitalen. Beta belyser risikoen ved at investere i AaB i forhold til markedsporteføljen.

Værdien af beta betyder følgende:

Beta = 0	Risikofri investering
$0 < \text{beta} < 1$	Mindre risiko end markedsportefølje
Beta = 1	Samme risiko som markedsportefølje
Beta > 1	Højere risiko end markedsportefølje

Figur 27 – Betydning af beta – egen tilvirkning

Betaværdien kan bestemmes på forskellige måder. En del aktieanalytikere har beregnet en betaværdi, som kan benyttes i beregningen, men da AaB er en mindre aktie, betyder det også, at den ikke er så gennemanalyseret som større og mere omtalte aktier. Betaværdien er den

valgte aktie, i dette tilfælde AaB, holdt op imod et sammenligningsindeks, som vurderes egnet. På den måde kan betatallet fortælle, om den enkelte aktie har større eller mindre udsving end sammenligningsindekset, og dermed om den er mere eller mindre risikobetonet end dette.

Da sammenligningsindekset kan være forskelligt fra analyse til analyse, er der derfor også forskel på de forskellige betaværdier.

Beta er i denne rapport udregnet på baggrund af daglige observationer 5 år tilbage, så den dækker hele den tidligere analyserede regnskabsperiode. Der er derfor tale om mange observationer, hvilket gør beregningen relativ sikker. Sammenligningsindekset er OMXC Small Cap²⁸ fondskode SE0001776691. Indekset er valgt, da det har samtlige andre danske børsnoterede fodboldklubber i indekset, hvorfor det er det bedst sammenlignelige indeks. Opmærksomheden skal dog også henledes på, at AaB selv er registreret på indekset, hvorfor AaB's udvikling også påvirker indekset.

<i>Beta</i>	5 år	4 år	3 år	2 år	1 år	Gns.
AaB	1,13	0,74	0,69	0,65	0,93	0,83
AGF	0,75	0,69	0,46	0,73	0,73	0,67
BIF	0,70	0,73	1,02	1,57	2,43	1,29
Gns.	0,86	0,72	0,72	0,98	1,36	0,93

Figur 28 – Beregning af gennemsnitligt beta – egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser beta beregnet over forskellige årrækker, samt en gennemsnitsbetragtning af både klubberne og perioden. Denne rapport tager udgangspunkt i gennemsnittet for klubben, da det bør give det mest retvisende billede.

Det er interessant at se udviklingen i beta, som er meget forskellig fra klub til klub med Brøndby som den aktie med højest beta og dermed højeste risiko.

Beta på 0,83 stemmer ikke overens med den generelle tendens i underholdningsbranchen, som generelt er mere risikobetonet end det generelle marked. Årsagen til dette er, at kunderne ofte bruger deres sidst tjente krone på underholdning, hvorimod den først tjente krone bliver brugt til at dække de basale behov som bolig og mad. AaB's kundemasse er derfor mere konjunkturfølsomme end andre branchers, hvilket også burde være synligt i beta. Årsagen til at AaB har en mindre risiko end sammenligningsporteføljen kan være, at kunderne er relativt

²⁸ <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omxc-small-cap>

loyale i forhold til den generelle underholdningskunde i fx Zoo eller biografen. Fodbold er vigtigt for rigtig mange af fansene, hvorfor det højest sandsynligt vil være noget af det sidste indenfor underholdningsbranchen, som bliver sorteret fra ved nedgang i indkomst.

Beta i denne rapport opgøres til 0,83 svarende til gennemsnittet for klubben.

Gældsrente:

Lånerenten sættes i AaB's tilfælde til 0,0%, da de ikke har rentebærende gæld.

Hvis AaB havde rentebærende gæld, skulle udgangspunktet være rentesatsen på denne overfor kreditinstituttet. Da de færreste virksomheder oplyser deres finansielle vilkår og aftaler i deres regnskab, ville denne mulighed ikke være realistisk. Det næstbedste alternativ vil være at benytte nedenstående udregning:

$(\text{Renteudgifter til kreditinstitut} / \text{rentebærende gæld}) * 100 = \text{gældsrenten}$

Den evt. aftalte gældrente med kreditinstituttet vil være prissat med udgangspunkt i en referencerente + risikotillæg. Referencerenten vil typisk være en kort rente (CIBOR3 eller CIBOR6).

AaB har lavet et udlån til amatørafdelingen i AaB i forbindelse med opførelsen af Børge Bach Huset, hvor superligatruppen har hovedkontor på AaB's træningsanlæg. Dette udlån bliver forrentet med 4,0%, hvilket umiddelbart også vil være en realistisk rente såfremt AaB selv, havde rentebærende gæld.

På trods af, at AaB pt. ikke har rentebærende gæld, medregnes der alligevel en rente på 1,5% som gældsrente for fremmedkapital, da der fra 2019 indregnes leasingforpligtelser og dertilhørende renteforpligtelser på samme vis som gæld i årsregnskabet. Rentesatsen er fastsat til 1,5% og ikke højere, da leasingforpligtelser som regel har en rente på 2-3%. Der gives en reduktion i dette, da der er 16,6% af fremmedkapitalen, som ikke er rentebærende, hvorfor den endelige sats bliver 1,5%.

Risikopræmie:

Risikopræmien er kort beskrevet det merafkast, som en investor måtte forvente at modtage ved at investere i aktier i forhold til at investere i risikofrie papirer. Risikopræmien er altså en mulig gevinst for investor, som skal afspejle den tilsvarende ekstra risiko, som denne løber ved at investere i aktier.

Risikopræmien kan beregnes ud fra tre hovedfilosofier; historisk, fremadskuende eller ved rundspørge.

Den historiske risikopræmie kan beregnes ved at sammenligne afkastet vedrørende den risikofri rente med afkastet på det sammenlignelige aktieindeks, som i dette tilfælde var OMXC Small Cap. Den risikofri rente er som tidligere nævnt renten på den 10 årig danske statsobligation. Risikopræmien er beregnet i nedenstående skema pr. år, samt med en gennemsnitlig risikopræmie.

Risikopræmie	2014	2015	2016	2017	2018	Gns.
Portefølje	2,90%	27,82%	12,45%	12,67%	-8,50%	9,47%
Risikofri rente	1,19%	0,51%	0,27%	0,26%	0,42%	0,53%
Risikopræmie	1,72%	27,31%	12,18%	12,40%	-8,92%	8,94%

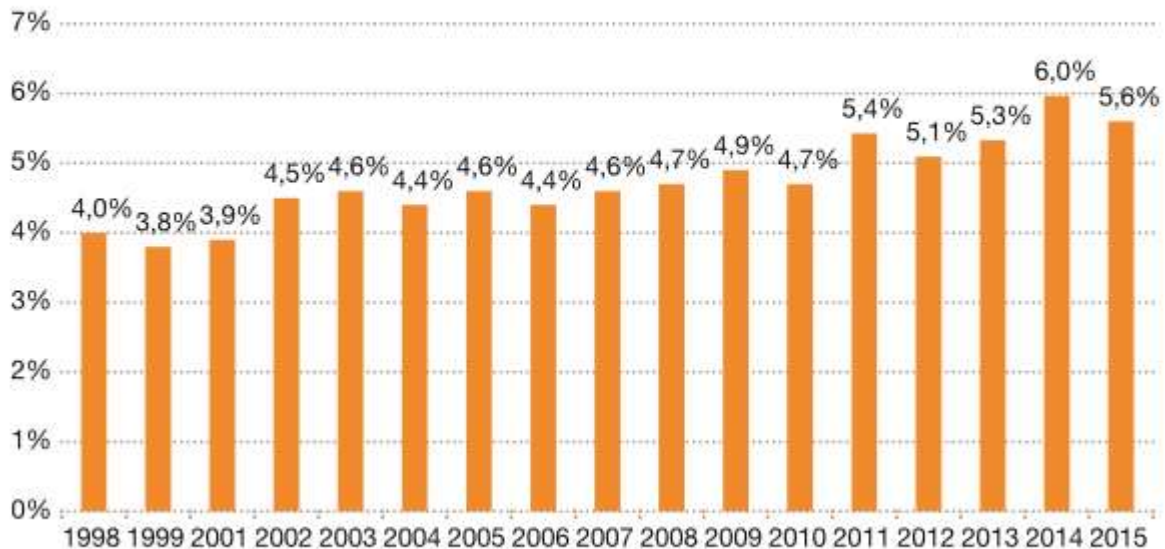
Figur 29 – beregning af risikopræmie – egen tilvirkning

Som det kan ses i ovenstående tabel er den gennemsnitlige risikopræmie 8,94% ud fra den historiske tilgang til fastsættelse af denne. Det negative ved denne tilgang er, at det som navnet siger er en historisk tilgang. Det gør også, at den ikke tager højde for udfordringer og muligheder i fremtiden, men blot forventer at historien gentager sig. Derudover den er ligesom andre modeller afhængig af, hvilken periode beregningen bliver lavet over.

Den fremadskuende tilgang tager udgangspunkt i teoretiske modeller, som alle bygger på nogle antagelser og formodninger på fremtidig vækst og udvikling af aktien. Der kan benyttes forskellige DDM modeller til denne tilgang, hvilket også gør den endelige risikopræmie afhængig af de valgte inputs til disse.

Den sidste tilgang at lave en rundspørge ved investorerne i markedet. Dette har PWC gjort, hvilket har givet nedenstående resultat.

Udviklingen i den gennemsnitlige MRP blandt danske markedsdeltagere



Kilde: PwC-undersøgelse

Figur 30 – Udvikling i gennemsnitlig MRP – PWC.dk

Som det tydeligt kan ses af rundspørgen, er udviklingen af risikopræmien stigende.

Ovenstående er desværre seneste rundspørge, som er tilgængelig, hvorfor årene fra 2016 og frem må blive anslået. Et forsigtigt bud vil være en forventet risikopræmie på 6,0% - 6,5% ud fra ovenstående og med den historiske udvikling medregnet. En rundspørge giver et godt billede, men kan ikke stå alene i forhold til bestemmelsen af risikopræmien. Årsagen til dette er, at der er tale om en meget subjektiv tilgang til fastsættelsen af risikopræmien, hvorfor den bør sammensættes med en af de tidligere tilgange, for at tilføre den endelige fastsættelse objektivitet.

Risikopræmien vedrørende AaB fastsættes i denne rapport til 7,60%, svarende til gennemsnittet af den historiske risikopræmie på 8,94% og det forventede resultat ved en rundspørge på 6,25%.

Begrundelse for dette er, at AaB er klassificeret som en aktie med mindre risiko end markedet jf. betaudregningerne, hvorfor det derfor også bør forventes, at kravet til risikopræmien vil være lavere ved en investering i AaB end i markedet generelt.

Selskabsskattesats:

Selskabsskatten fastsættes til den nuværende sats på 22%. Der kan være forhold, som taler for at indregne en højere selskabsskat grundet manglende fradrag for nogle af virksomhedens

udgifter. Dette vil i så fald forhøje den effektive skatteprocent. Da det kræver interne skatteregnskaber at afklare denne situation fuldt ud, benyttes den gældende skattesats på 22% i beregningerne.

Ejernes afkastkrav:

Ejernes afkastkrav fastsættes ud fra Capital Asset Pricing-Modellen (CAPM), da denne er en af det mest anvendte modeller til formålet i branchen²⁹. Afkastkravet beregnes ud fra nedenstående formel:

$$\text{Ejernes afkastkrav} = \text{Risikofri rente} + (\text{Risikopræmie} * \text{Egenkapital beta})$$

Beregning af WACC og CAPM:

Opsummering af fastsatte værdier til beregning:

Risikofri rente	1,50%
Egenkapital	54,80%
Fremmedkapital	45,20%
Beta	0,83
Lånerente	1,50%
Risikopræmie	7,60%
Selskabsskat	22,00%

Figur 31 – opsummering af værdier til beregning af WACC – egen tilvirkning

Resultat af beregninger:

CAPM	7,81%
WACC	4,81%

Figur 32 – Resultat af WACC beregninger – egen tilvirkning

Beregningerne viser tydeligt, at AaB har en lav WACC. Dette skyldes flere faktorer. De har en meget lille andel rentebærende gæld, og den de har, forrentes med en lav rente.

²⁹ PWC – februar 2016 - www.pwc.dk/vaerdiansaettelse

Følsomhedsanalyse vedrørende WACC:

WACC er nu beregnet, og samtlige nøgletal til opstilling af en DCF-analyse er nu udregnet. Inden selve DCF-analysen bliver opstillet og kommenteret, bliver der foretaget følsomhedsberegninger på WACC. WACC er det vigtigste nøgletal i analysen, hvorfor afvigelser på dette vil have store konsekvenser for den endelige værdiansættelse. Det er derfor en god øvelse, at lave følsomhedsberegninger på denne, for at teste hvor voldsomt tallet bliver påvirket ved ændringer i de fremsatte forudsætninger.

Følsomhed – Beta og
risikopræmie

Risikopræmie	Beta					
		0,60	0,70	0,80	0,90	1,00
	5,50%	3,16%	3,46%	3,76%	4,06%	4,36%
	6,00%	3,32%	3,65%	3,98%	4,31%	4,64%
	6,50%	3,49%	3,84%	4,20%	4,56%	4,91%
	7,00%	3,65%	4,04%	4,42%	4,80%	5,19%
	7,50%	3,82%	4,23%	4,64%	5,05%	5,46%
	8,00%	3,98%	4,42%	4,86%	5,30%	5,73%

Figur 33 – Følsomhedsberegning af WACC 1 – egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser WACC ved ændring af beta og risikopræmien. Det er interessant at se, at WACC stiger med ca. 0,16% point hver gang risikopræmien stiger med 0,50% point. Ændringen er markant større såfremt, at beta ændres. Hvis beta ændres til 1,0 (samme beta som markedet) med uændret risikopræmie vil WACC være 5,52%, hvilket er en markant stigning. Dette er især interessant i AaB's tilfælde, da det gennemsnitlige beta for de 3 virksomheder er højere end AaB's. Der kan derfor være mulighed for, at beta i AaB vil stige til markedsniveau, hvilket i så fald vil påvirke WACC.

Det kan dermed konkluderes ud fra ovenstående tabel, at jo højere beta og risikopræmie des højere WACC.

Følsomhed - Beta og risikofri
rente

<i>Risikofri rente</i>	Beta						
		0,60	0,70	0,80	0,90	1,00	1,10
	0,50%	3,30%	3,72%	4,13%	4,55%	4,97%	5,38%
	1,00%	3,58%	3,99%	4,41%	4,83%	5,24%	5,66%
	1,50%	3,85%	4,27%	4,68%	5,10%	5,52%	5,93%
	2,00%	4,12%	4,54%	4,96%	5,37%	5,79%	6,21%
	2,50%	4,40%	4,81%	5,23%	5,65%	6,06%	6,48%
	3,00%	4,67%	5,09%	5,50%	5,92%	6,34%	6,75%

Figur 34 – Følsomhedsberegning af WACC 2 – egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser WACC ved ændring af beta og den risikofri rente. Beta vil ikke blive kommenteret igen. Den risikofri rente har større betydning end risikopræmien i forhold til ændring af WACC. Det kan derfor konkluderes ud fra ovenstående, at jo højere risikofri rente des højere WACC.

Følsomhed - Risikopræmie og risikofri
rente

<i>Risikofri rente</i>	Risikopræmie						
		5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
	0,50%	3,30%	3,53%	3,76%	3,99%	4,21%	4,44%
	1,00%	3,58%	3,81%	4,03%	4,26%	4,49%	4,72%
	1,50%	3,85%	4,08%	4,31%	4,53%	4,76%	4,99%
	2,00%	4,13%	4,35%	4,58%	4,81%	5,04%	5,26%
	2,50%	4,40%	4,63%	4,86%	5,08%	5,31%	5,54%
	3,00%	4,67%	4,90%	5,13%	5,36%	5,58%	5,81%

Figur 35 – Følsomhedsberegning af WACC 3 – egen tilvirkning

Ovenstående tabel viser den risikofri rente samt risikopræmiens indbyrdes forhold overfor WACC. Det er interessant at se, at en stigning på 0,5% point påvirker WACC med ca. 0,25% point uagtet, om det er den risikofri rente eller risikopræmien, som ændrer sig.

Konklusionen på følsomhedsanalysen af WACC er, at der kun skal små ændringer til, før WACC ændrer sig markant. Dette understreger skrøbeligheden ved DCF-analysen og de

bagvedliggende faktorer, som underbygger den endelige værdiansættelse. Det forklarer også, hvorfor der kan være stor forskel på værdiansættelser fra forskellige analytikere og økonomer.

8.1.9 Budgetperiode

Inden beregning af AaB's værdi, skal der fastlægges en budgetperiode til beregning af det fremtidige cashflow. DCF-modellen arbejder ud fra en teori om, at cashflow er uendeligt. Det er dog ikke muligt at beregne et uendeligt cashflow i den virkelige verden. Og hvis det var, ville usikkerheden være enorm. Budgetperioden fastsættes derfor til 5 år i denne rapport.

Årsagen til den 5-årig periode er, at der med rimelig sikkerhed kan forudsiges et fremtidigt cashflow over perioden. En gammel tommelfingerregel fra branchen er, at budgetperioden skal løbe indtil det tidspunkt, hvor analytikeren ikke kan fastsætte andet end en fast vækstrate for den resterende periode.

8.2 DCF-analyse

DCF-analysen vil tage udgangspunkt i tre cases. Den første er basecasen, hvor alle tidligere beregnede og beskrevne nøgletal og forudsætninger vil blive involveret. Denne case skal danne grundlag for at udarbejde yderligere to cases.

Den ene er en bull-case, hvor de tidligere faktorer og scenarier vil blive indarbejdet i en værdiansættelse, som skal skildre investeringscasen AaB ud fra en mere positiv synsvinkel end basecasen.

Den anden er en bear-case, som vil have en mere negativ tilgang til AaB som investeringscase.

Formålet med at lave tre cases er, at opstille mulige scenarier ved en investering i AaB.

Investorer ser forskelligt på diverse cases; herunder også AaB. Derfor er det vigtigt at belyse, hvorfor en analytiker/investor muligvis ser AaB som en dårlig investering, når en anden ser det som en god.

8.2.1 Base case

Base-casen tager som tidligere nævnt udgangspunkt i de argumenter, som er nævnt i tidligere afsnit af rapporten. Base-casen er udgangspunktet for andre fremtidige cases, hvor der vil ske tilretninger alt efter, hvilket scenarie der arbejdes med.

Forudsætninger	
WACC	4,81%
Skatteprocent	22,00%
Terminalvækst	1,70%
Afskrivningsandel i % af oms.	4,00%
Investeringer i % af oms.	4,50%
Arbejdskapital i % af oms.	8,40%

Figur 36 – forudsætninger base-case – egen tilvirkning

Ovenstående forudsætninger er en opsummering af de tidligere afsnit, hvor der er blevet redegjort for valgene af disse.

Årstal	2018	2019	2020	2021	2022	2023
År	0	1	2	3	4	5
Vækst i omsætning		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT i % af omsætning		-25,0%	-25,0%	0,0%	2,0%	2,0%
Omsætning	92.833	94.690	96.583	98.515	100.485	102.495
EBIT		-23.672	-24.146	0	2.010	2.050
Skat		-5.208	-5.312	0	442	451
Resultat		-18.464	-18.834	0	1.568	1.599
Afskrivninger		3.788	3.863	3.941	4.019	4.100
Investeringer		-4.261	-4.346	-4.433	4.522	-4.612
Ændringer i arbejdskapital		-156	159	-162	166	-169
Likviditetsvirkning		-629	642	-655	668	-681
FCF		-19.094	-19.476	-655	900	918
DCF		-18.218	17.729	-569	746	726
Terminal		-595.734	-579.762	-18.599	24.379	23.726
EPV		-613.951	615.709	-55.114	11.391	11.319
NPV af forecast periode		kr. -17.382	kr. -33.521	kr. -34.015	kr. -33.397	kr. -32.823
NPV af terminalværdi		kr. -568.394	kr. -553.155	kr. -17.745	kr. 23.260	kr. 22.637
Samlet EV		kr. -585.776	kr. -586.676	kr. -51.760	kr. -10.137	kr. -10.187
+ Likvider		kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643
- rentebærende gæld		kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0
Værdi jf. DCF		kr. -541.133	kr. -542.033	kr. -7.117	kr. 34.506	kr. 34.456

Figur 37 – Beregning af base-case – egen tilvirkning – alle tal er i kr. 1.000

Værdien i år 5 er tkr. 34.456,- inkl. likvide midler i selskabet.

Inkl. likvider	
Antal aktier	334.334
Egne aktier	2.685
Antal aktier i omløb	331.649
Pris pr. aktie	kr. 103,89

Figur 38 – resultat af base-case – egen tilvirkning

Den beregnede pris pr. aktie i omløb ved en budgetperiode på 5 år er kr. 103,89. AaB aktiens ultimo kurs i 2018 var 117,0, hvorfor det kan konkluderes, at aktien handles til overkurs. Årsagen til dette kan være, at der er medregnet nyt info i DCF-modellen, som ikke var tilgængeligt ultimo 2018. Det spiller naturligvis også ind, at analytikerne er meget forbeholdne overfor fodboldaktier grundet usikkerheden omkring indtægter.

Værdiansættelsen bærer præg af AaB's forventninger til den nærmeste fremtid. De forventer store underskud, hvilket påvirker værdiansættelsen negativt. Det er vigtigt for AaB, at de fastholder deres ambition om at have en overskudsgivende drift før transfers, da værdien på klubben ellers risikere at blive kr. 0 eller negativ (=konkurs).

Det mest interessante er, at værdien jf. DCF-modellen er under værdien af likvider i selskabet, hvilket vidner om negative forventninger til den fremtidige indtjening.

8.2.2 Bear-case

Bear-casen skal give et mere konservativt indtryk af AaB aktien. I denne case ønskes det, at være kritiske overfor AaB's vækststrategi, hvor de ønsker at hæve omsætningen og lave besparelser. Det virker som to modstridende strategier, hvorfor denne case regner med en lavere vækst i salg samt en lavere terminalværdi som følge heraf grundet svækkede fremtidsudsigter.

Forudsætninger	
WACC	4,81%
Skatteprocent	22,00%
Terminalvækst	0,70%
Afskrivningsandel i % af oms.	4,00%
Investeringer i % af oms.	4,50%
Arbejdskapital i % af oms.	8,40%

Figur 40 – Forudsætninger til Bear-case – egen tilvirkning

I ovenstående forudsætninger er terminalvæksten rettet ned med 1 procentpoint fra 1,70% til 0,70%. Dette skyldes svækkede fremtidsudsigter for AaB som følge af ikke indfriele omsætningsmål.

Afgangsprojekt

Årstal	2018	2019	2020	2021	2022	2023
År	0	1	2	3	4	5
Vækst i omsætning		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT i % af omsætning		-25,0%	-25,0%	0,0%	2,0%	2,0%

Figur 41 – Ændringer fra base-case til bear-case – egen tilvirkning

I ovenstående forudsætninger er den forventede vækst i omsætningen rettet fra 2,0% til 1,0%.

Det kan ikke lade sig gøre at opnå den forventede vækst sammenholdt med besparelserne.

EBIT er uændret over perioden grundet opnåede besparelser.

NPV af forecast periode		kr. -17.142	kr. -32.902	kr. -33.323	kr. -32.675	kr. -32.079
NPV af terminalværdi		kr. -419.989	kr. -404.722	kr. -11.325	kr. 18.280	kr. 17.616
Samlet EV		kr. -437.131	kr. -437.624	kr. -44.648	kr. -14.394	kr. -14.463
+ Likvider		kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643
- rentebærende gæld		kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0
Værdi jf. DCF		kr. -392.488	kr. -392.981	kr. -5	kr. 30.249	kr. 30.180

Figur 42 – beregninger af bear-case – egen tilvirkning – alle tal er i kr. 1.000

Inkl. likvider	
Antal aktier	334.334
Egne aktier	2.685
Antal aktier i omløb	331.649
Pris pr. aktie	kr. 91,00

Figur 43 – Pris pr. aktie – bear-case – egen tilvirkning

Som det kan ses af ovenstående beregninger falder værdien grundet små ændringer, som kan blive en realitet.

8.2.3 Bull-case

Bull-casen skal være den optimistiske case af AaB. Denne case tager udgangspunkt i, at investeringer i % af omsætningen nedsættes med 0,5% point til i alt 4,0%. Derudover er grundforudsætningerne uændrede i forhold til base-casen. Nedgangen skyldes, at virksomheden gennemfører besparelser, og dermed ikke ønsker at lave så store investeringer som tidligere.

Forudsætninger	
WACC	4,81%
Skatteprocent	22,00%
Terminalvækst	1,70%
Afskrivningsandel i % af oms.	4,00%
Investeringer i % af oms.	4,00%
Arbejdskapital i % af oms.	8,40%

Figur 44 – Forudsætninger for Bull-case – egen tilvirkning

I nedenstående skema sker rettelsen i EBIT % af omsætningen, som forventes at blive 2% i år 2021, altså et år tidligere end forventet. De øvrige forudsætninger er uændrede i forhold til base-casen. Rettelsen sker, da det bør være muligt at få gennemført de nødvendige besparelser indenfor 24 måneder, da dette er den gennemsnitlige løbetid på spillerkontrakterne.

Årstal	2018	2019	2020	2021	2022	2023
År	0	1	2	3	4	5
Vækst i omsætning		2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBIT i % af omsætning		-25,0%	-25,0%	2,0%	2,0%	2,0%

Figur 45 – ændringer fra base-case til bull-case – egen tilvirkning

Ovenstående ændringer giver følgende værdi af virksomheden.

NPV af forecast periode		kr. -16.951	kr. -32.690	kr. -31.653	kr. -30.690	kr. -29.796
NPV af terminalværdi		kr. -554.300	kr. -539.439	kr. 37.249	kr. 36.251	kr. 35.279
Samlet EV		kr. -571.251	kr. -572.129	kr. 5.597	kr. 5.561	kr. 5.483
+ Likvider		kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643	kr. 44.643
- rentebærende gæld		kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0	kr. 0
Værdi jf. DCF		kr. -526.608	kr. -527.486	kr. 50.240	kr. 50.204	kr. 50.126

Figur 46 – Beregninger af bull-case – egen tilvirkning

Inkl. likvider	
Antal aktier	334.334
Egne aktier	2.685
Antal aktier i omløb	331.649
Pris pr. aktie	kr. 151,14

Figur 47 – Pris pr. aktie – bull-case – egen tilvirkning

Aktien stiger markant som følge af besparelserne. Den største årsag til det er ændringen i investeringerne, som forbedrer likviditeten med ca. kr. 500.000, - pr. år.

8.2.4 Delkonklusion DCF

Sammenligning	Kurs	Upside i forhold til lukkekurs
Lukkekurs ultimo 2018	kr. 117,00	kr. -
Base-case	kr. 103,89	kr. -13,11
Bear-case	kr. 91,00	kr. -26,00
Bull-case	kr. 151,14	kr. 34,14

Figur 48 – Sammenligning af cases – egen tilvirkning

Ovenstående tabel opsummerer, hvad rapporten viser omkring prissætningen af AaB aktien. Den bliver handlet på børsen med rabat uanset hvilken case, man forholder sig til. Som tidligere nævnt kan der være mange grunde til dette fx at der er indarbejdet materiale i DCF-modellen, som ikke var tilgængeligt for investorerne pr. ultimo 2018.

8.5 Opsummering på værdiansættelse af AaB

AaB er som virksomhed relativt ukendt blandt analytikerne. Der findes ikke gennemarbejdede analyser fra investeringsvirksomheder, hvorfor sammenligningsgrundlaget i forhold til den beregnede værdi af AaB er smalt.

Base-casen i DCF-analysen må betegnes som den værdiansættelse, som er mest velbegrunder og gennemarbejdet. Analysen tager højde for de fremtidige tab og gevinster i virksomheden, og har samtidig indarbejdet virksomhedens nuværende likviditet.

DCF-analysen er mere negativ end markedet på dette punkt, hvilket kan skyldes, at DCF-analysen er udarbejdet på baggrund af regnskabet for 2018, hvilket ikke var offentliggjort på tidspunktet for fastsættelsen af ultimo kursen. Børskursen er efterfølgende faldet til samme niveau som den beregnede værdi, da denne blev beregnet ultimo april.

DCF-modellen og base-casen i denne model giver det mest retvisende billede af AaB's værdi.

Prisen fastsættes derfor på baggrund af base-casen til en kurs pr. aktie på 103,89.

9. Endelig anbefaling af aktie

Værdiansættelser har forskellige formål. Nogle bliver benyttet ved salg af en virksomhed og andre ved et køb. Der bliver lavet værdiansættelser ved generationsskifte og ved omlægning til en anden virksomhedsform.

Denne rapport har lavet en værdiansættelse med det formål, at belyse værdien af AaB's aktie og komme med en anbefaling til investor ud fra denne værdiansættelse. Denne type værdiansættelse sker hele tiden i investeringsselskaber og andre finansielle institutter, som udarbejder virksomhedsrapporter til investorerne med en forhåbning om, at de vælger at handle igennem dem.

Med baggrund i analysen i denne rapport, hvor den beregnede kurs er 103,89 imod en markedskurs på 117,0, vil anbefalingen i forhold til AaB aktien være sælg.

Markedskursen er højere end den beregnede kurs, hvorfor der er mulighed for at lave en gevinst på salget. Set i bagklogskabets lys vil markedskursen korrigere sig til den beregnede værdiansættelse i løbet af 1. halvår 2019, hvorfor et salg ville have været god rådgivning overfor investoren.

10. Konklusion

AaB aktiens børsværdi pr. ultimo 2018 er højere end den beregnede værdi jf. DCF-modellen. Børsværdien pr. ultimo 2018 var kr. 117,00, hvor den beregnede værdi er kr. 103,89, altså en forskel på kr. -13,11.

Forskellen kan skyldes, at DCF-analysen er lavet ultimo april 2019; altså efter, at der er kommet nye informationer om AaB's økonomi og forventninger til fremtiden, som svækker aktiekursen. Børskursen pr. ultimo april 2019 og den beregnede aktiekurs er stort set identiske, hvilket bekræfter ovenstående udsagn. En anden medvirkende årsag til forskellen kan være, at AaB ikke er en gennemanalyseret aktie, da aktien handles på et mindre marked.

DCF-modellen er opbygget omkring en del faktorer, hvilket gør modellen agil, men også følsom overfor ændringer i de bagvedliggende faktorer. Især terminalvæksten kan få værdien til at ændre sig markant.

Inden udarbejdelsen af DCF-modellen, har rapporten analyseret AaB som virksomhed herunder også, hvilke muligheder AaB har for at forbedre sin økonomi og dermed formentlig også sin aktiekurs. Ledelsen har mulighed for at investere i nye teknologiske produkter, som kan optimere den daglige drift og skabe besparelser. De skal fortsætte med at prioritere deres talantarbejde, da det er en vigtig del af AaB som organisation og virksomhed. Ledelsen skal have fokus på at bibeholde og forbedre deres sponsorindtægter og medieindtægter, da de er de vigtigste indtægtskilde for virksomheden. I den proces er det ligeledes vigtigt at optimere stadionoplevelse for den almene tilskuer, da tilskuerne er medvirkende til at gøre det attraktivt for sponsorerne og medierne at være en del af AaB.

Der er ligeledes foretaget en regnskabsanalyse inden den endelige udarbejdelse af DCF-modellen. Regnskabsanalysen viste, at AaB har en solid økonomi på nuværende tidspunkt, men at der er flere faktorer såsom, ændringer i aktivmassen, øgede afskrivninger og negative resultater som kan komme til at påvirke soliditeten negativt i de kommende år. Det mest alarmerende er dog, at den primære drift af virksomheden er negativ.

Det er vigtigt, at ledelsen ikke glemmer deres sociale og lokale ansvar, når de optimerer forretningen. Ledelsen skal hele tiden tænke ind i processen, at det udover at være til gavn for ovenstående interessenter også skal være til gavn for lokalsamfundet og aktionærerne. I AaB's tilfælde vil en stor del af aktionærerne højst sandsynligt også være fra lokalsamfundet, hvilket blot gør det endnu mere vigtigt, at ledelsen opfører sig ansvarligt og

indarbejder lokalsamfundet i deres strategier, hvilket de allerede har gjort i den nye ”Nordkraft-strategi”.

11. Perspektivering

AaB er som virksomhed en kulturinstitution i Nordjylland og Aalborg. Stort set alle mennesker har en holdning til klubben og de sportslige præstationer. Nordjyderne er glade for, at klubben præsterer på det niveau den gør, men de er endnu mere stolte over, hvad den tidligere har opnået.

Efter at have arbejdet med klubben, økonomien og strategien, er der alligevel en ting som går igen, men som ganske få egentlig italesætter til hverdag.

AaB har formået at holde et højt niveau i deres talentarbejde i de sidste mange år. Der er kommet en del landsholdsspillere igennem og nogle af spillerne er endda blevet solgt til større ligaer og klubber. Udover spillerudviklingen har AaB ligeledes formået at præstere både mesterskaber og store europæiske eventyr med høje indtægter til følge.

Der er nogle fællesnævner i AaB's succeser. En af dem er, at hovedparten af truppen har bestået af lokale spillere, som er kommet fra AaB's eget talentprogram. En anden ting, eller person er Poul Erik Andreasen. Poul Erik var førsteholdstræner, da AaB for første gang blev mestre i 1995 med et hold bestående af lokale drenge. Poul Erik blev efterfølgende talentchef i klubben, hvilket han har været indtil i år.

Historien omkring Poul Erik kan umiddelbart virke som en god lille historie, ja vel nærmest en parentes. Men fodboldklubber og andre virksomheder har brug for medarbejdere som Poul Erik for at få succes. Folk som Poul Erik er nemlig en kulturbærer, og de er svære at finde i danske virksomheder i dag.

12. Litteraturliste

Nedenstående litteratur er blevet brugt i forbindelse med udarbejdelsen af opgaven.

Litteraturen er brugt som research og underbygning til oplysningerne i AaB's regnskaber.

12.1 Hjemmesider

AaBsport.dk, AaB's officielle hjemmeside. Viden er tilegnet fra 1. februar 2019 og løbende frem til aflevering. Kilden er pro AaB.

- Brugt til at læse om strategi, historie, regnskaber osv.

Nationalbanken.dk, Danmarks Nationalbanks hjemmeside. Viden er tilegnet 4. april 2019 og løbende frem til aflevering.

- https://www.nationalbanken.dk/da/publikationer/Documents/2018/03/ANALYSE_Moderat%20h%C3%B8jkonjunktur%20i%20de%20kommende%20%C3%A5r.pdf
- <http://www.nationalbanken.dk/da/pengepolitik/Sider/Default.aspx>

Euroinvestor.dk, Investeringsside med historisk data på børsnoterede selskaber. Viden er tilegnet fra 15. februar og løbende frem til aflevering. Euroinvestor er formidler objektive data.

- <https://www.euroinvestor.dk/markeder/aktier/europa/danmark/omxc-small-cap>

Nasdaqomxnordic.com, Investeringsside med historisk data på børsnoterede selskaber. Viden er tilegnet fra 15. februar og løbende frem til aflevering. Euroinvestor er formidler objektive data.

- <http://www.nasdaqomxnordic.com/>

PWC.dk, Revisionshjemmeside med viden om værdiansættelse og faktorer. Viden er tilegnet fra 1. april og løbende frem til aflevering. Kilden forsøger at få modtager til at købe ydelser hos denne.

- www.pwc.dk/vaerdiansaettelse

Superstats.dk, Hjemmeside med historiske data om samtlige superligaklubber. Viden er tilegnet fra 5. februar og løbende frem til aflevering. Hjemmesiden formidler objektive data.

DST.dk, Danmarks statistiks hjemmeside. Viden er tilegnet fra d. 10 april og løbende frem til aflevering. Hjemmesiden formidler objektive data.

- <https://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=MPK3&PLanguage=0>

esportmagasinet.dk, Magasin om e-Sport. Viden tilegnet 25 marts.

- <https://esportmagasinet.dk/aalborg-esport-aab-esport-ja-fodboldklubben/> - skrevet af Kasper Frank d. 30 marts, 2017.

UEFA.com, officiel hjemmeside for fodboldforbundet UEFA. Viden tilegnet d. 12 februar. Forbund er tidligere beskyldt for korruption. Dette forventes ikke at have indflydelse på nedenstående kilde.

- <https://www.uefa.com>

skat.dk, Hjemmeside for det danske skattevæsen. Viden tilegnet d. 3 marts 2019.

- <https://skat.dk/skat.aspx?oid=2234885>

Ritzau, Internationalt nyhedsbureau. Viden tilegnet d. 6 marts 2019.

- Ritzau – 8. oktober 2013 -
<https://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/art5474923/S%C3%A5dan-faldt-feriepengesagen-ud>

Aalborgkommune.dk – kommunal hjemmeside – Viden tilegnet d. 15 april 2019

- http://apps.aalborgkommune.dk/statistik/webaarbog/Befolkningstilvaekst/Struktur/Data_2018/indexlevel1/Data2018Befolkningstilvaekst.html

Parken.dk – Officiel hjemmeside for Parken A/S – Viden tilegnet d. 26 april 2019

- Parken.dk

Superliga.dk – Officiel hjemmeside vedrørende Superligaen – Viden tilegnet d. 7 juli 2019

- <http://www.superliga.dk/artikel/dansk-klubfodbold-laver-historisk-mediaaftale>

Skm.dk – Skatteministeriets hjemmeside – Viden tilegnet d. 4 april 2019

- Skm.dk

Tv2nord.dk – Nordjysk nyhedsmedie som er pro AaB. Viden er tilegnet d. 15 juli 2019.

- <https://www.tv2nord.dk/artikel/nyt-testcenter-i-aalborg-skal-fremme-groen-energi>
- <https://www.tv2nord.dk/artikel/aab-satser-paa-kvindefodbold-nye-investorer-og-ny-cheftraener>

politikken.dk – dansk nyhedsmedie uden forhold til AaB. Viden tilegnet d. 20 marts 2019.

- <https://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/art5474923/S%C3%A5dan-faldt-feriepengesagen-ud>

spillerforeningen.dk – spillerforeningens officielle hjemmeside. Viden tilegnet d. 23 marts 2019.

- <https://spillerforeningen.dk/nyheder/2018/12-konkursen-da-lyset-blev-slukket-i-fc-vestsjaelland/>

12.2 Podcast og eksterne interviews

Rød Aalborg, Fan podcast om AaB. Viden er løbende tilegnet frem til aflevering. Kilde er pro AaB.

- Podcast – Rød Aalborg, Interview med Thomas Bælum d. 15 marts 2019 - <https://podtail.com/da/podcast/rod-aalborg/>

Udover ovenstående er der brugt eksterne tv-interviews over perioden som research. Disse er ikke direkte brugt i rapporten.

12.3 Bøger

Gabriel Hawawini og Claude Viallet, Finance for executives managing for value creation, 5. udgave 2018, Cengage Learning forlag.

Anthony A. Atinkson, Robert Kaplan, Ella Matsumura og Mark Young, Management accounting, 6. udgave 2012 – internation edition, Pearson forlag.

12.4 Omfang af rapport

Rapporten udgør 140.858 tegn svarende til 58,69 normalsider.

12.5 Bilagsoversigt

Bilag 1 – Omskrevet regnskab – AaB

Bilag 2 – Visualisering af den strategiske analyse

Bilag 1 – Omskrevet regnskab – AaB

Resultatopgørelse						
mio. kr.		2014	2015	2016	2017	2018
Omsætning		127469,0	78773,0	74795,0	63238,0	69979,0
Personaleomkostninger		49718,0	44438,0	46957,0	54256,0	54187,0
Salgs- og administrationsomk.		38563,0	32155,0	31278,0	30609,0	29479,0
EBITDA		39188,0	2180,0	-3440,0	-21627,0	-13687,0
Afskrivninger		2719,0	1891,0	2715,0	2401,0	2782,0
Resultat af transferaktiviteter		5812,0	289,0	12901,0	36633,0	-5723,0
EBIT		42281,0	578,0	6746,0	12605,0	-22192,0
Renteomkostninger		-1003,0	-37,0	316,0	520,0	-570,0
EBT		41278,0	541,0	7062,0	13125,0	-22762,0
Skat		0,0	0,0	0,0	-364,0	0,0
EAT		41278,0	541,0	7062,0	12761,0	-22762,0
Payout ratio		0%	0%	0%	0%	0%
Udbytte		-	-	-	-	-
Overført resultat		41.278,0	541,0	7.062,0	12.761,0	-22.762,0
Balance						
mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018
-Kontraktrettigheder	2.443,0	2.667,0	3.163,0	6.871,0	20.427,0	17.796,0
-Driftsmidler	33.413,0	31.312,0	34.970,0	35.358,0	41.922,0	40.606,0
Anlægsaktiver i alt	35.856,0	33.979,0	38.133,0	42.229,0	62.349,0	58.402,0
-Likvider	2.208,0	70.480,0	75.305,0	73.771,0	64.845,0	44.643,0
-Varedebitorer	6.835,0	4.037,0	4.632,0	4.113,0	9.055,0	10.669,0
-Lagre	555,0	881,0	233,0	751,0	972,0	703,0
-Periodeafgrænsning	1.029,0	1.748,0	1.218,0	1.348,0	1.220,0	1.229,0
-Andre tilgodehavender	891,0	12.671,0	1.070,0	1.444,0	1.555,0	1.153,0
Omsætningsaktiver i alt	11.518,0	89.817,0	82.458,0	81.427,0	77.647,0	58.397,0
Aktiver i alt	47.374,0	123.796,0	120.591,0	123.656,0	139.996,0	116.799,0
Egenkapital	-22.155,0	92.624,0	93.165,0	100.227,0	112.345,0	89.583,0
Hensættelser	-	-	-	-	-	-
Langfristet gæld	11.000,0	1.947,0	-	-	-	-
-Kortfristet bankgæld	12.434,0	429,0	-	-	-	-
-Varekreditorer	35.469,0	3.566,0	2.917,0	2.080,0	3.114,0	883,0
-Anden gæld (ikke rente)	10.626,0	25.230,0	24.509,0	21.349,0	24.537,0	26.333,0
Kortfristet gæld i alt	58.529,0	29.225,0	27.426,0	23.429,0	27.651,0	27.216,0
Passiver i alt	47.374,0	123.796,0	120.591,0	123.656,0	139.996,0	116.799,0

Bilag 2 - Visualisering af den strategiske analyse

