

12. MAJ 2026



TIVOLI

.....

STRATEGISK REGNSKABSANALYSE OG VÆRDIANSÆTTELSE AF TIVOLI A/S

HD R AFGANGSPROJEKT

ULF DAMGAARD SØRENSEN

STUDIENUMMER: 20232132

Vejleder: Morten Holm Enggaard

Indhold

Abstract.....	2
Indledning	3
Problemformulering	4
Afgræsning.....	4
Metode	5
Virksomhedsbeskrivelse.....	6
Strategisk analyse	8
Serviceværdikæden.....	8
PESTEL	10
Porters Five Forces	15
SWOT.....	17
Regnskabsanalyse	19
Resultatopgørelse til analyse	19
Managerial balance sheet.....	20
Analyse af profitabilitetsnøgletal.....	21
ROE – Return on equity.....	21
Afkast på driftsaktiviteter.....	22
Afkast på finansieringsaktiviteter	23
Budgettering.....	25
Resultatbudget.....	25
Balancebudget.....	27
Værdiansættelse, DCF	30
Værdiansættelse, P/E og P/B.....	36
Konklusion.....	37
Bibliografi	38
Bilag.....	42

Abstract

This thesis determines the equity value of Tivoli A/S as of December 31, 2024, by conducting a comprehensive strategic and financial analysis. The strategic framework employs the Service Value Chain to analyze internal value drivers, alongside PESTEL and Porter's Five Forces to evaluate external macro-environmental factors and industry attractiveness. The analysis identifies a unique strategic position characterized by high entry barriers, a central location in Copenhagen, and a strong 180-year-old brand heritage that fosters high guest loyalty.

The financial analysis utilizes the extended DuPont model to assess the company's profitability from 2020 to 2024. The findings reveal a significant recovery following the Covid-19 pandemic, with a record-high revenue in 2023 and a ROE of 10.87% in 2024, which exceeds the market's required return.

Based on a five-year budget period (2025-2029), the equity value is estimated using the DCF method. The model yields a calculated value of 11,092.43 million DKK, supported by a WACC of 3.21% and a terminal growth rate of 2.6%.

However, the valuation is subjected to critical scrutiny. A sensitivity analysis demonstrates that the result is highly dependent on the low WACC (driven by a historically low beta) and the terminal value, which accounts for the vast majority of the total enterprise value. Furthermore, the DCF value appears optimistic compared to relative valuation methods, such as P/E and P/B multiples, which value the company at approximately 3.76 billion DKK and 4.00 billion DKK, respectively. The thesis concludes that while Tivoli possesses unique strategic assets, the valuation of 11.1 billion DKK represents a theoretical present value based on assumptions of constant stability and low capital costs.

Indledning

Tivoli A/S er en af de mest kendte aktører indenfor oplevelsesindustrien i Danmark i den danske oplevelsesøkonomi og har gennem mere end 180 år været en central del af den nationale kulturarv. Virksomheden opererer i et mættet marked præget af et konstant ”fornyelsespres”, hvor evnen til at balancere historiske traditioner med teknologisk innovation og bæredygtighed er afgørende for at bevare relevansen over for nye generationer. Efter en udfordrende periode præget af Covid-19, der medførte restriktioner og et markant fald i turismen, har Tivoli gennemgået en omfattende økonomisk genopretning. Dette kulminerede i regnskabsåret 2024, hvor Tivoli leverede rekordresultater med 4,25 millioner besøgende og en markant stigning i omsætningen (Hansen, 2025).

Dette projekt har til formål at fastlægge værdien af Tivoli A/S pr. 31. december 2024 gennem en kombination af strategisk og finansiell analyse. For at forstå virksomhedens interne værdiskabelse anvendes serviceværdikæden, der belyser, hvordan investeringer i medarbejdertilfredshed og uddannelse afspejles i gæsteloyalitet og økonomiske resultater. Dette suppleres af en PESTEL-analyse og Porters Five Forces, som forsøger at redegøre for de makroøkonomiske vilkår og branchens attraktivitet, herunder de massive adgangsbarrierer, der beskytter bl.a. Tivolis markedsposition. Den strategiske analyse danner grundlag for en regnskabsanalyse, hvor den udvidede DuPont-model anvendes til at analysere Tivolis rentabilitet og identificere de bagvedliggende værdidrivere. Ved at koble de strategiske forventninger med de finansielle resultater, vil jeg forsøge at opstille et budget for perioden 2025-2029. Afslutningsvis vil opgaven munde ud i en værdiansættelse baseret på en DCF-model, der kritisk holdes op mod relative værdiansættelsesmetoder, som P/E og P/B, for at give et nuanceret billede af Tivolis markedsværdi pr. 31. december 2024.

Problemformulering

Hvilken værdi har Tivoli A/S pr. 31. december 2024, baseret på en strategisk og finansiel analyse?

For at besvare ovenstående har jeg valgt at gøre brug af følgende underspørgsmål:

- Hvilke interne og eksterne faktorer har betydning for Tivoli A/S, og hvordan kan virksomhedens overordnede strategiske position karakteriseres?
- Hvordan har Tivoli A/S' økonomiske resultat udviklet sig over de seneste fem regnskabsår?
- Hvordan kan resultaterne af den strategiske analyse og regnskabsanalysen anvendes til udarbejdelse af et fremadrettet budget for Tivoli A/S?
- På baggrund af dette budget, samt de øvrige forudsætninger, hvordan kan værdien af Tivoli A/S estimeres? Og hvor følsom vil denne værdiansættelse være?
- Harmonerer denne værdiansættelse med alternative værdiansættelsesmetoder?

Afgræsning

Dette projekt afgrænses til en værdiansættelse af Tivoli A/S med udgangspunkt i skæringsdatoen 31. december 2024. Den finansielle analyse baseres på historiske regnskabsdata fra perioden 2020-2024 for at belyse selskabets økonomiske udvikling fra Covid-19-pandemien til den nuværende normaliserede drift. Budgetteringen og de fremtidige pengestrømme, der danner grundlag for værdiansættelsen, afgrænses til en eksplicit budgetperiode på fem år (2025-2029) efterfulgt af en terminalperiode.

Strategisk fokuseres der på Tivolis position i den danske oplevelsesindustri. I analysen af virksomhedens interne værdidrivere anvendes Serviceværdikæden fremfor en traditionel produktionsværdikæde, da Tivolis kerneforretning består af serviceydelse, hvor medarbejderinteraktion og gæsteoplevelse er de primære kilder til værdiskabelse.

Analysen behandler Tivoli A/S som en samlet koncern, og der foretages ikke særskilte tekniske analyser af individuelle forlystelser eller detaljerede gennemgange af de enkelte lejere i f.eks. Tivoli Food Hall, medmindre disse har væsentlig strategisk eller finansiel betydning for den samlede koncern.

Metodisk afgrænses opgaven til en værdiansættelse baseret på DCF-modellen som primær metode, understøttet af de relative metoder P/E og P/B som sammenligningsgrundlag. Projektet udelader

således teknisk analyse af aktiekursens historiske bevægelser, da formålet er at finde selskabets indre værdi baseret på fremtidig indtjeningsevne.

Endeligt afgrænses de makroøkonomiske forhold i PESTEL-analysen til primært at omfatte faktorer med direkte relevans for det danske turismemarked og Tivolis drift i København.

Metode

Formålet med dette projekt er at foretage en værdiansættelse af Tivoli A/S gennem en kombination af en strategisk og en finansiel analyse. Opgaven følger en deduktiv tilgang, hvor teoretiske modeller anvendes på virksomhedens specifikke data for at nå frem til en konklusion om selskabets indre værdi.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse fungerer som fundament for at forstå de værdidrivere, der påvirker Tivolis fremtidige pengestrømme. Analysen er opdelt i niveauer:

- **Internt niveau:**
Her anvendes Serviceværdikæden frem for Porters traditionelle værdikæde. Valget er begrundet i, at Tivoli er en servicevirksomhed, hvor værdiskabelsen opstår i samspillet mellem medarbejdere og gæster fremfor en klassisk produktion.
- **Eksternt niveau:**
En PESTEL-analyse benyttes til at identificere de udefrakommende faktorer (makro), som Tivoli ikke selv er herre over, men skal navigere i, mens Porters Five Forces anvendes til at vurdere branchens generelle attraktivitet og konkurrenceintensitet.

Resultaterne opsamles i en SWOT-analyse, der giver en overgang den finansielle analyse ved at identificere de væsentligste strategiske muligheder og trusler.

Finansiel analyse og budgettering

Regnskabsanalysen dækker perioden 2020-2024 og tager udgangspunkt i Tivolis officielle årsrapporter. For at sikre sammenlignelighed og fokus på driften, opstilles regnskabet i en analysevenlig resultatopgørelse og et managerial balance sheet.

I rentabilitetsanalysen gør jeg brug af den udvidede DuPont-pyramide, der dekomponerer egenkapitalforrentningen (ROE) i driftsmæssige og finansielle drivere (ROIC, overskudsgrad, aktivernes omsætningshastighed og gearing).

På baggrund af den strategiske indsigt og historiske resultater opstilles et budget for perioden 2025-2029. Her indarbejdes specifikke forventninger til f.eks. åbningen af det nye Asien-område.

Værdiansættelse

Som den primære værdiansættelsesmetode anvendes DCF-modellen. Metoden er valgt, da den direkte måler nutidsværdien af de forventede fremtidige pengestrømme.

Diskonteringsfaktoren, WACC, beregnes ved at fastlægge ejernes afkastkrav via CAPM-modellen og långivernes omkostninger efter skat.

For at vurdere værdien efter DCF-modellen anvendes P/E- og P/B-multipler. Dette giver et indblik i, hvordan markedet prissætter selskabet i forhold til den beregnede værdi.

Datagrundlag

Opgaven baseres primært på sekundære data i form af årsrapporter fra Tivoli A/S, markedsdata fra Nationalbanken og Financial Times samt eksisterende litteratur om finansiel ledelse og strategi.

Virksomhedsbeskrivelse

Tivoli A/S slog dørene op for første gang i 1843 efter tilladelse fra kongen til grundlægger Georg Carstensen, og udgør i dag en af verdens ældste forlystelsesparker. Haven er placeret centralt i København mellem Rådhuspladsen og Hovedbanegården, hvilket gør den til en unik og let tilgængelig destination for både lokale og internationale gæster (Tivoli A/S, 2026).

Virksomheden tilbyder en bred vifte af oplevelser, der spænder fra forlystelser og historisk arkitektur til high-end gastronomi på Nimb samt kulturelle arrangementer som Fredagsrock, teater og ballet. For at reducere afhængigheden af vind og vejr har selskabet strategisk udvidet sine aktiviteter til at omfatte flere sæsoner, herunder Halloween, jul og vinter. I denne forbindelse tillægges selskabets nyeste satsning, "Asien-området", en særlig betydning. Projektet, som forventes færdiggjort i 2026, udgør den største investering i Tivolis historie og betragtes som en afgørende vækstdriver, der skal sikre en markant stigning i fremtidens besøgstal og omsætning (Tivoli A/S, 2024).

Rent strategisk følger virksomheden frem mod 2026 planen "Dyrk Haven. Styrket kerne. Bæredygtig forretning", der lægger vægt på grøn omstilling, digital innovation af gæsteoplevelsen og en styrkelse af de gastronomiske og kulturelle kerneydelser. Økonomisk har Tivoli i 2023 præsenteret en rekordhøj omsætning på 1,2 milliarder kroner efter et par dårlige som følge af COVID-19.

Internt beskæftiger Tivoli over 70 forskellige faggrupper og prioriterer medarbejdertrivsel højt, hvilket afspejles i genansættelsesprocenten blandt de sæsonansatte. Denne interne kvalitet udmønter sig i en stærk gæsteloyalitet, som i 2024 resulterede i et rekordhøjt besøgstal på 4,25 millioner gæster og et stigende salg af Tivolikort.

Tivoli A/S er noteret på Nasdaq Copenhagen. Ejerstrukturen er præget af en stor hovedaktionær, Chr. Augustinus Fabrikker med 57%, mens den resterende del af aktiekapitalen er fordelt på omkring 21.000 private aktionærer (Tivoli A/S, 2026)

Strategisk analyse

Følgende strategiske analyse har til formål at skabe overblik over Tivolis interne og eksterne situation. Analysen tager udgangspunkt i fire modeller: *Serviceværdikæden*, der anvendes til at analysere virksomhedens interne aktiviteter. En *PESTEL-analyse* til at belyse de makroøkonomiske forhold, der kan påvirke Tivoli. *Porters Five Forces* til at vurdere branchens attraktivitet. Resultaterne fra disse modeller samles afslutningsvis i en *SWOT-analyse*, der gerne skal give læseren et overblik over Tivolis strategiske position.

Serviceværdikæden

Tivoli er kendt i den brede offentlighed som en forlystelsespark der opererer indenfor oplevelsesindustrien. Af denne grund har jeg, i denne analyse, valgt at gøre brug af *Serviceværdikæden*, jf. bilag 1, fremfor *Porters oprindelige værdikæde*. Grunden hertil er, at denne anvendes til at analysere servicevirksomheder, der ikke har produktionsfaciliteter som en del af dennes aktiviteter (Olsen, et al., 2022, p. 189).

Serviceværdikæden er opdelt i to dimensioner. Den interne dimension, der fokuserer på Tivolis interne kvalitet, samt medarbejderforhold, som eks. medarbejdertilfredshed og -loyalitet. Den eksterne dimension fokuserer Tivolis gæster, deres kundetilfredshed og -loyalitet.

I en forlystelsespark, som Tivoli, begynder værdiskabelsen internt med gode arbejdsforhold, oplæring og motiverede medarbejdere. Når medarbejderne trives, yder de bedre service over for gæsterne, f.eks. ved at være hjælpsomme, sikre og imødekommende. Det giver gæsterne en god oplevelse, høj kundetilfredshed og større sandsynlighed for, at gæsterne kommer igen (Olsen, et al., 2022, p. 190). Denne kundeloyalitet og positive anbefalinger fra gæsterne, skulle gerne føre til øget omsætning og bedre økonomiske resultater.

Intern dimension

Tivoli beskæftiger over 70 forskellige fagligheder, lige fra gartnere og kontrollører til it-arkitekter og Michelin-kokke og har en ambition om at være en "*enestående arbejdsplads*" (Tivoli A/S, 2024, p. 12).

Dette ses blandt andet gennem uddannelse af medarbejderne, der sendes på kurser som f.eks. den amerikanske iROC-certificering, der skal sikre, at forlystelsespersonalet er klædt på, når det kommer til både sikkerhed og gæsteservice (Tivoli A/S, 2024, p. 75).

Medarbejdertilfredsheden er generel høj hos Tivoli, og dette kan ses gennem de halvårslige medarbejdertilfredshedsundersøgelser, hvor resultaterne kontinuerligt er høje. En god indikator for denne trivsel hos medarbejderne, er den høje genansættelsesprocent på 82,3% blandt sæsonansatte (Tivoli A/S, 2024, pp. 64-65).

At så mange sæsonansatte vælger at vende tilbage år efter år, sparer ikke blot Tivoli for store rekrutteringsomkostninger, men sikrer også erfaring og "Tivoli-DNA" hos de ansatte.

En anden medvirkende faktor for den høje medarbejdertilfredshed kan være, at det i 2024 lykkedes Tivoli at reducere antallet af fraværsdage i forbindelse med arbejdsulykker med 30% (Tivoli A/S, 2024, p. 63).

Ekstern dimension

Tivolis arbejde med den interne dimension, hvor bl.a. medarbejdertrivsel, og uddannelse prioriteres, skal gerne medføre god service overfor gæsterne, hvilket afspejles i gæsternes kundetilfredshed og loyalitet. Når en gæst er tilfreds med sit besøg, og føler at der er værdi for pengene, øger det chancen for genbesøg og anbefalinger (Hansen, 2023).

Netop denne værdi for gæsten i Tivoli er dog sammensat af mange faktorer: Selve haven, musik- og kulturevents, food & beverage, high-end segmentet og forlystelserne (Tivoli A/S, 2024, p. 104). Kunderejsen begynder dog allerede ved billetkøbet, og her har Tivoli, i 2024, investeret i den digitale gæsterejse med en ny hjemmeside og forbedret dennes købsflow, hvilket skal gøre det lettere og mere overskueligt for gæsterne, at planlægge sit besøg (Tivoli A/S, 2024, p. 12).

Under gæsternes besøg udfører Tivoli bl.a. exit-undersøgelser for at holde øje med kundetilfredsheden. Ledelsen anerkender, at "*gæsternes tillid og loyalitet er afgørende*" (Tivoli A/S, 2024, p. 4), hvorfor denne feedback er nødvendig for at optimere oplevelsen. Desuden vægtes sikkerheden i forlystelserne højt, og Tivoli lever op til de nødvendige ISO-standarder, hvilket gerne skal give gæsterne den nødvendige ro og tryghed (Tivoli A/S, 2024, p. 75).

Gæsternes loyalitet ses bl.a. i salget af Tivolikort (årskort). Det præcise antal solgte Tivolikort oplyses ikke, men hensættelsen i "*Periodeafgrænsningsposter*" er stigende. I 2023 udgjorde den 65,5 mio. kr., mens den i 2024 udgjorde 71,4 mio. kr. (Tivoli A/S, 2024, p. 120), hvorfor det antages, at antallet af solgte Tivolikort er stigende. Det må desuden antages at ligge over det sidst kendte antal, nemlig 300.000 i 2018 (Kjær, 2018). Ydermere ses loyaliteten i antallet af gæster. I 2024 besøgte 4,25 millioner gæster Tivoli, hvilket er en stigning på 5% i forhold til 2023 (Tivoli A/S, 2024, p. 4).

Delkonklusion

Tivolis arbejde med den interne dimension, herunder deres høje medarbejdertilfredshed, genansættelsesprocent og uddannelse af medarbejdere, er med til at levere service i høj kvalitet. Dette ses i den eksterne dimension, hvor gæsternes tilfredshed og loyalitet fremgår af det stigende besøgstal og øget salg af Tivolikort.

PESTEL

En PESTEL-analyse har til formål at tydeliggøre de eksterne faktorer, der påvirker Tivoli A/S. Analysen indeholder politiske, økonomiske, sociale, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige forhold, der alle har en påvirkning af Tivoli A/S og derfor bruges for at skabe et strategisk overblik.

Politiske forhold

Tivoli A/S befinder sig i et miljø, hvor politiske beslutninger har både direkte og indirekte indvirkning på selskabets drift og strategiske muligheder. Som en stor aktør i dansk turisme er Tivoli følsom over for regeringens turismepolitik, herunder markedsføringen af Danmark og visumregler, der direkte påvirker tilstrømningen af udenlandske gæster.

Derudover er en væsentlig politisk faktor skatte- og afgiftspolitikken. Selskabsskatten, 22 %, er afgørende for selskabets nettooverskud og evne til at reinvestere i haven. Ydermere er Tivoli eksponeret for ændringer i momslovgivningen. For eksempel er kulturelle indslag i øjeblikket momsfrataget, mens momsfradraget for underholdning til erhvervs-kunder er begrænset, hvilket påvirker efterspørgslen fra B2B-segmentet (Den juridiske vejledning 2026-1, 2026, p. D.A.5.6.2).

Forholdet til Københavns Kommune er ligeledes en vigtig politiske relation. Tivoli er placeret centralt i byen, og enhver udvidelse eller ændring af havens areal er afhængig af kommunens godkendelse af lokalplaner. Historisk har politiske flertal blokeret for store projekter, såsom opførelsen af et 102 meter højt luksushotel i 2007 (Rubin, 2007), samt ”Tivoli Kanten” i 2013 (Habermann, 2013), hvilket illustrerer, hvordan politiske strømninger kan begrænse Tivolis vækstmuligheder.

Slutteligt påvirkes Tivoli af geopolitiske forhold. Begivenheder som krigen i Ukraine har medført politiske sanktioner, der indirekte har skabt energikriser og høj inflation, hvilket øger presset på Tivolis driftsomkostninger og gæsternes købekraft (Ingvarsen, 2022).

Økonomiske forhold

Tivolis forretningsmodel er stærkt knyttet til den makroøkonomiske udvikling, da selskabets ydelser må betragtes som luksusgoder snarere end nødvendighedsvarer (Madsen, 2010). Dette gør virksomheden meget konjunkturfølsom, da tider med økonomisk afmatning og lav forbrugertillid betyder, at en tur i Tivoli ofte noget af det første, familier sparer væk for at prioritere deres rådighedsbeløb.

BNP-væksten er en god indikator for Tivolis omsætning. Der ses en tydelig sammenhæng mellem væksten i samfundet og antallet af besøgende i haven. Når BNP stiger, øges den disponible indkomst, hvilket stimulerer forbruget af oplevelser (Hansen, 2025). Omvendt kan perioder med negativ BNP-vækst, som det sås under Covid-19 eller forventes i usikre økonomiske tider, føre til markante fald i indtjeningen (Kiil, 2020). Nationalbanken forventer at BNP-væksten i 2025 og 2026 vil være 2%, mens den i 2027 vil falde til 1,7% (Danmarks Nationalbank, 2025).

Inflationen og det generelle prisniveau spiller også en væsentlig rolle. Høj inflation øger Tivolis driftsomkostninger, herunder energi og lønninger. Hvis disse stigninger ikke kan videregives til gæsterne gennem højere billetpriser uden at mindske besøgstallet, presses selskabets indtjening. Samtidig påvirker inflationen gæsternes købekraft og dermed deres lyst til at bruge penge inde i haven på mad, spil og souvenirs (Ritzau, 2023).

Renteniveauet er ligeledes vigtigt for Tivoli, da vedligeholdelse og fornyelse af forlystelserne kræver massive investeringer. Selvom Tivoli har arbejdet på at nedbringe sin gæld, vil stigende markedsrenter gøre fremtidig fremmedfinansiering dyrere og dermed påvirke egenkapitalens forrentning (Tivoli A/S, 2024, p. 121). Endelig har valutakurser stor betydning for antallet af internationale turister. En stærk dansk krone over for f.eks. USD eller GBP gør det dyrere for turister at besøge København, hvilket kan mindske antallet af udenlandske gæster, der typisk har et højere gennemsnitsforbrug end danske gæster (Graversen, 2024).

Sociale forhold

Tivoli er en del af den danske kulturarv og alle danskere har et eller andet forhold til haven. Tivolis succes afhænger dog af dets evne til at navigere i skiftende sociale tendenser og forbrugerpræferencer. En af de mest kritiske sociale faktorer for Tivoli er den demografiske udvikling. Selvom Tivoli henvender sig til alle aldersgrupper, er børnefamilier kerneforbrugerne, da de oftest køber turpas og souvenirs. Ændringer i fødselstallet eller familiestrukturer kan derfor påvirke det fremtidige kundegrundlag direkte. Samtidig betyder en aldrende befolkning, at Tivoli skal tilpasse sine faciliteter

og kulturelle tilbud til ældre gæster, der efterspørger andre typer oplevelser end de vilde forlystelser (Ringblom, 2022).

Livsstilsændringer og øget fokus på bl.a. sundhed og bæredygtighed presser desuden Tivoli til at forny sit gastronomiske udbud. Der er en stigende forventning om økologiske fødevarer, dyrevelfærd og sundere alternativer til traditionel fastfood (Landbrug & Fødevarer, 2026). Tivoli har forsøgt at reagere proaktivt ved at implementere mål for økologiske råvarer i egne restauranter og mindske madspild (Tivoli A/S, 2024, p. 53).

Den moderne forbruger lægger ydermere vægt på virksomhedens samfundsansvar (CSR). Tivoli vurderes ikke kun på sine forlystelser, men også på sin tilgang til diversitet, inklusion og etik. Krav om en rummelig arbejdsplads uden diskrimination er i dag en forudsætning for at fastholde et stærkt image og tiltrække kvalificerede medarbejdere (Tivoli A/S, 2024, p. 64).

Tivoli befinder sig i en oplevelsesøkonomi, hvor gæsterne i stigende grad søger unikke og meningsfulde oplevelser. Dette kræver en balancegang mellem at bevare de historiske traditioner, der skaber nostalgi, og konstant at introducere nye kulturelle indslag som Fredagsrock, balletter og teaterforestillinger for at forblive relevante for nye generationer (Obsidian Digital, 2024). Kundeloyaliteten sikres gennem programmer som Tivolikort, Tivoli Lux og aktionærfordele m.v., der gør haven til en fast del af gæsternes liv (Tivoli A/S, 2026).

Teknologiske forhold

Den teknologiske udvikling udfordrer konstant måden, hvorpå Tivoli interagerer med sine gæster og optimerer sin drift, hertil er digitaliseringen en af de største faktorer. Gæsterne forventer i dag problemfri adgang til information og billetsalg via mobile platforme. Tivoli har reageret ved at udvikle en app, der ikke blot indeholder digitale årskort, men også giver gæsterne mulighed for at se ventetider og stå i digitale køer, hvilket mindsker ”spildtid” og forbedrer gæsteoplevelsen (Tivoli A/S, 2026)

Inden for selve attraktionerne er innovation nødvendig for at konkurrere med både fysiske konkurrenter og hjemmeunderholdning (Halkier, et al., 2023). Inkorporering af teknologier som Virtual Reality (VR) og Augmented Reality (AR) i eksisterende og nye forlystelser kan give gæsterne nye 3D oplevelser, som de ikke kan finde andre steder. Dette kræver dog konstante og dyre investeringer for at undgå det, der kaldes ”strategisk drift”, hvor haven mister sin attraktivitet, fordi den ikke følger med teknologien (van Orman, 2022).

Digital markedsføring og dataanalyse er blevet værdifulde værktøjer for Tivoli. Gennem loyalitetsprogrammer og sociale medier kan Tivoli målrette sine kampagner mod specifikke segmenter, både lokalt og internationalt. Brugen af data giver også indsigt i gæsternes adfærd, hvilket muliggør optimering af bemanning og ressourceforbrug. Med øget digitalisering følger dog også et større ansvar for it-sikkerhed og databeskyttelse (GDPR). Tivoli investerer løbende i at sikre gæsternes og medarbejdernes data mod angreb, da et sikkerhedsbrud kan skade brandets troværdighed alvorligt (Obitsø, 2022).

Endelig spiller teknologien en rolle i selskabets bæredygtighedsmål. Implementering af energieffektiv LED-belysning, intelligente styringssystemer til energiforbrug og grønne transportløsninger i haven er alle teknologiske tiltag, der hjælper Tivoli med at reducere sit miljøaftryk og leve op til moderne samfundskrav (Tivoli A/S, 2026).

Miljømæssige forhold

For Tivoli er miljøet en stor faktor, der både rummer operationelle risici og strategiske muligheder. Den mest umiddelbare miljøfaktor er vejret. Som en udendørs attraktion er Tivoli ekstremt følsom over for nedbør og kolde temperaturer, især i sommersæsonen. Regnfulde somre, som i 2017, har historisk ført til lavere besøgstal og omsætning (Rode, 2012). Tivoli forsøger at vejr sikre forretningen ved at investere i indendørs faciliteter som Tivoli Food Hall, overdækkede arealer og udvidede sæsoner, hvor gæsterne har andre incitamenter til at besøge haven trods vejret.

Klimaforandringer udgør på lang sigt en trussel i form af mere ekstremt og uforudsigeligt vejr. Tivoli har derfor sat mål om at blive en mere miljømæssigt ansvarlig virksomhed og bidrage til den nationale reduktion af CO₂-udledning. Dette skal bl.a. ske gennem en "netto-nuludledning" i 2025 (Tivoli A/S, 2024, p. 4). Gennem partnerskaber med virksomheder som Ørsted, får Tivoli hele deres elforbrug dækket af vedvarende energi fra vindmøller. Overgangen fra traditionelle glødepærer til LED-pærer har desuden medført betydelige energibesparelser (Tivoli A/S, 2024, p. 42).

Tivolis ressourceforbrug og cirkulær økonomi er også i fokus. Tivoli arbejder systematisk med affaldssortering og har implementeret et pantsystem for genbrugsbægre for at mindske mængden af engangsplast (Tivoli A/S, 2024, p. 53). Beskyttelse af havens naturlige ressourcer, såsom de gamle træer og plantevækst, er vigtigt for at bevare det unikke "have-image", som gæsterne efterspørger.

Endelig bliver miljøcertificeringer mere relevante for at dokumentere Tivolis indsats over for miljøbevidste investorer og gæster. Ved at integrere bæredygtighed i kernen af strategien "*Dyrk*

Haven. Styrket kerne. Bæredygtig forretning” forsøger Tivoli at vende miljømæssige krav til en konkurrencemæssig fordel, der styrker brandet og sikrer langsigtet vækst (Tivoli A/S, 2024, p. 12).

Lovgivningsmæssige forhold

Tivoli skal overholde en lange og omfattende lovgivningsmæssig krav. Først og fremmest, er der naturligvis lovgivning vedrører sikkerheden i forlystelserne. Som dansk virksomhed skal Tivoli overholde både nationale og europæiske standarder, og alle forlystelser skal årligt godkendes af politiet og certificerede instanser for at undgå ulykker og sikre gæsternes tryghed.

Som arbejdsgiver er Tivoli naturligvis også underlagt arbejdsmarkedets lovgivning, herunder arbejdsmiljøloven, funktionærloven og ferieloven. Tivoli har fokus på at sikre sunde arbejdsforhold og overholde regler om bl.a. diversitet og ligebehandling, hvilket fremgår af deres årlige CSR-rapportering (Tivoli A/S, 2024).

Inden for restaurationsdelen er Tivoli underlagt fødevarerlovningen og regler for alkoholbevillinger. Det er afgørende, at selskabet og dets lejere overholder Smiley-ordningen og regler for udskænkning til mindreårige, da brud herpå kan føre til bøder eller inddragelse af bevillinger, hvilket ville skade indtjeningen.

Endelig er Tivoli bundet af planloven og lokale bygningsreglementer. Den centrale placering i København betyder, at selskabet skal overholde strenge regler for støjniveau, især i forbindelse med udendørs koncerter som Fredagsrock, for at tage hensyn til de omkringliggende naboer (Rasmussen, 2025). Manglende overholdelse af støjrestriktioner kan føre til politiske sanktioner eller begrænsninger i antallet af arrangementer.

Delkonklusion

PESTEL-analysen viser, at Tivoli befinder sig i et eksternt miljø, hvor især politiske og lovgivningsmæssige rammevilkår som turismepolitik og støjrestriktioner udgør en moderat til høj risiko. Økonomisk er forretningen meget konjunkturfølsom, da besøg i Haven betragtes som luksusgoder, der påvirkes direkte af gæsternes rådighedsbeløb, inflation og valutakurser. Socialt skal Tivoli forsøge at balancere mellem at sin kulturarv/historie og tilpasse sig moderne krav som f.eks. bæredygtighed. Den teknologiske udvikling kræver store investeringer i digitalisering og innovation, f.eks. VR og apps, for at undgå strategisk drift og bevare attraktiviteten. Endelig udgør miljøet, og særligt vejrets uforudsigelighed, en konstant operationel risiko, som Tivoli forsøger at afhjælpe gennem bl.a. udvidede sæsoner.

Porters Five Forces

Porters Five Forces, jf. bilag 2, inddrages i denne opgave for at vurdere konkurrencesituationen i oplevelses- og underholdningsbranchen. Modellen bruges for at forstå hvor attraktiv branchen er, samt identificere de kræfter, der påvirker Tivolis konkurrenceevne og mulige indtjening (Olsen, et al., 2022, pp. 164-165).

Truslen fra nye indtrængere

Truslen fra nye aktører, der ønsker at etablere sig på markedet for store forlystelsesparker, vurderes som meget lav, som følge af den massive adgangsbarrierer. Etablering af en park af Tivolis kaliber vil kræve en enorm startkapital til indkøb af jord, forlystelser og omfattende markedsføring. Hertil kommer Tivolis helt unikke placering i hjertet af København ved siden af Hovedbanegården, som er umulig for en ny konkurrent at kopiere. Ledige byggegrunde er simpelthen "udsolgt" (Vestergaard & Rose, 2022). Desuden udgør Tivolis historiske brand, der er opbygget over 180 år, en barriere, som det ville tage meget lang tid for en ny aktør at oparbejde. Ydermere bremses nye projekter af juridiske krav, herunder lokalplaner, miljøbestemmelser, støjkrav og strenge sikkerhedscertificeringer for forlystelser. Et eksempel på en ny konkurrent er Den Blå Planet, som trods sin nyhedsværdi oplevede et halveret besøgstal få år efter åbningen (Ritzau, 2023).

Købernes (gæsternes) forhandlingsstyrke

Køberne i denne branche udgøres af et bredt segment af danske børnefamilier, turister og erhvervs kunder, som samlet set besidder en middel til høj forhandlingsstyrke. Den enkelte gæst har lille magt, men da der findes masser af alternative fritidstilbud, og da skifteomkostningerne er meget lave, kan gæsterne nemt fravælge Tivoli til fordel for andre oplevelser. Da en tur i Tivoli betragtes som et luksusgode, er efterspørgslen særdeles følsom over for ændringer i gæsternes rådighedsbeløb og den generelle samfundsøkonomi. Hvis rådighedsbeløbet bliver mindre, er luksusgoderne ofte det første, der spares væk (Boston Consulting Group, 2024). For at fastholde gæsterne benytter Tivoli sig af loyalitetsprogrammer som årskort (Tivolikort), der skaber incitament til hyppige besøg og mindsker sandsynligheden for, at gæsten vælger en anden destination.

Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørernes styrke varierer afhængigt af, hvor specialiserede deres ydelser er. Standardleverandører af fødevarer, drikkevarer og almindelige it-systemer har en lav forhandlingsstyrke overfor Tivoli, da produkterne er homogene, og nemt kan skiftes mellem mange udbydere. Omvendt står producenter af forlystelser stærkt, da der findes få globale aktører, der kan

levere disse produkter. Ligeledes har populære musikere og bands en meget høj forhandlingsstyrke ved arrangementer som Fredagsrock, da de er unikke trækplastre med stor markedsefterspørgsel (Nygaard, 2022).

Truslen fra substituerende produkter

Truslen fra substitutter vurderes som høj, da Tivoli konkurrerer med enhver form for oplevelse, der dækker behovet for underholdning. Gæsterne kan vælge mellem fysiske alternativer som biografer, teatre, museer, restauranter og andre turistattraktioner i hovedstadsområdet, der ofte er billigere eller lettere tilgængelige (Herskind, 2023). En ny trussel, som Tivoli står overfor, kommer fra den digitale underholdning, som fx streamingtjenester, onlinespil og sociale medier, der giver forbrugerne mulighed for at blive underholdt hjemmefra. Tivoli forsøger at dæmme op for dette ved at differentiere sig gennem sin unikke atmosfære, lyssætning og historiske storytelling, som ikke umiddelbart kan erstattes af andre produkter (Madsen, 2022).

Rivalisering mellem eksisterende konkurrenter

Rivaliseringen i branchen er hård, da markedet for oplevelser i København er modent og mættet (Friis, 2019). Dette skaber en hård kamp om gæsternes begrænsede tid og penge. Tivoli kæmper direkte mod andre aktører som fx Dyrehavsbakken og Zoologisk Have i København. Konkurrencen er præget af et konstant "fornyelsespres", hvor virksomhederne år efter år er nødt til at lancere nye temaer og forlystelser for at forblive relevante og undgå "strategisk drift" (van Orman, 2022). Tivoli har forsøgt at imødegå denne rivalisering ved at udvide sine sæsoner med Halloween, Jul og Vinter i Tivoli for at øge kapacitetsudnyttelsen året rundt og gøre sig mindre afhængig af vejret (Ritzau, 2025).

Delkonklusion

Tivolis konkurrencesituation er præget af deres unikke geografiske position med meget lave trusler fra nye indtrængere, bl.a. grundet de massive adgangsbarrierer, deres centrale placering og et 180 år gammelt brand. Omvendt vurderes truslen fra substitutter som høj, da markedet for oplevelser i København er mættet, og gæsterne frit kan vælge mellem alt fra biografer til digital hjemmeunderholdning. Gæsternes forhandlingsstyrke er middel til høj, da skifteomkostningerne er lave, hvilket Tivoli forsøger at imødegå med loyalitetsprogrammer som f.eks. Tivolikort. Leverandørstyrken varierer, idet den vurderes lav for standardvarer, men meget høj for specialiserede forlystelsesproducenter og unikke musiknavne til Fredagsrock. Samlet set befinder Tivoli sig i oplevelsesindustrien, som er en branche med et konstant fornyelsespres. Ved strategisk at udvide sæsonerne forsøger Haven at mindske sin sårbarhed og optimere indtjeningen.

SWOT

Følgende tager udgangspunkt i SWOT-modellen (Olsen, et al., 2022, pp. 176-177), som er et analytisk værktøj der bruges at opsamle og vurdere virksomhedens interne og eksterne forhold. Formålet er at identificere styrker og svagheder samt muligheder og trusler i omgivelserne og give en bedre forståelse af virksomhedens nuværende situation. Modellen danner samtidig grundlag for strategiske overvejelser senere i opgaven.

Ud fra de tidligere interne og eksterne analyser, kan følgende SWOT opstilles for Tivoli:

Interne forhold	
Stærke sider (S)	Svage sider (W)
Høj medarbejder trivsel og loyalitet	Sårbarhed overfor vejret
Stærkt brand og historisk arv	Høje investeringskrav
Unik placering	Sæsonafhængighed
Høj kundeloyalitet	

Eksterne forhold	
Muligheder (O)	Trusler (T)
Digital transformation	Økonomisk konjunkturfølsomhed
Bæredygtighed som brand	Hård konkurrence
Udvidelse af sæsoner	Politiske begrænsninger
Data-drevet markedsføring	Valutakursudsving

Stærke sider:

Tivolis har en unik placering i centrum af København og et historisk brand opbygget over 180 år, hvilket er umuligt for konkurrenter at kopiere. Internt er den største styrke en meget høj medarbejdertilfredshed, hvilket understreges af en genansættelsesprocent på 82,3% blandt sæsonansatte. Eksternt ses styrken i en høj gæstloyalitet med 4,25 millioner besøgende i 2024 og et stigende salg af Tivolikort.

Svage sider:

En af de mest markante svagheder er Tivolis afhængighed af vejret, da regnfulde sæsoner historisk har ført til lavere besøgstal og omsætning. Tivolis ydelser må betragtes som luksusgoder, hvorfor forretningsmodellen bliver sårbar over for økonomiske udsving. Tivoli er også udfordret af et konstant behov for massive investeringer i fornyelse for at undgå "strategisk drift", hvor haven mister sin relevans.

Muligheder:

Den øgede digitalisering, herunder optimering af gæsterejsen via app-løsninger med digitale køer og målrettet markedsføring gennem dataanalyse giver Tivoli muligheder. Derudover ser jeg et stort potentiale i at udvide sæsonerne yderligere, som man har gjort med Halloween og jul, for at gøre forretningen mindre vejrafhængig. Tivolis mål om "netto-nuludledning" i 2025 og fokus på bæredygtighed kan desuden vendes til en konkurrencemæssig fordel, der tiltrækker miljøbevidste gæster og investorer. Endelig giver demografiske ændringer mulighed for at udvikle nye koncepter rettet mod f.eks. den aldrende befolkning eller sundhedsbevidste forbrugere.

Trusler:

De største eksterne trusler udgøres af makroøkonomiske faktorer som høj inflation og stigende renter, der både presser driftsomkostningerne og gæsternes købekraft. Politisk set kan stramme lokalplaner, støjrestriktioner og ændringer i momslovgivningen begrænse Tivolis vækstmuligheder. Konkurrencen fra substitutter er høj, da gæsterne i stigende grad kan vælge digital underholdning som streaming eller onlinespil frem for fysiske besøg. Endeligt kan valutakursudsving, især en stærk dansk krone, gøre det for dyrt for internationale turister at besøge haven, hvilket påvirker omsætningen negativt

Regnskabsanalyse

I dette kapitel foretages en analyse af Tivolis profitabilitetsnøgletal, baseret på årsrapporter for perioden 2020 til 2024. Regnskabsperioden er kalenderåret, hvilket betyder, at analysen dækker perioden fra den 1. januar 2020 til den 31. december 2024.

På baggrund af de offentliggjorte årsrapporter, har jeg udarbejdet en samlet resultatopgørelse og samlet balance for de fem år. Disse danner grundlag for en rentabilitetsanalyse, med udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide. Denne metode lægger særlig vægt på virksomhedens nuværende rentabilitet, hvilket er relevant i forhold til den efterfølgende værdiansættelse af Tivoli.

Resultatopgørelse til analyse

For at kunne foretage en hensigtsmæssig regnskabsanalyse tager jeg udgangspunkt i Tivolis resultatopgørelser fra årsrapporterne. De fremstår generelt i en analysevenlig opstilling, dog har jeg samlet finansielle indtægter og udgifter, samt resultat fra associerede virksomheder i en post, nemlig *Finansielle omkostninger*. Denne opstilling, jf. tabel 1, anvendes ved senere beregning af profitabilitetsnøgletal.

Resultatopgørelse til analyseformål

mio. kr.	2020	2021	2022	2023	2024
Omsætning	477,7	719,3	1.130,1	1.213,8	1.320,9
- Andre eksterne omkostninger	-270,9	-306,4	-420,8	-446,2	-465,7
- Personalemkostninger	-435,9	-412,2	-504,3	-544,5	-594,5
+ Andre driftsindtægter	187,3	85,9	11,7	5,0	10,5
EBITDA	-41,8	86,6	216,7	228,1	271,2
- Afskrivning	-133,2	-122,2	-119,2	-109,5	-108,7
EBIT	-175,0	-35,6	97,5	118,6	162,5
- Finansielle omkostninger	-10,1	-12,0	-10,0	-7,5	-7,1
EBT	-185,1	-47,6	87,5	111,1	155,4
- Skat	42,2	6,1	-22,4	-24,8	-31,8
Resultat efter skat / EAT	-142,9	-41,5	65,1	86,3	123,6

Tabel 1

Managerial balance sheet

På samme måde som resultatopgørelsen har jeg, af analyseformål, valgt af opstille Tivolis balance i et *Managerial balance sheet*. Dette gøres, da jeg ikke ønsker ”ikke-rentebærende poster” i passivside. Disse er således ”flyttet” og bruges i beregningen af arbejdskapitel (WCR). Hensatte forpligtelser, i form af udskudt skat, er ligeledes flyttet.

Disse rettelse medfører at passiverne, jf. tabel 2, består af rentebærende gældsforpligtelser og egenkapitalen.

Managerial balance sheet						
mio. kr.	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Likvider / cash	178,0	24,8	13,5	63,7	75,6	74,8
WCR	-225,8	-99,4	-184,6	-142,8	-133,6	-119,9
Anlægsaktiver / Net fixed assets	1.558,1	1.532,2	1.501,8	1.490,4	1.505,9	1.569,7
- Hensættelser (udskudt skat)	-36,2	-54,6	-50,4	-53,4	-53,6	-54,2
Invested capital	1.474,1	1.403,0	1.280,3	1.357,9	1.394,3	1.470,4
Kortfristet rentebærende gæld	32,1	118,5	33,6	30,9	30,4	37,3
Langfristet rentebærende gæld	392,2	381,6	370,1	338,6	314,8	286,1
Egenkapital	1.049,8	902,9	876,6	988,4	1.049,1	1.146,9
Capital employed	1.474,1	1.403,0	1.280,3	1.357,9	1.394,3	1.470,3

Tabel 2

Da den analysevenlige resultatopgørelse og managerial balance sheet nu er udarbejdet, kan jeg beregne profitabilitetsnøgletal for Tivoli, jf. Tabel 3.

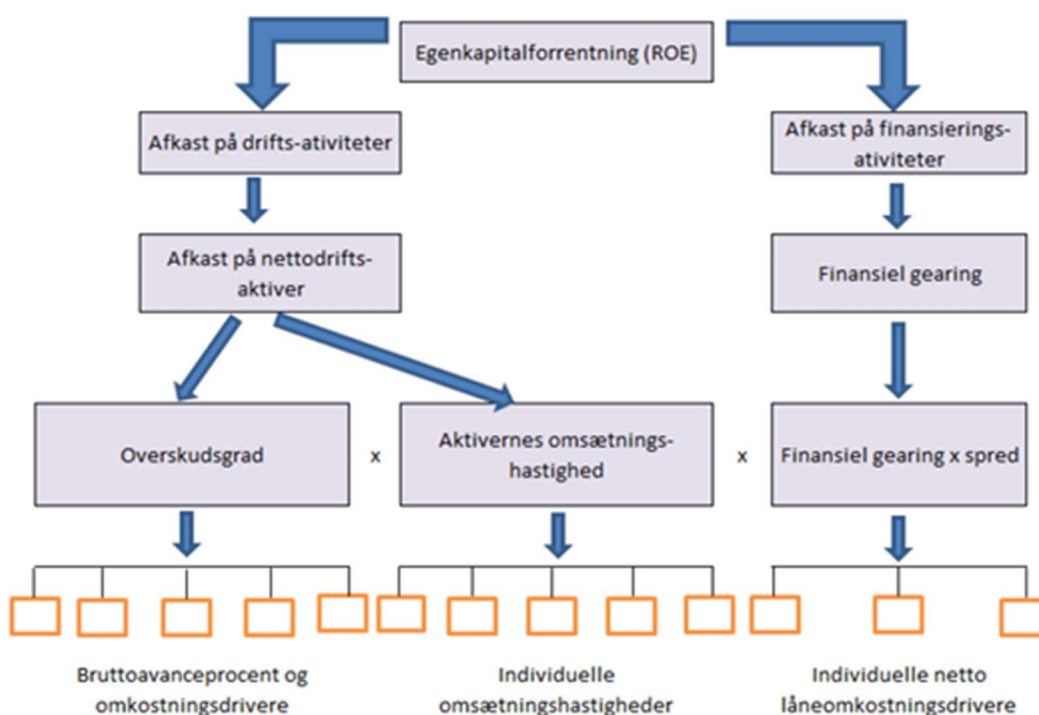
Profitabilitetsnøgletal						
	2020	2021	2022	2023	2024	Gns
ROE	-15,05%	-2,96%	11,99%	7,56%	10,87%	2,48%
ROIC	-12,17%	-2,65%	7,39%	8,62%	11,34%	2,51%
- EBIT%	-36,63%	-4,95%	8,63%	9,77%	12,30%	-2,18%
- Capital turnover	0,33	0,54	0,86	0,88	0,92	0,71
Financial leverage multiplier	1,64	1,95	1,23	1,24	1,23	1,46
- Financial cost ratio	1,06	1,34	0,90	0,94	0,96	1,04
- Financial structure ratio	1,55	1,46	1,37	1,33	1,28	1,40
Tax effect ratio	0,77	0,87	0,74	0,78	0,80	0,79

Tabel 3

Analyse af profitabilitetsnøgletal

Denne analyse tager udgangspunkt i den udvidede DuPont-pyramide, jf. figur 1, og har til formål, at analysere Tivolis evne til at tjene penge og generere et tilfredsstillende overskud, og kaldes også for en rentabilitetsanalyse (Sørensen, 2019).

Rentabilitetsanalysen afdækker virksomhedens nuværende samt historiske forrentning af egenkapitalen og dens underliggende finansielle værdidrivere, hvori en årsagssammenhæng kan findes. Disse finansielle værdidrivere anvendes ligeledes senere, i forbindelse med værdiansættelse ved budgettering af de underliggende drivere for egenkapitalforrentningen (ROE).



Figur 1 – DuPont-pyramiden – Referenceramme for analyse af egenkapitalforrentningen, ROE (Sørensen, 2019)

ROE – Return on equity

Egenkapitalens forrentning, eller ROE, måler egenkapitalens afkast (også kaldet virksomhedens rentabilitet eller ejernes afkast af den investerede kapital). Nøgletallet kan beregnes via formlen:

$$\text{Egenkapitalens forrentning} = \frac{\text{Nettoresultat}}{\text{Gns af egenkapital}} * 100$$

Groft sagt kan det siges, at egenkapitalens forrentning skal være højere end den risikofrie rente, idet det ellers ikke (økonomisk) kan svare sig at drive virksomheden.

Ser vi på dette nøgletal, jf. tabel 3, har ROE taget et kvantespring fra en negativ forrentning på -15,05 % i 2020 til solide 10,87 % i 2024. At denne stigning er så stor, skyldes bl.a. at udgangspunktet i 2020 var påvirket af Covid-19, med restriktioner og et væsentlig fald i antallet af turister. Tivoli er, med andre ord, gået fra at tære på kapitalen til at levere et attraktivt afkast til sine ejere, idet afkastet pænt overstiger den risikofrie rente på 4,5% (2024-tal) (Euroinvestor, 2024).

For at belyse udviklingen i egenkapitalens forrentning (ROE) er det nødvendigt at se på de næste niveauer i DuPont-pyramiden, jf. figur 1, idet disse fungerer som drivere for ROE. Disse opdeles i henholdsvis driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter, med dertilhørende drivere.

Afkast på driftsaktiviteter

I følgende afsnit vil jeg belyse, hvor effektivt Tivoli skaber overskud fra sin drift i forhold til den investerede kapital. Vi befinder os i venstre gren af DuPont-pyramiden, da det afspejler Tivolis indtjeningsevne uafhængigt af finansiering. I analysen vil jeg kommentere på udviklingen i ROIC, Operating profit margin (EBIT%) og Capital turnover.

ROIC – Return on invested capital

Nøgletallet ROIC måler hvor rentabelt en virksomhed er i stand til at få generet driftsoverskud ud fra de investerede aktiver (Sørensen, 2019). Nøgletallet kan beregnes via formlen:

$$ROIC = EBIT\% * Capital\ turnover$$

Udviklingen i ROIC spejler den generelle succes, som nævnt i ROE, med en stigning fra -12,17 % i 2020 til 11,34 % i 2024. Det understreger, at selve kerneforretningen i Tivoli nu er blevet profitabel og effektivt skaber værdi af den kapital, der er investeret i driften.

Operating profit margin (EBIT%)

Overskudsgraden, operating profit margin eller EBIT%, er udtryk for driftsoverskuddet i forhold til nettoomsætningen, altså hvor stor en procentdel af omsætningen (solgt krone) der bliver til overskud. Nøgletallet kan beregnes via formlen:

$$EBIT\% = \frac{EBIT}{Omsætning}$$

Ser vi på tabel 3, ser vi at netop dette nøgletal har gennemgået den mest markante udvikling, da den er gået fra -36,63 % i 2020 til 12,30 % i 2024. Grunden hertil er åbenlys. Der er sket en markant udvikling i Tivolis omsætning, der næsten er tredoblet, jf. tabel 1. Omkostningerne er også steget, men ikke i samme takt som omsætningen, hvorfor både EBIT og EBIT% stiger markant.

Capital turnover

Aktivernes omsætningshastighed eller Capital turnover er et nøgletal, der viser forholdet mellem omsætning og driftsaktiver. Altså salget pr. krone der er investeret i driftsaktiverne. Nøgletallet kan beregnes via formlen:

$$\text{Capital turnover} = \frac{\text{Nettoomsætning}}{\text{Gns. af Invested capital}}$$

Kigger vi igen i tabel 3, fremgår det, at Tivoli er blevet langt bedre til at aktivere sin balance. Capital Turnover er steget støt fra 0,33 til 0,92, hvilket betyder, at man i 2024 skaber næsten tre gange så meget omsætning per krone bundet i aktiver som i 2020. Dette skyldes den store udvikling i omsætningen, idet Invested capital har holdt sig på stort set samme niveau i hele den femårige periode.

Afkast på finansieringsaktiviteter

Den anden gren i DuPont-pyramiden, jf. figur 1, viser, hvordan Tivolis finansiering påvirker det samlede afkast til ejerne (ROE). De beregnede nøgletal, finansiel leverage multiplier, financial cost ratio og structure ration belyser effekten af gæld og egenkapital samt de omkostninger, der er forbundet med finansieringen. Som følge heraf vil jeg forsøge at forklare udviklingen i gearing og låneomkostninger. Dette skulle gerne resultere i en bedre indsigt i, om finansieringen forstærker eller reducerer afkastet til Tivolis ejere.

Financial leverage multiplier

Dette nøgletal er et udtryk for Tivolis gearing og viser hvor stor en del af den investerede kapital som er finansieret med fremmedkapital. Nøgletallet kan beregnes via formlen:

$$\text{Financial leverage multiplier} = \text{Financial cost ratio} * \text{Financial structure ratio}$$

Tivolis gearing toppede i 2021 på 1,95, men er siden faldet og har ligget stabilt omkring 1,23-1,24 de seneste tre år, hvilket indikerer en sundere balancegang mellem gæld og egenkapital. For at analysere udviklingen yderligere er det nødvendigt, at kigge nærmere på financial structure ratio og financial cost ratio. Disse bliver behandlet nedenfor.

Financial Cost Ratio & Structure

For at få en bedre forståelse af Tivolis finansielle gearing er det nødvendigt først at se på financial structure ratio, der er et udtryk for forholdet mellem virksomhedens invested capital og egenkapitalen. Dette nøgletal kan beregnes via formlen:

$$\text{Financial structure ratio} = \frac{\text{Invested Capital}}{\text{Egenkapital}}$$

Dette nøgletal falder for Tivoli i perioden, hvilket betyder at en større del af den investerede kapital (invested capital) kommer fra egenkapitalen. Dette vil samtidig medføre et fald i ovenstående financial leverage multiplier.

Ser vi på den anden del regnestykket, nemlig financial cost ratio, så fortæller dette nøgletal hvor stor en andel af EBIT, der er tilbage, når alle finansielle poster er fratrukket. Formlen herfor ser således ud:

$$\text{Financial cost ratio} = \frac{EBT}{EBIT}$$

Financial cost ratio er ligesom financial structure cost, faldende i perioden, hvilket forklarer faldet i Tivolis finansielle leverage multiplier.

Tax effect ratio

Skattepåvirkningen, tax effect ratio, er forholdet mellem EAT og EBT, hvilket svarer til den effektive skatteprocent. Denne beregnes via formlen:

$$\text{Tax effect ratio} = \frac{EAT}{EBT}$$

I Danmark har vi en selskabsskat på 22%, men det betyder ikke at den effektive skatteprocent er det samme. For Tivoli kan vi se, at skattepåvirkningen har lægget i intervallet 0,74-0,87. Forklaringen herpå skal formentlig findes i reguleringer af udskudte skatteforpligtelser.

Delkonklusion

Sammenhængen mellem de præsenterede nøgletal og ROE kan nemlig forklares via denne formel:

$$ROE = ROIC * \text{Financial cost ratio} * \text{Financial structure ratio} * \text{Tax effect ratio}$$

På baggrund af denne, samt ovenstående, kan det konkluderes, at den positive udvikling i Tivolis ROE primært skal tilskrives den store udvikling de har haft i omsætningen i perioden. Denne har

bevirket at EBIT er vendt fra –175 til 162,5 i 2024, hvilket naturligvis haft en positiv indvirkning på ROIC, idet Tivolis invested capital har udviklet sig stabilt.

Det skal naturligvis hertil nævnes, at financial cost ratio og financial structure ratio begge er faldende i perioden, hvilket mindsker ROE, men det har ikke opvejet for den store stigning i ROIC.

Budgettering

Til brug for værdiansættelsen og vurderingen heraf, for Tivoli pr. 31. december 2024, er det nødvendigt at udarbejde et resultat- og balancebudget. Disse indeholder de kommende fem regnskabsår, altså frem til og med regnskabsåret 2029. Budgetterne er udarbejdet på baggrund af den ovenstående strategiske- og regnskabsanalyse, samt Tivolis egne forventninger til fremtiden, og danner grundlag for beregningen af Tivolis fremtidige frie cash flow, der skal benyttes i DCF-modellen.

Resultatbudget

Følgende resultatbudget afspejler Tivolis forventede udvikling i indtægter og omkostninger over budgetperioden. Budgettet er baseret på kendte forhold, herunder investeringer, kapacitetsudvidelser og markedsforventninger. Der indregnes både kortsigtede udsving og en gradvis normalisering i de efterfølgende år. Særligt åbningen af det nye Asien-område anser jeg har væsentlig betydning.

Omsætningen

Tivoli forventer en omsætning på omkring 1.300 mio. kr., hvilket svarer til et mindre fald på 1,6 % sammenlignet med rekordåret 2024. Nedgangen kan blandt andet forklares med færre åbningsdage og en kortere sommersæson (Tivoli A/S, 2024, p. 13).

For 2026 forventes omsætningen at stige som følge af åbningen af det nye Asien-område. Denne er estimeret til 8%, bl.a., som følge af, at der er tale om den største investering i Tivolis historie (Tivoli A/S, 2024, p. 4). Fra 2027 og frem ventes en stabil vækst på 2%, drevet af en ny dynamisk prisstruktur samt en fortsat optimering af den digitale gæsterejse.

Eksterne omkostninger

Ledelsen forventer en moderat stigning i omkostningerne i 2025, estimeret til 2%, blandt andet som følge af inflation og stigende energipriser. Fra 2026 ventes omkostningerne at stige yderligere i takt med et højere besøgstal, estimeret til 5%. I perioden 2027–2029 forventes væksten i de eksterne

omkostninger at aftage, estimeret til 2%, blandt andet fordi Tivolis investeringer i energioptimering (f.eks. varmegenvinding og LED) må forventes at give økonomiske besparelser.

Personaleomkostninger

I 2025 forventes en markant stigning på omkring 5%. Denne udvikling skyldes blandt andet de høje overenskomster fra 2023 (Tivoli A/S, 2023), samt forventede lønstigninger i forlængelse af de nye forhandlinger i foråret 2025. I perioden 2026–2029 forventes væksten at normalisere sig og i højere grad følge udviklingen på det generelle arbejdsmarked, estimeret til 2,5-3%.

Afskrivninger

I 2025 forventes at være stabile i niveauet 2-3% i perioden. Dog med undtagelse af 2026, hvor det nye Asien-område forventes færdigt og afskrivningerne stiger med estimeret 12%.

Finansielle omkostninger

I 2025 forventes et fortsat fald i de finansielle omkostninger på omkring 4 %, som følge af Tivolis nuværende afvikling af langfristede lån. I det efterfølgende år, 2026, forventes en midlertidig stigning i de finansielle omkostninger på omkring 8 %, som følge af færdiggørelsen af det nye Asien-område. Fra 2027 og frem forventes de finansielle omkostninger at følge en mere stabil, nedadgående udvikling, med fald på 5% årligt, som følge af Tivolis gældsafvikling.

Dog vil der i 2028 være et fald i de finansielle omkostninger, estimeret til 12%, da et af Tivolis større prioritetslån, oprindeligt optaget i 2008 i forbindelse med ombygningen af Nimb, forventes fuldt afdraget (Tivoli A/S, 2024, p. 121).

Ovenstående kan sammenfattes og opstilles i følgende tabeller.

Budgettering, %-udvikling	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Vækst i omsætningen	-1,60%	8,00%	4,00%	3,50%	3,00%
Eksterne omkostninger	2,00%	5,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Personale omkostninger	5,00%	4,00%	3,00%	2,50%	2,50%
Afskrivninger	2,00%	12,00%	3,00%	2,00%	2,00%
Finansielle omkostninger	-4,00%	8,00%	-5,00%	-12,00%	-5,00%

Tabel 4

Omsættes dette til kroner, vil budgetterne se således ud, jf. tabel 5. Bemærk at andre driftsindtægter budgetteres til kr. 0, da disse primært bestod af kompensationsordninger fra Corona, og disse udløb i 2024. Skat af årets resultat er sat til den lovbestemte sats på 22%.

Budgetteret resultatopgørelse					
mio. kr.	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B
Omsætning	1.299,8	1.403,7	1.459,9	1.511,0	1.556,3
- Andre eksterne omkostninger	-475,0	-498,8	-508,7	-518,9	-529,3
- Personalemkostninger	-624,2	-649,2	-668,7	-685,4	-702,5
+ Andre driftsindtægter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	200,5	255,8	282,5	306,7	324,5
- Afskrivning	-110,9	-124,2	-127,9	-130,5	-133,1
EBIT	89,7	131,6	154,6	176,2	191,4
- Finansielle omkostninger	-6,8	-7,4	-7,0	-6,2	-5,8
EBT	82,8	124,2	147,6	170,1	185,6
- Skat	-18,2	-27,3	-32,5	-37,4	-40,8
Resultat efter skat / EAT	64,6	96,9	115,1	132,7	144,8

Tabel 5

Balancebudget

Herunder følger mit bud på Tivolis balancebudget for perioden 2025-2029. Estimerne tager udgangspunkt i ovenstående analyser, samt det tidligere udarbejdede managerial balance sheet, jf. tabel 2.

Likvider (Cash)

Tivoli arbejder historisk med en likvid beholdning omkring 60-75 mio. kr. for at sikre det daglige beredskab. Overskydende likviditet fra de gode resultater forventes brugt til gældsafvikling og investeringer, frem for at ligge som passiv kapital. Som følge af den budgetterede resultatopgørelse, og de dertilhørende stigende EAT, budgetteres Tivolis likvide beholdning af stige med estimeret 5% årligt, fra 2027-2029.

Anlægsaktiver (Net Fixed Assets)

I budgetårene 2025 og 2026 forventes en markant stigning i anlægsaktiverne på hhv. 3,5% og 8%, som følge af det nye Asien område, samt det nye billetsystem ”Den Digitale Have” (Obitsø, 2022).

Efter færdiggørelsen af disse projekter, vil udviklingen stabilisere sig i 2027, estimeret til +0,5%, og derefter falde svagt i 2028, estimeret til -1%, og 2029, estimeret til -1,5%, som følge af de nye afskrivninger.

Hensættelser (udskudt skat)

Udskudt skat stiger typisk, når der foretages store investeringer, da der opstår tidsmæssige forskelle mellem regnskabsmæssige og skattemæssige afskrivninger. Derfor estimeres Tivolis hensættelser at stige med 1% årligt, med undtagelse af 2026, hvor de nye anlæg tages i brug. Her estimeres der med en stigning på 3%.

Kortfristet rentebærende gæld

Denne gæld (varebeholdninger, debitorer og periodeafgrænsninger) har en stor sammenhæng med nettoomsætningen. Som følge af den forventede udvikling heraf, estimeres der, i 2025, at være et fald på 1,5%, ca. svarende til ledelsens forventning om en lavere nettoomsætning, mens 2026 estimeres til en stigning på 8%, som følge af det øgede aktivitetsniveau. Herefter estimeres udviklingen af følge forventningerne til væksten i omsætningen.

Langfristet rentebærende gæld

Tivoli har historisk nedbragt prioritetsgælden med ca. 22-30 mio. kr. årligt, hvorfor der i 2025 estimeres med et fald på -5%. I 2026 følger et større kapitalbehov til Asien-projektet, hvilket øger gælden, estimeret til 10%. Herefter estimeres det, at udviklingen vil følge Tivolis historik, og falde med ca. 6% årligt, dog med et større fald i 2028, estimeret til -15%, da et af Tivolis prioritetslån (fra 2008) er fuldt afdraget.

Egenkapital

Egenkapitalen forventes at vokse støt gennem hele perioden med 2-3%. Væksten drives af de forventede positive resultater efter skat (EAT).

Ovenstående kan sammenfattes og opstilles i følgende tabeller.

Budgetteret balance, %-udvikling	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
Likvider/cash	0,00%	0,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Anlægsaktiver / net fixed assets	3,50%	8,00%	0,50%	-1,00%	-1,50%	-1,50%
Hensættelser (udskudt skat)	1,00%	3,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Kortfristet rentebærende gæld	-1,50%	8,00%	4,00%	3,50%	3,00%	3,00%
Langfristet rentebærende gæld	-5,00%	10,00%	-6,00%	-15,00%	-6,00%	-6,00%
Egenkapital	2,50%	2,00%	2,50%	2,75%	3,00%	3,00%

Tabel 6

Med udgangspunkt i ovenstående udvikling kan jeg udarbejde et nyt managerial balance sheet, jf. tabel 7. Da Invested capital og Capital employed skal balancere, beregnes WCR som differencen.

**Budgetteret balance, inkl.
WCR**

mio. kr.	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
Likvider / cash	74,80	74,80	78,54	82,47	86,59	86,59
WCR	-160,59	-235,29	-233,61	-226,25	-178,77	-178,77
Anlægsaktiver / Net fixed assets	1.624,64	1.754,61	1.763,38	1.745,75	1.719,56	1.719,56
- Hensættelser (udskudt skat)	-54,74	-56,38	-56,95	-57,52	-58,09	-58,09
Invested capital	1.484,11	1.537,74	1.551,36	1.544,45	1.569,29	1.569,29
Kortfristet rentebærende gæld	36,74	39,68	41,27	42,71	43,99	43,99
Langfristet rentebærende gæld	271,80	298,97	281,04	238,88	224,55	224,55
Egenkapital	1.175,57	1.199,08	1.229,06	1.262,86	1.300,75	1.300,75
Capital employed	1.484,11	1.537,74	1.551,36	1.544,45	1.569,29	1.569,29

Tabel 7

Værdiansættelse, DCF

På baggrund af de udarbejdede budgetter kan Tivoli nu værdiansættes ved anvendelse af DCF-modellen (Discounted Cash Flow). Denne model er en indkomstbaseret metode, der fastsætter virksomhedens værdi ved at tilbagediskontere forventede fremtidige pengestrømme til nutidsværdi. Disse diskonteres med virksomhedens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostning (WACC) samt en forventet vækstrate, og kan beregnes via Gordons formel:

$$DCF \text{ value}(\text{constant growth}) = \frac{CF_1}{k - g}$$

CF1 er det forventede cashflow på tidspunkt 1, mens k er WACC'en og g er en konstant vækstrate.

Modellen bygger på en antagelse om, at de frie pengestrømme (FCF) fortsætter uendeligt, hvilket ikke nødvendigvis er realistisk for alle virksomheder.

Inden jeg kan beregne værdien, er jeg nødt til at fastlægge henholdsvis WACC'en og den konstante vækstrate.

Beregning af WACC

Weighted Average Cost of Capital (WACC) angiver virksomhedens samlede, vægtede kapitalomkostning. Den afspejler det minimumsafkast, virksomheden skal opnå på sine investeringer for at leve op til både aktionærernes og långivernes afkastkrav.

WACC tager højde for omkostningerne ved både egenkapital og fremmedkapital, som vægtes i forhold til deres andel af virksomhedens samlede kapitalstruktur (Hawawini & Viallet, 2019).

Beregningen kan laves på følgende formel:

$$WACC = (\% \text{ equity financing} * k_e) + (\% \text{ debt financing} * k_D(1 - T_c))$$

Eller omskrevet (skat.dk, 2019):

$$WACC = (\text{Egenkapitalandel} * \text{Egenkapitalomkostning}) + (\text{Fremmedkapital} * \text{Fremmedkapitalomkostning})$$

Egenkapitalomkostning - Cost of equity (k_e)

Ved enhver investering er der en forventning om afkast. Cost of equity beskriver det afkast, som investorer kræver for at stille egenkapital til rådighed. Denne omkostning afspejler risikoen ved investeringen, hvilket betyder jo højere risiko jo højere en cost of equity. For at beregne dette Tivolis cost of equity, kan følgende formel bruges:

$$k_e = \text{Risikofri rente} + (\text{beta} * \text{markedsrisikopræmie})$$

For at beregne Tivolis cost of equity skal disse variable fastlægges.

Den risikofri rente

Det afkast en investor kan få uden at påtage sig en risiko, kaldes for den risikofrie rente. I praksis anvendes der i Danmark typisk renten på 10-årige statsobligationer, da disse betragtes som værende stort set risikofrie. En 10-årig dansk statsobligation forrentes med 2,25% (Nationalbanken, 2025), hvorfor denne sats anvendes.

Markedsrisikopræmie

En investor, der skal investere i andet end ovenstående statsobligation, løber en større risiko og forventer derfor at få et ekstra afkast. Dette afkast kaldes for markedsrisikopræmien og Skattestyrelsen beregner denne ved at kigge på aktuelle aktiepriser, virksomheders regnskaber og forventninger til fremtidige indtjening. Ud fra deres analyser anbefaler de en risikopræmie på 6 % i årene 2024-2026 (Skattestyrelsen, 2026).

Beta

Beta-værdien er et tal, der fortæller, hvor meget en aktie eller virksomhed svinger i forhold til det samlede marked. Er beta større end én, er aktien mere risikabel end markedet generelt, og er den mindre end én, er den mere stabil. Beta måler kun den risiko, man ikke kan slippe af med ved at sprede sine investeringer, altså den risiko, der rammer alle på én gang, som fx renteændringer eller en finanskriser. Den virksomhedsspecifikke risiko, som man godt kan undgå ved at eje mange forskellige aktier, tæller ikke med.

Da Tivoli er børsnoteret, er betaværdien allerede beregnet og kan findes på bl.a. Financial Times' hjemmeside. Som følge heraf benyttes 0,2181 som betaværdi i denne opgave (Financial Times, 2026).

Tivolis cost of equity kan nu beregnes:

$$k_e = 0,0225 + (0,2181 * 0,06) = 0,035586 \approx 3,56\%$$

Fremmedkaptialomkostning – cost of debt (k_D)

Når en virksomhed, som Tivoli, skal ud at låne penge, enten gennem banklån eller obligationer, er det forbundet med en omkostning. Denne angives som en rentesats, og kan beregnes via følgende formel:

$$k_D = \text{Nominel rente på gælden (før skat)} * (1 - \text{selskabsskattesats})$$

Den nominelle rente beregnes som gennemsnittet af Tivolis gældsrente de seneste fem år, jf. tabel 8.

Gældsrente	2020	2021	2022	2023	2024	Gns.
Finansielle omkostninger	10,1	12,0	10,0	7,5	7,1	9,3
Rentebærende gældsforpligtigelser	500,1	403,7	369,5	345,2	323,4	388,4
Gældsrente, %	2,02%	2,97%	2,71%	2,17%	2,20%	2,41%

Tabel 8

Som følge af ovenstående tabel 8, benyttes 2,41% som den nominelle rente på Tivolis gæld, og med udgangspunkt i den danske selskabsskat på 22%, kan Tivolis cost of debt nu beregnes:

$$k_D = 0,0241 * (1 - 0,22) = 0,018798 \approx 1,88\%$$

Kapitalstruktur

For at beregne Tivolis WACC mangler jeg at få afklaret forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital. Denne er opstillet nedenfor i tabel 9.

	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
Kortfristet rentebærende gæld	36,74	39,68	41,27	42,71	43,99	45,31
Langfristet rentebærende gæld	271,80	298,97	281,04	238,88	224,55	211,07
Egenkapital	1.175,57	1.199,08	1.229,06	1.262,86	1.300,75	1.339,77
Capital employed	1.484,11	1.537,74	1.551,36	1.544,45	1.569,29	1.596,16

Budgetteret kapitalandelstruktur	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	Gns
Egenkapitalandel, %	79,21%	77,98%	79,22%	81,77%	82,89%	80,21%
Fremmedkapitalandel, %	20,79%	22,02%	20,78%	18,23%	17,11%	19,79%
I alt	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabel 9

I tabellen ses det, at den gennemsnitlige kapitalstruktur er 80/20 i egenkapitalens favør, hvorfor denne fordeling anvendes i beregningen af Tivolis WACC.

Beregning af WACC, k

Ud fra ovenstående udregninger kan jeg nu beregne Tivolis Weighted Average Cost of Capital:

$$WACC = (0,80 * 0,0356) + (0,20 * 0,0188) = 0,03224 \approx 3,21\%$$

Denne værdi skal bruges i den senere værdisætning, jf. Gordons formel. Her ses det, at K står på nævnerens plads, hvorfor en højere WACC vil medføre en lavere DCF-værdi.

Beregning af vækstraten, g

Dansk økonomi ser overordnet sund og stabil ud i de kommende år. Der forventes en pæn økonomisk vækst, høj beskæftigelse og en lav og stabil inflation. Selvom udsigterne er gode, er der også usikkerheder. Handelskonflikter og øgede toldbarrierer kan påvirke verdenshandlen negativt og dermed sænke væksten. Samtidig kan stigende forsvarsudgifter skabe pres på økonomien. Samlet set peger prognosen på en stabil udvikling, hvor væksten gradvist normaliseres på ca. 2,6 % (Nationalbanken, 2025).

Denne forventede vækstrate på 2,6% skal ligeledes bruges i den senere værdisætning, jf. Gordons formel. Her ses det, at G skal fratrækkes i nævneren, hvorfor en højere vækstrate vil medføre en højere DCF-værdi. Jo lavere en nævner, jo større et resultat.

Det frie cashflow, CF_1

De pengestrømme, som Tivoli genererer fra sine drifts- og investeringsaktiviteter, kaldes det frie cashflow. For perioden 2025-2030 er det frie cash flow opgjort med udgangspunkt i den budgetterede resultatopgørelse samt det udarbejdede managerial balance sheet.

I beregningen ganges EBIT med tax effect ratioen på 0,78. Herefter tillægges afskrivningerne. Ændringen i arbejdskapitalen (WCR) samt ændringen i udskudt skat fratrækkes, da sidstnævnte ikke påvirker likviditeten. Afslutningsvis fratrækkes nettoinvesteringerne.

På denne baggrund fremkommer det frie cash flow, jf. tabel 10.

mio. kr.	2021R	2022R	2023R	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
WCR	-184,6	-142,8	-133,6	-119,9	-160,59	-235,29	-233,61	-226,25	-178,77	-129,86
Nettoinvesteringer (Δ Anlægsakt - afskrivninger)	-152,6	-130,6	-94,0	-44,9	-55,9	5,8	-119,1	-148,1	-159,3	-158,9
Omsætning		1.130,10	1.213,80	1.320,90	1.299,77	1.403,75	1.459,90	1.510,99	1.556,32	1.556,32
- Driftsomkostninger ((1-EBITDA/Omsætning) * Omsætning)		-913,40	-985,70	-1.049,70	-1.099,24	-1.147,96	-1.177,41	-1.204,30	-1.231,81	-1.231,81
- Afskrivninger		-119,2	-109,5	-108,7	-110,9	-124,2	-127,9	-130,5	-133,1	-133,1
EBIT		97,50	118,60	162,50	89,65	131,61	154,58	176,23	191,44	191,44
Tax effect ratio		0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78
Frit cash flow, mio. kr.		2022R	2023R	2024R	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
EBIT* tax effect ratio		76,05	92,51	126,75	69,93	102,66	120,57	137,46	149,32	149,32
+ Afskrivninger		119,20	109,50	108,70	110,87	124,18	127,90	130,46	133,07	133,07
- Δ Udskudt skat		3,00	0,20	0,60	0,54	1,64	0,56	0,57	0,58	0,58
- Δ WCR		-41,80	-9,20	-13,70	40,69	74,70	-1,68	-7,36	-47,47	-48,91
-Nettoinvesteringer		-130,60	-94,00	-44,90	-55,93	5,79	-119,13	-148,10	-159,26	-158,87
Frit cash flow		25,85	99,01	177,45	166,10	308,97	128,23	113,03	76,24	75,19

Tabel 10

Værdiansættelse ud fra DCF-modellen

Da vækstraten nu er fastsat og det frie cash flow samt WACC'en er beregnet, kan terminalværdien af Tivoli A/S, efter den eksplicite budgetperiode, nu beregnes ved brug Gordons formel.

$$\text{Terminalværdi} = \frac{75,19}{0,0321 - 0,026} = 12.326,91$$

Herefter skal terminalværdien, samt fremtidige pengestrømme, tilbagediskonteres til nutidsværdi ved anvendelse af den fastsatte WACC, da værdien af penge afhænger af tidspunktet for modtagelsen.

Summen af de diskonterede pengestrømme og terminalværdien udgør virksomhedens samlede værdi (enterprise value), hvorfra Tivolis forventede likvide beholdning tillægges, og den forventede rentebærende gæld fratrækkes. Resultatet af dette giver Tivoli A/S en beregnet værdi på mio. kr. 11.092,43, pr. 31. december 2024, jf. tabel 11.

mio. kr.	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
WCR	-160,59	-235,29	-233,61	-226,25	-178,77	-129,86
Nettoinvesteringer (Δ Anlægsakt - afskrivninger)	-55,9	5,8	-119,1	-148,1	-159,3	-158,9
Omsætning	1.299,77	1.403,75	1.459,90	1.510,99	1.556,32	1.556,32
- Driftsomkostninger ((1-EBITDA/Omsætning) * Omsætning)	-1.099,24	-1.147,96	-1.177,41	-1.204,30	-1.231,81	-1.231,81
- Afskrivninger	-110,9	-124,2	-127,9	-130,5	-133,1	-133,1
EBIT	89,65	131,61	154,58	176,23	191,44	191,44
Tax effect ratio	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78	0,78

Frit cash flow, mio. kr.	2025B	2026B	2027B	2028B	2029B	2030T
EBIT*tax effect ratio	69,93	102,66	120,57	137,46	149,32	149,32
+ Afskrivninger	110,87	124,18	127,90	130,46	133,07	133,07
- Δ Udskudt skat	0,54	1,64	0,56	0,57	0,58	0,58
- Δ WCR	40,69	74,70	-1,68	-7,36	-47,47	-48,91
-Nettoinvesteringer	-55,93	5,79	-119,13	-148,10	-159,26	-158,87
Frit cash flow	166,10	308,97	128,23	113,03	76,24	75,19
Terminalværdi						12.326,91

WACC	3,21%
Vækst i terminalperioden	2,60%

Terminalværdi	
NPV af cashflow (2025-2029)	732,33
NPV af terminalværdi	10.525,57
NPV i alt (enterprise value)	11.257,89
+ Cash	90,92
- Gæld	-256,39
Værdi af EK	11.092,43

Tabel 11

Følsomhedsanalyse

Den beregnede værdi af Tivoli er baseret på en række forudsætninger, herunder budgetterede frie cash flows, den fastsatte terminalvækst samt beregningen af WACC (herunder beta, markedsrisikopræmie og den risikofrie rente). Disse antagelser indebærer en usikkerhed, da ændringer i dem kan påvirke værdiansættelsen.

For at belyse denne usikkerhed er der udarbejdet en følsomhedsanalyse, jf. tabel 12, som viser, hvordan værdien påvirkes af ændringer i WACC og vækstraten.

Følsomhedsanalyse, mio. kr.

		WACC, %				
		2,50%	3,00%	3,21%	3,50%	4,00%
Vækstrate, %	2,25%	27.163,80	9.218,99	7.254,98	5.626,71	4.084,85
	2,50%		13.543,20	9.609,95	6.892,94	4.673,46
	2,60%		16.786,36	11.092,43	7.596,40	4.967,76
	3,00%			31.141,13	13.224,09	6.733,60
	3,25%				25.886,38	8.793,73
	3,50%					

Tabel 12

Følsomhedsanalysen viser, hvordan værdien påvirkes af ændringer i henholdsvis WACC og vækstraten. Analysen viser, at selv mindre ændringer i forudsætningerne kan have betydelig indflydelse på den beregnede værdi af Tivoli.

Den centrale værdiansættelse er markeret med gult og tager udgangspunkt i en WACC på 3,21 % samt en vækstrate på 2,60 %, hvilket resulterer i en virksomhedsværdi på 11.092,43 mio. kr.

Generelt ses det, at en lavere WACC og højere vækstrate medfører en højere værdi, mens en højere WACC og lavere vækstrate mindsker værdien. Dette skyldes, at lavere kapitalomkostninger og højere forventet vækst øger nutidsværdien af de fremtidige pengestrømme.

Følsomhedsanalysen understreger dermed, at værdiansættelsen er særligt følsom over for ændringer i de anvendte forudsætninger, hvorfor fastsættelsen af WACC og vækstrate har stor betydning for det endelige resultat.

Værdiansættelse, P/E og P/B

Resultatet af DCF-modellen er, som nævnt, forbundet med en vis usikkerhed, da modellen bygger på tre centrale forudsætninger: WACC, vækstraten og budgetter. Disse forudsætninger er baseret på kvalitative data samt vurderinger og skøn, hvilket betyder, at værdiansættelsen kan ændre sig, hvis forudsætningerne justeres. For at vurdere resultatet fra DCF-modellen, har jeg valgt at benytte to alternative værdiansættelsesmetoder, P/E-metoden (Price-to-Earnings Ratio) og P/B-metoden (Price-to-Book Ratio). Disse kan beregnes ved hjælp af følgende formler (Hawawini & Viallet, 2019):

$$\text{Virksomhedsværdi} = PE * EAT$$

$$\text{Virksomhedsværdi} = PB * \text{egenkapital}$$

Da Tivoli er børsnoteret, er disse værdier kendte, hvorfor P/E og P/B er fastsat til hhv. 30,40 og 3,27 (Inderes.dk, 2024). Det giver følgende værdiansættelse af Tivoli pr. 31. december 2024:

P/E, 2024	30,40
P/B, 2024	3,49
EAT, 2024	123,60
Egenkapital, 2024	1.146,90
Værdi, P/E	3.757,44
Værdi, P/B	4.002,68

Tabel 13

Konklusion

På baggrund af den gennemførte strategiske og finansielle analyse kan det konkluderes, at Tivoli A/S pr. 31. december 2024 har en beregnet egenkapitalværdi på 11.092,43 mio. kr. Denne værdiansættelse bygger på en regnskabsperiode fra 2020-2024, hvor selskabet har formået at øge sin omsætning markant og levere en ROE på 10,87 %, hvilket pænt overstiger markedets afkastkrav.

Den strategiske analyse underbygger denne værdi ved at identificere Tivolis unikke markedsposition. Gennem serviceværdikæden ses det, at Tivolis interne fokus på medarbejdertilfredshed og en genansættelsesprocent på 82,3 % medfører en stærk ekstern gæstloyalitet, hvilket resulterede i 4,25 millioner besøgende i 2024. Porters Five Forces-analysen bekræfter, at Tivoli er beskyttet af massive adgangsbarrierer grundet sin unikke placering i København og et 180 år gammelt brand, hvilket gør truslen fra nye indtrængere meget lav. Selvom truslen fra substitutter som digital underholdning er høj, formår Tivoli at differentiere sig gennem historisk storytelling og en udvidelse af sæsonerne, hvilket gør forretningen mindre sårbar over for vejrets uforudsigelighed.

Den finansielle værdiansættelse via DCF-modellen er dog behæftet med væsentlig usikkerhed og skal opfattes med forbehold. En central årsag til den høje værdi på over 11 mia. kr. er den anvendte WACC på 3,21 %. Denne lave diskonteringsfaktor er primært drevet af en meget lav beta-værdi på 0,2181, hvilket indikerer, at Tivoli-aktien historisk har svinget meget lidt i forhold til markedet. Hvis markedets risikovurdering ændres, eller renteniveauet stiger, vil WACC'en øges, hvilket vil have en negativ effekt på værdien. Følsomhedsanalysen viser f.eks., at hvis WACC'en stiger til blot 4,00 %, falder værdien til omkring 4,9 mia. kr. ved den nuværende vækstrate. Ydermere udgør terminalværdien størstedelen af den beregnede værdi (10.525,57 mio. kr. ud af en samlet enterprise value på 11.257,89 mio. kr.). Det betyder, at værdiansættelsen er meget følsom over for den antagede langsigtede vækstrate på 2,6 %. Sammenlignes DCF-resultatet med de alternative værdiansættelsesmetoder, fremstår værdien på 11,1 mia. kr. meget optimistisk. P/E-modellen og P/B-modellen værdisætter nemlig selskabet til henholdsvis 3.757,44 mio. kr. og 4.002,68 mio. kr. baseret på 2024-tal.

Konklusionen er derfor, at mens Tivoli besidder unikke strategiske aktiver og en solid indtjeningsevne, er den beregnede værdi på 11,1 mia. kr. i høj grad et udtryk for en teoretisk nutidsværdi baseret på forventet uendelig vækst og meget lave kapitalomkostninger. En investor bør forholde sig kritisk til det store spænd mellem DCF, P/E og P/B, da DCF-modellen antager en meget stabil fremtid for et selskab, der i praksis er konjunkturfølsomt og afhængigt af luksusforbrug.

Bibliografi

Boston Consulting Group, 2024. *via Ritzau*. [Online]

Available at: https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/14097409/ny-forbrugeranalyse-danskerne-skaerer-ned-pa-forbruget-trods-hoj-tillid-til-okonomien?lang=da&utm_source=chatgpt.com

[Senest hentet eller vist den 18 marts 2026].

Danmarks Nationalbank, 2025. *nationalbanken.dk*. [Online]

Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/presse/arkiv/2025/nationalbanken-nedjusterer-forventningerne-til-dansk-vaekst-24-09-2025>

[Senest hentet eller vist den 27 april 2026].

Den juridiske vejledning 2026-1, 2026. *skat.dk/vejledninger*. [Online]

Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1947094>

[Senest hentet eller vist den 03 marts 2026].

Euroinvestor, 2024. *euroinvestor.dk*. [Online]

Available at: <https://www.euroinvestor.dk/finanskommentar/markedsanalytiker-den-risikofrie-rente-er-taet-paa-45-pct--hvad-betyder-det-for-aktiemarkedet>

[Senest hentet eller vist den 16 april 2026].

Financial Times, 2026. *markets.ft.com*. [Online]

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

[Senest hentet eller vist den 4 maj 2026].

Friis, L., 2019. *Berlingske.dk*. [Online]

Available at: <https://www.berlingske.dk/virksomheder/kendt-cafekonge-slaar-alarm-om-mange-koebenhavnske-restauranter-nu-begynder-udskilningsloebet>

[Senest hentet eller vist den 08 maj 2026].

Graversen, M., 2024. *nyheder.tv2.dk*. [Online]

Available at: <https://nyheder.tv2.dk/business/2024-01-16-turismen-i-danmark-slaar-ny-rekord-vi-kan-takke-vores-nabo-som-er-verdens-stoerste-rejseland#:~:text=Turismeerhvervet%20har%20tjent%2070%20milliarder,der%20bruger%20penge%20i%20Danmark>

[Senest hentet eller vist den 5 marts 2026].

Habermann, N., 2013. Tivoli må ikke få kant. *Magasinet KBH*, 13 september.

Halkier, H., James, L., Therkelsen, A. & Ren, C., 2023. *Digital omstilling i dansk turisme: Muligheder og udfordringer for attraktioner og overnatningssteder*, Aalborg: Aalborg Universitet.

Hansen, A. B., 2023. *Magasinet Museum*. [Online]

Available at: <https://www.magasinetmuseum.dk/vil-man-tjene-penge-paa-gaesterne-maa-man-forstaa-dem/>

[Senest hentet eller vist den 28 marts 2026].

Hansen, L. S., 2025. *Slår nye rekorder: Tivoli opnår bedste resultat nogensinde*. [Online]

Available at: <https://turistmonitor.dk/nyheder/art10342623/Tivoli-opn%C3%A5r-bedste-resultat->

nogensinde

[Senest hentet eller vist den 18 februar 2026].

Hawawini, G. & Viallet, C., 2019. *Finance for executives - managin for value creation*. 6. red. Andover, UK: Cengage.

Herskind, I., 2023. *Politiken.dk*. [Online]

Available at: <https://politiken.dk/kultur/art9295595/Det-er-blevet-markant-dyrere-at-g%C3%A5-i-biografen-og-i-zoo>

[Senest hentet eller vist den 28 marts 2026].

Inderes.dk, 2024. *inderes*. [Online]

Available at: <https://www.inderes.dk/companies/Tivoli/financials-and-estimates>

[Senest hentet eller vist den 5 maj 2026].

Ingvarsdén, J., 2022. Trods energikrise: Tivoli vil fortsætte med tusindvis af lyspunkter til vinter. *Berlingske*, 7 september.

Kiil, M., 2020. Tivoli taber seks millioner kroner om dagen. *TV2 Kosmopol*, 7 april.

Kjær, S., 2018. Tivoli satser digitalt: Vil sælge 10-15 pct flere årskort. *Børsen*, 18 september.

Landbrug & Fødevarer, 2026. *lf.dk*. [Online]

Available at: <https://lf.dk/aktuelt/artikler/2026/danmark-maa-afgive-foerstepladsen-i-oekologi/>

[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

Madsen, J. H., 2010. *Oplevelsesøkonomien*. København: Systime.

Madsen, M. M., 2022. *Berlingske.dk*. [Online]

Available at: <https://www.berlingske.dk/kultur/tivoli-bryder-aarelang-tradition-og-skruer-ned-men-det-er-ikke-kun-prisen-der-saetter-en-daemper-paa>

[Senest hentet eller vist den 28 marts 2026].

Nationalbanken, 2025. Dansk økonomi i balance trods usikre tider. *Pressemeddelelse*, 19 marts.

Nationalbanken, 2025. *Strategi for statens låntagning i 2026*, København: s.n.

Nygaard, K. D., 2022. *dr.dk*. [Online]

Available at: https://www.bt.dk/musik/massiv-foespoergsel-paa-fredagsrock-billetter-udsolgt-paa-lidt-over-en-time?gaa_at=eafs&gaa_n=AWETSqeqABVjtmksG4DoVArwkKhNoxQMOFVh98egD8ooVsvJIDILNzwAG0uahYNamvo%3D&gaa_ts=69ba763e&gaa_sig=wo9e3eygbCNRPR-VG6Oxp41OheB8_xCcefVoFi_Dm

[Senest hentet eller vist den 18 marts 2026].

Obitsø, O., 2022. *Mediet Markedsføring*. [Online]

Available at: <https://markedsforing.dk/artikler/nyheder/tivoli-gaar-i-luften-med-sidste-digitale-ryk-under-michala-svane/>

[Senest hentet eller vist den 27 april 2026].

Obsidian Digital, 2024. *via.ritzau.dk*. [Online]

Available at: <https://via.ritzau.dk/pressemeddelelse/13803540/underholdning-and-oplevelser-din->

[guide-til-danmarks-bedste-aktiviteter?publisherId=13561985&lang=da](#)
[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

Olsen, N. V., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022. *STRATEGI - det strategiske lederskab*. 1. red. København: Trojka.

Rasmussen, K. C., 2025. Naboer raser over Tivolis nye idé: - Ellers tak!. *Københavnerviv*, 25 april.

Ringblom, P. M., 2022. *kristeligt-dagblad.dk*. [Online]
Available at: <https://www.kristeligt-dagblad.dk/debat/fremtidens-danmark-tager-form-efter-en-aldrende-befolkning>
[Senest hentet eller vist den 28 marts 2026].

Ritzau, 2023. *AvisenDanmark*. [Online]
Available at: <https://avisendanmark.dk/erhverv/den-blaa-planet-kaemper-med-hoeje-elregninger-og-vigende-besogstal>
[Senest hentet eller vist den 18 marts 2026].

Ritzau, 2023. Tivoli hæver sine entrépriser forud for ny sæson. *TV2*, 28 marts.

Ritzau, 2025. *Berlingske.dk*. [Online]
Available at: http://berlingske.dk/business/tivoli-udvider-saesonen-for-foerste-gang-i-12-aar?gaa_at=eafs&gaa_n=AWEtscqcdjn4Z3a5m7fZDimCcuVJA6j2kHYzMPsUEjEMfEOOKgnyKUZDQtoluH1ohN8Y%3D&gaa_ts=69ba7e63&gaa_sig=EdSP4--rmC0zrSaQ7U5pU05ogjp-Na-Qwpu0OcfW4nPvGKsYe7svHheB5JGOF
[Senest hentet eller vist den 18 marts 2026].

Rode, E. O., 2012. Tivoli lider også under det dårlige vejr. *Ringkjøbing Skjern Dagbladet*, 12 august.

Rubin, J., 2007. Tivoli-højhus hænger i tynd tråd. *Jyllands-Posten*, 7 juni.

skat.dk, 2019. *Skat*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
[Senest hentet eller vist den 03 maj 2026].

Skattestyrelsen, 2026. *Den juridiske vejledning 2026-1*, København: s.n.

Sørensen, O., 2019. *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. 5. red. København: Gjellerup.

Tivoli A/S, 2023. *Årsrapport 2023*, København: Deloitte.

Tivoli A/S, 2024. *Årsrapport 2024*, København: Deloitte.

Tivoli A/S, 2026. *tivoli.dk/om-tivoli*. [Online]
Available at: <https://www.tivoli.dk/om-tivoli/tivolis-historie>
[Senest hentet eller vist den 18 februar 2026].

Tivoli A/S, 2026. *tivoli.dk/om-tivoli/aktionærinformation*. [Online]
Available at: <https://www.tivoli.dk/om-tivoli/aktionærinformation>
[Senest hentet eller vist den 18 februar 2026].

Tivoli A/S, 2026. *tivoli.dk/om-tivoli/baeredygtighed*. [Online]
Available at: <https://www.tivoli.dk/om-tivoli/baeredygtighed>
[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

Tivoli A/S, 2026. *Tivoli.dk/praktisk/ofte-stillede-spoergsmaal*. [Online]
Available at: <https://www.tivoli.dk/praktisk/ofte-stillede-spoergsmaal#download-tivolis-app>
[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

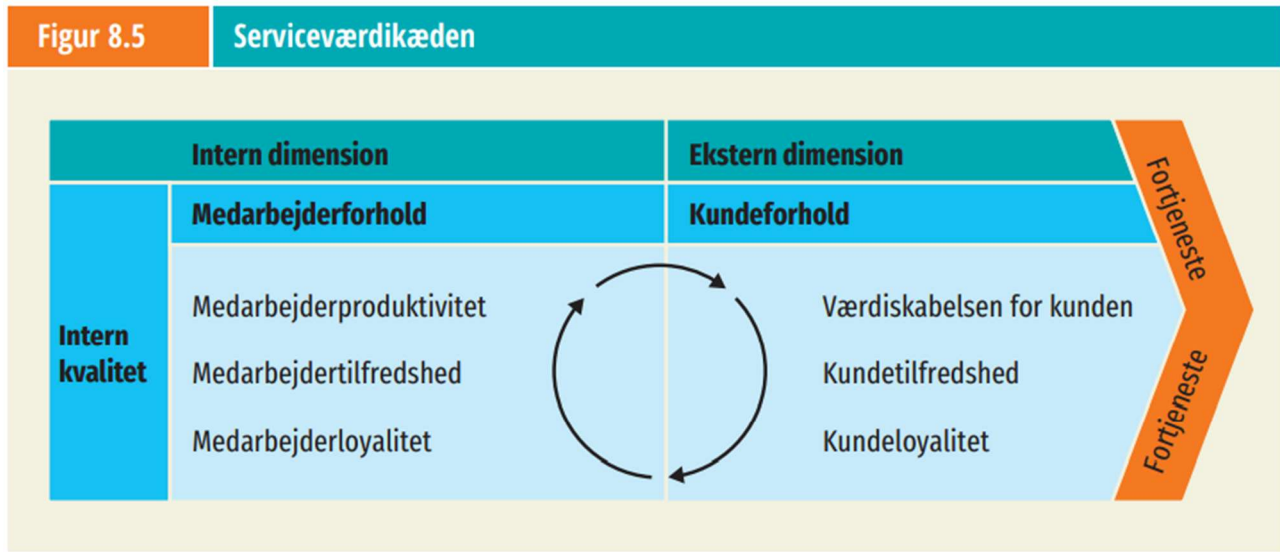
Tivoli A/S, 2026. *tivoli.dk/tivolikort/tivoli-lux*. [Online]
Available at: <https://www.tivoli.dk/tivolikort/tivoli-lux>
[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

van Orman, C., 2022. *planview-bloggen.com*. [Online]
Available at: <https://blog.planview.com/se/drift-happens-strategic-drift-and-what-to-do-about-it/>
[Senest hentet eller vist den 10 marts 2026].

Vestergaard, T. M. & Rose, M., 2022. *Ikke flere boliggrunde i København: Hovedstadens største byudvikler melder udsolgt*. [Online]
Available at: <http://borsen.dk/nyheder/profinans/ikke-flere-boliggrunde-i-kobenhavn-hovedstadens-storste-byudvikler-melder>
[Senest hentet eller vist den 18 marts 2026].

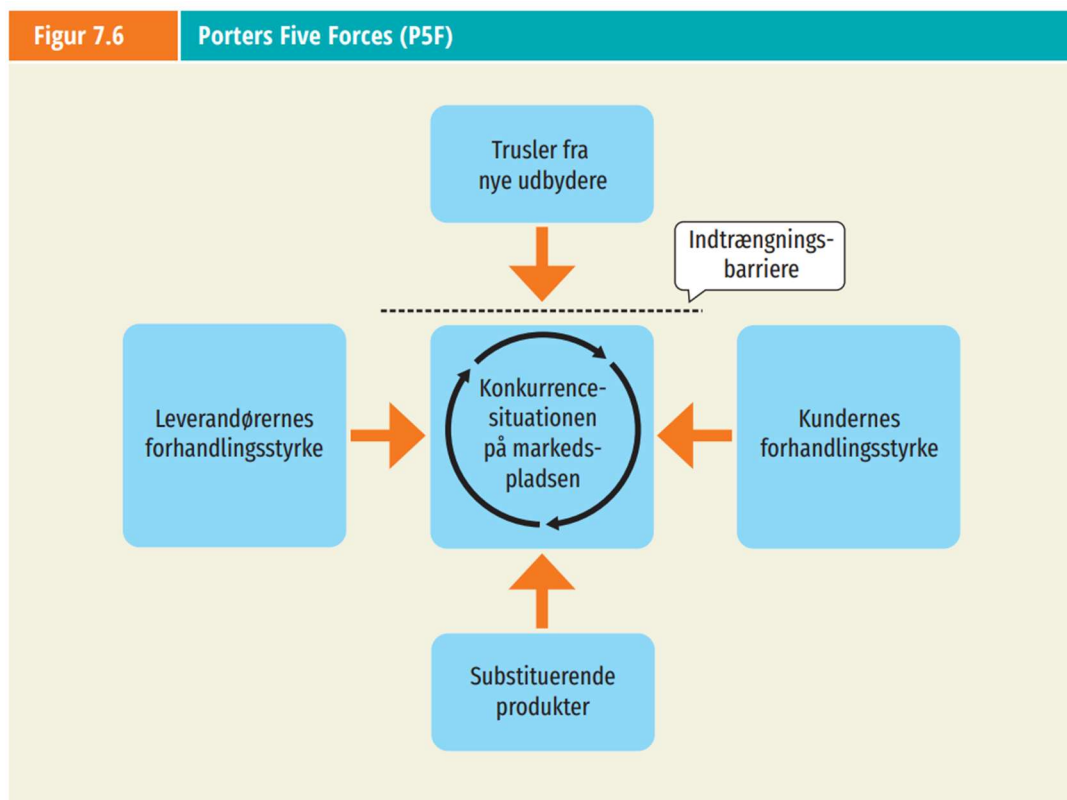
Bilag

Bilag 1:



Kilde: Baseret på Heskett, J.L., W.E. Sasser & L.A. Schlesinger (1997). The Service Profit Chain: How Leading Companies Link Profit to Loyalty, Satisfaction and Value. New York: The Free Press.

Bilag 2:



Kilde: Porter, E. M., Competitive Strategy - techniques for analyzing industries and competitors, Free Press, 1980.