

Notat

Vurdering af business casen for det rekreative anlæg ved Amager Bakke ("Anlægget")

Baggrund

Amager Ressourcecenter (ARC) har bygget en finansiel model (Model), der indeholder en rentabilitetsanalyse af det rekreative anlæg ved Amager Bakke (Anlægget). Deloitte er i denne sammenhæng blevet bedt om at vurdere Modellen og de underlæggende forudsætninger i business casen, som den fremstår i Modellen. Business casen forudsætter som udgangspunkt en operatørmodel, hvor Anlægget ejes af en erhvervsdrivende fond og drives af en ekstern operatør, der løbende betaler en forpagtningsafgift til dækning af reinvesteringsudgifter, tagleje og bestyrelseshonorar og andre omkostninger i fonden.

Modellen simulerer resultat-, likviditets- og balancebudget for både fonden (ejer af Anlægget) og forpagteren (driftsoperatøren) samt en række nøgletal og følsomheder. Det antages i business casen, at det rekreative anlæg finansieres af et ansvarligt lån fra ARC's interessentkommuner (42,2 mio.kr.) og private fondsmidler (40,2 mio.kr.).

I notatet beskriver vi Anlæggets økonomi under de anvendte forudsætninger. I appendiks gennemgås og vurderes de anvendte forudsætninger i business casen for Anlægget.

Vi gør opmærksom på, at dette notat er en opdatering af vores tidligere notat fra juni 2015. Opdateringen er nødvendig, fordi business casen er blevet ændret og opdateret på en række områder, herunder anlægsbudgettet¹, forpagtningsafgiften, fondens omkostninger (tilføjet 100 t.kr. i årlig administration), operatørens personaleomkostninger samt indtægter og udgifter fra cafe og skibutik (udbydes herunder).

Forpagtningsafgiften udgør dels 30% af omsætningen på skiskole og skileje, og dels 5% af omsætningen på cafe og skibutik. Førhen var forpagtningsafgiften afstemt efter fondens udgifter samt forpagte-

¹ Totalbeløbet inkl. omkostninger til etablering og overgang drift er uændret 82,4 mio.kr., men er fordelt anderledes mellem udgiftskategorierne.

rens indtjening. Personalemkostningerne er ændret fra et fast beløb til følge udviklingen i omsætningen (42%).

Business casen indeholdte ikke tidligere potentielle dynamiske effekter som følge af, at fonden bortforpagter driften til en privat operatør. Med dynamiske effekter menes eventuelle markedsrettede initiativer, som vil øge indtjeningen. Der er nu tilføjet indtægter fra skibutik, hvilket er en identificeret potentiel dynamisk effekt. Således er scenarieanalyser vedrørende dynamiske effekter også udeladt i forhold til tidligere.

Konklusion

Vi vurderer, at Modellen er opbygget korrekt efter gængse driftsøkonomiske principper, og at de anvendte finansielle forudsætninger i business casen generelt er underbyggede.

Dog kan vi ikke forholde os til de anvendte forudsætninger vedrørende skibutikken, da der ikke foreligger anden information end ARC's forventninger og drøftelser med markedsaktører for så vidt angår omsætningsniveau (ca. 3 mio.) og EBITDA-margin (15%). På grund af Anlæggets særlige beliggenhed og unikke status er det svært at vurdere den rigtige type forretning (sortiment og størrelse) og dermed også et realistisk omsætningsniveau fra skibutikken. Vi bemærker desuden, at ARC's estimerede omkostninger til etablering og overgang til drift indeholder væsentlige skøn ift. omkostninger til byggestyring, juridisk rådgivning, afholdelse af udbud mv., og er derfor ikke underbygget i samme omfang som de øvrige budgetposter.

Baseret på de anvendte finansielle forudsætninger vil fonden have positiv likviditet over sin 30-årige forventede levetid, og har dermed ikke løbende behov for likviditetstilførsel i form af ekstra tilskud eller anden finansiering. Dette er baseret på lånebetingelserne om, at fonden kun betaler tilbage på det ansvarlige lån, såfremt periodens frie likviditet overstiger 2,5 mio.kr. i anlæggets levetid.

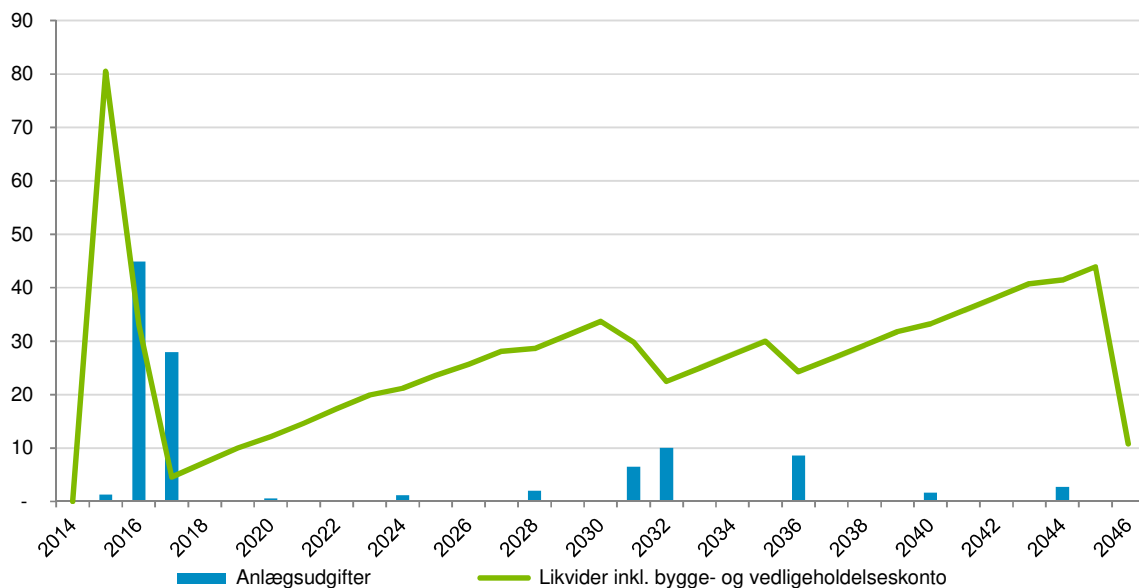
Vores sammenligning med peergruppen af svenske og norske skisportsanlæg viser, at Anlægget har en lavere EBITDA-margin end peergruppen. Vi kan dog på denne baggrund ikke udelukke, at Anlægget kan tiltrække kvalificerede forpagtere, da sammenligningen ikke tager højde for, at forpagteren skønnes at have lavere ejerskabsrisiko (ingen større initial investering) og lavere kommerciel risiko end peergruppe selskaberne. Det vil andet lige betyde, at en forpagter kan acceptere en lavere EBITDA-margin sammenlignet med en ejer.

Vores konklusion er uddybet i efterfølgende afsnit.

Gennemgang af business case

I den nedenstående figur vises fondens likvider (inkl. likviderne indbetalt på bygge- og vedligeholdelseskontoen) samt anlægsudgifterne. Likviditetsudviklingen viser, at fonden likviditetsmæssigt har overskud gennem hele driftsperioden i business casen.

Fondens likvider inkl. bygge- og vedligeh.konto samt anlægsudgifter (mio.kr.)



Figur 1: Oversigt over anlægsudgifter og likviditet. Kilde: Model

I relation til ovenstående graf skal det bemærkes, at det er forudsat i business casen, at fonden ikke betaler skat. Denne forudsætning bygger på, at Fonden vil kunne imødegå betalbar skat via uddelinger (125% fradrag for almennyttige uddelinger) og hensættelser til fremtidige almennyttige uddelinger. Vi gør opmærksom på, at Fonden dog vil komme til at betale skat med mindre, at der laves flere uddelinger end forudsat i business casen.

Bemærkninger til de ansvarlige lån i sammenhæng med business casen

I business casen forudsættes, at Anlægget finansieres med ansvarlig lånekapital med 2,5% fast årlig rente og en 30-årig løbetid med 15 års afdragsfrihed jf. lånebetingelserne.

Med de anvendte forudsætninger vil der kun i meget i begrænset omfang blive tilskrevet renter på lånet, da tilskrivning af renter er betinget af, at fondens nettoresultat efter tilskrivning af renter ikke må være negativ.

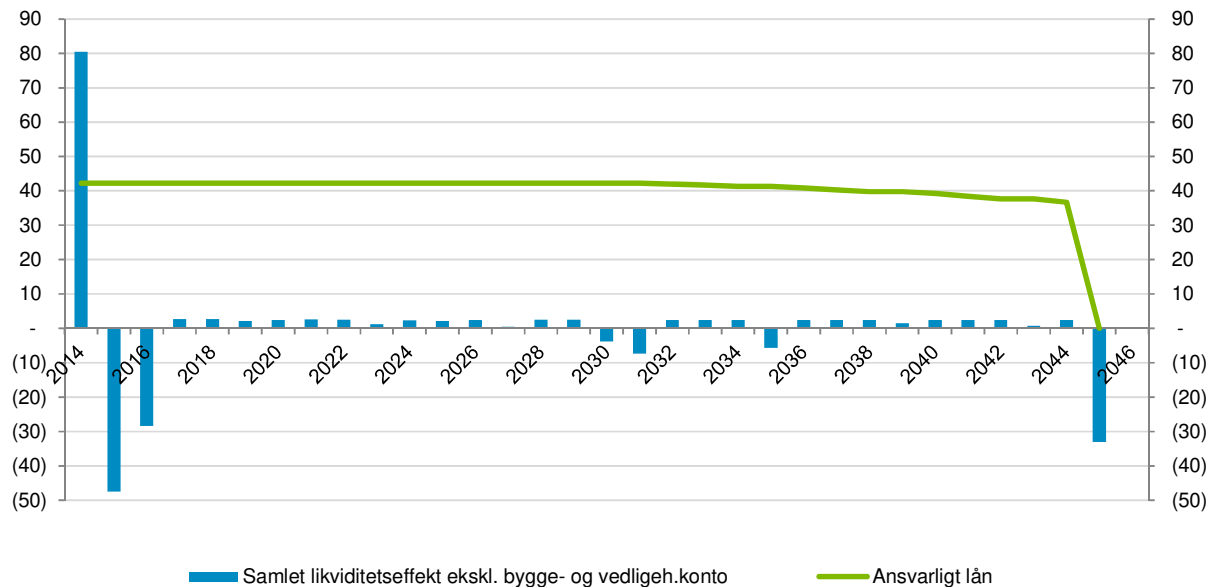
Med de anvendte forudsætninger vil der kun i meget begrænset omfang blive betalt renter og afdrag i lånets løbetid, da betaling af afdrag forudsætter, at periodens frie likviditet efter betaling af renter og afdrag andrager minimum 2,5 mio.kr. Endvidere har fonden 10 års afdragsfrihed. Disse betingelser i forhold til renter og afdrag i lånebetingelserne er til for at reducere risikoen for, at fonden får behov for et driftstilskud.

I tilfælde af, at renter og afdrag ikke er betalt i deres helhed over lånets løbetid på 30 år, kan løbetiden forlænges efter en nærmere aftale mellem Fonden og ARC's interessentkommuner (jf. lånebetingel-

serne). Det er forudsat i business casen, at Fonden anvender overskydende likvider til afdrag på den resterende gæld ved udgangen af den 30-årige løbetid.

I nedenstående figur vises fondens årlige likviditetseffekt (ekskl. ind- og udbetalinger på bygge- og vedligeholdelseskontoen) samt udviklingen i det ansvarlige lån. Det fremgår, at der ikke afdrages væsentligt på gælden før 2046.

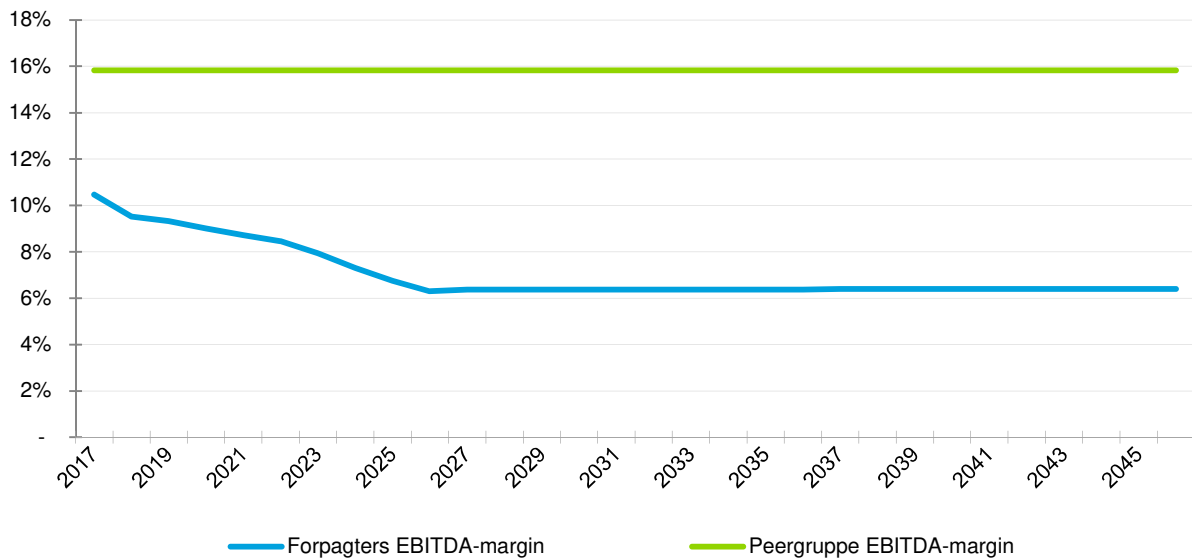
Fondens ansv. lån og likviditetseffekt ekskl. bygge- og vedligeh.konto (mio.kr.)



Forpagterens indtjeningsmuligheder og følsomhedsanalyser

I business casen forudsættes, at Anlægget drives af en privat forpagter. I den følgende figur vises forpagterens forventede indtjeningsmuligheder udtrykt ved nøgletallet EBITDA-margin (indtjening før renter, skat, afskrivninger og amortiseringer divideret med omsætning) og en historisk EBITDA-margin på ca. 16% målt for en peergruppe af svenske og norske skisportsanlæg. EBITDA-marginen udtrykker en virksomheds evne til at skabe overskud på driften.

Forpagters EBITDA-margin



Figur 2: Forpagterens EBITDA-margin. Kilde: Model

Det fremgår, at forpagters EBITDA-margin er 10,5% over det første år, hvorefter den gradvist falder over en årrække til ca. 6% i takt med at besøgstallet gradvist falder (se appendiks 2).

Det fremgår desuden af grafen, at EBITDA-marginen for forpagteren er under peergruppens EBITDA-margin. Forpagteren er dog belastet af en forpagtningsafgift i EBITDA i modsætning til peergruppen. Derfor kan vi ikke udelukke, at business casen vil kunne tiltrække potentielle forpagtere. Forpagteren skønnes at have en lavere ejerskabsrisiko end peergruppe selskaberne, der selv ejer alle aktiverne og dermed bærer risikoen på vedligeholdelsesudgifter og reinvesteringsbehov. Desuden bærer forpagteren en lavere kommerciel risiko end peergruppe selskaberne, da forpagteren formodentlig kun vil være kontraktligt bundet i en afgrænset periode. Med kommerciel risiko menes fx risikoen for at de årlige besøgstal bliver højere eller lavere end ventet.

Kommentarer og forbehold

Vi har følgende kommentarer og forbehold til business casen:

- ARC forudsætter, at Anlægget drives af en privat forpagter. Det er vores forståelse, at der ikke er truffet aftale med nogen forpagtere endnu, og det er derfor uvist, om denne model for driften er realiserbar i praksis.
- ARC forudsætter i business casen, at den initiale anlægsinvestering finansieres delvist af tilskud fra fonde og delvist af ansvarligt lån fra interessentkommunerne uden betingelser om modydelse i form af rabat eller lignende.
- ARC forudsætter i business casen, at momspligtige indtægter og momsbelagte omkostninger, herunder etableringsomkostninger, ligger i samme juridiske og organisatoriske enhed. Hvis der ikke er tilskudsbetingelser, vil tilskuddet som udgangspunkt ikke påvirke momsfradragets retten. Hvis der er tilskudsbetingelser, kan det have momsmæssige konsekvenser. Vi anbefaler, at dette

klarlægges nærmere, når der er endelig afklaring om eventuelle tilskudsbetingelser. Herunder bør det sikres, at en eventuel momsbetaling vil være refusionsgivende hos tilskudsgiver, hvorved det sikres, at momsen forbliver omkostningsneutral.

- Der er i business casen anvendt en årlig betaling fra fonden til ARC for anvendelse af forbrændingsanlæggets tag på 50 t.kr. (i 2013-priser). Størrelsen af taglejen er baseret på, at lokalplanen giver yderst ringe alternative anvendelsesmuligheder for taget, og at ARC ved udlejningen sparer omkostninger til vedligehold af tagfladen. Endelig afklaring af taglejens størrelse udestår og er ikke verificeret af en vurderingsmand.
- Det forudsættes i business casen, at Anlægget ikke betaler skat af tilskud til etableringen. Der er givet endeligt svar fra SKAT, der bekræfter, at dette med rette kan forudsættes. Antagelsen er, at Anlægget ejes af en fond, som kan kvalificeres som almennyttig. Hvis fonden får offentlige tilskud, vil en del af tilskuddet kunne henlægges til grundkapital og ikke være skattepligtig. Tilgår en del af tilskuddet Anlæggets frie kapital (dvs. ikke grundkapitalen eller anden ikke-disponibel kapital), vil det være skattepligtigt. Fonden vil dog kunne imødegå betalbar skat via uddelinger (125% fradrag for almennyttige uddelinger) og hensættelser til fremtidige almennyttige uddelinger.
- Forundersøgelsen af besøgstal og priser fremhæver, at ARC bør indregne rabatter til skiklub-medlemmer, sportsforeninger mv., og at disse rabatter vil sænke den gennemsnitlige opnåede pris. Det er der taget højde for i business casen ved at anvende priser, der ligger under de grundpriser (priser før rabat), som vurderes som rimelige i forundersøgelsen. Det er dog usikkert, om der er taget tilstrækkelig højde for rabatter.
- Vi har anvendt en peergruppe af svenske og norske skisportsanlæg som sammenligningsgrundlag for Anlægget. Denne peergruppe anvendes som bedst tilgængelige alternativ, men er på grund af Anlæggets særlige karakter ikke fuldt ud sammenlignelig.

Afgrænsning

Vi har kun verificeret de forelagte informationer i det omfang, som står beskrevet i notatet. Informationerne formodes at være nøjagtige og fuldstændige i forhold til vores arbejde. Specielt – og med forbehold for anvendeligheden af det foregående – omfatter vores arbejde ikke nogen erklæringer eller garantier for nøjagtighed eller fuldstændighed af udtalelser, estimater og prognoser for den fremtidige performance, som naturligvis kan falde anderledes ud end forventet.

København, den 25. februar 2016

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Tinus Bang Christensen
Partner

Henrik Skaarup Andersen
Assistant Manager

Appendiks 1: Gennemgang af anvendte forudsætninger

Fremgangsmåde

Vi har drøftet de anvendte forudsætninger med projektansvarlig Patrik Gustavsson hos ARC og gennemgået følgende modtaget materiale fra ARC:

Navn	Filnavn:	Ansvarlig:
Byggeprogram	20140129 Byggeprogram, rekreativt anlæg på tag.pdf	Bascon
Forundersøgelse	ECA Final Report - ARC Copenhagen Ski Hill and Visitor Center Market and Attendance Feasibility Study (Nov 1)	ECA
Model	MO_ARC skianlæg business case_20160222_ny afgift+pers v2.xlsm	ARC

Vi har sammenlignet Anlæggets niveau af personaleomkostninger og andre løbende omkostninger (generel vedligehold, markedsføring, bestyrelseshonorar, elektricitet, vand og varme samt skiudstyr) med en peergruppe af svenske og norske skisportsanlæg. Denne peergruppe anvendes som bedst tilgængelige alternativ, men er på grund af Anlæggets særlige karakter ikke fuldt ud sammenlignelig. Herudover har vi sammenlignet Anlæggets andre løbende omkostninger samt aktiverens levetid og reinvesteringsbehov med estimater fra de tilbudsgivende leverandører og bygherrerådgiveren Bascon.

Finansiering

Det er antaget i business casen, at den initiale anlægsinvestering finansieres gennem ca. 50% ansvarligt lån og ca. 50% egenkapital via tilskud fra fonde.

Ifølge oplægget til lånebetingelserne konstrueres lånet som et ansvarligt lån, hvor kommunerne med en række betingelser for muligheden for afdragsfrihed og suspension af betaling af renter stiller lånet til rådighed for fonden.

Med hensyn til tilskud fra fonde antages det, at tilskuddet ikke skal betales tilbage, og at tilskuddet ikke gives under betingelse om modydelse i form af rabatter eller lignende.

Finansieringsmodellen er endnu ikke endelig bekræftet, da dette kræver tilsagn fra tilskudsgivere og interessentkommunerne.

Indtægter

Indtægterne, der fremgår af appendiks 2, afhænger af Anlæggets besøgstal, de forventede priser for skipas, skiskole og skileje og de forventede indtægter fra cafe og skibutik.

Besøgstal

Besøgstallet er baseret på en forundersøgelse bestilt af ARC hos Entertainment + Culture Advisors (ECA). Af forundersøgelsen fremgår, at besøgstallet er estimeret ud fra estimeret markedsstørrelse og estimeret markedspenetration.

Markedet er delt op i bosted (Danmark eller Sverige), i kørselsafstand (0-1 time (det primære marked) og 1-2 timer (det sekundære marked)) og overnattende turister i København. Det primære marked er på 2,8 millioner personer, hvoraf 0,6 millioner bor i Sverige. Det sekundære marked er på 1,4 millioner personer, hvoraf 0,7 millioner bor i Sverige. Turistmarkedet er på 5,3 millioner turister, hvoraf 2 millioner er indenlandske. Det samlede marked er således ifølge forundersøgelsen på 9,5 millioner personer.

Penetrationsraten er baseret på internationale benchmark justeret for specielle karakteristika ved København og det danske marked. De estimerede penetrationsrater for de 3 scenarier fremgår af appendiks 3. Bemærk, at de estimerede besøgstal er ca. 25% lavere i "Low"-scenariet end i det anvendte "Medium"-scenarie, men det fremgår ikke af forundersøgelsen, hvor sandsynlige de forskellige scenarier vurderes at være. I appendiks 4 vises besøgstallet justeret for kapacitetsbegrænsning.

ECA har estimeret besøgstal for Anlægget i 3 scenarier med forskellige grader af penetration ("Low", "Medium" og "High"). I business casen anvendes forundersøgelsens "Medium"-penetrationsscenario justeret for kapacitetsbegrænsning uden væsentlig afvigelse, og vi vurderer derfor, at de anvendte besøgstal er underbyggede af forundersøgelsen.

Priser

Skipaspriserne anvendt i business casen er baseret på timebasis (1, 2, 3, og 4+ timer) opdelt i unge og voksne. Derudover er der en pris for leje af skiudstyr og for skiskole. Sidstnævnte varierer fra højsæson til lavsæson. Den følgende tabel viser skipaspriser inklusive skileje anvendt i business casen.

Skipas inkl. skileje (inkl. moms)

kr., 2013-priser	Antal timer (skipas)			
	1	2	3	+4
Skipaspris, unge, Dec-Feb	156	213	257	286
Skipaspris, voksne, Dec-Feb	169	236	290	325
Skipaspris, unge, Mar-Nov	150	201	241	267
Skipaspris, voksne, Mar-Nov	163	224	273	306

Kilde: ARC

De samlede skipaspriser for voksne i højsæsonen for 1 time inklusive skileje ligger på **150-169** kr. inklusive moms (2013-priser), og 2 timers skipas inklusive skileje ligger på **201-236** kr. inklusive moms (2013-priser). I forundersøgelsen vurderes det, at en grundpris (før rabatter) på 200-230 kr. for 1 time er rimelig, og at 272-302 kr. vil være i overkanten for 2 timer. De anvendte priser er under forun-

dersøgelsens vurdering og tager dermed indirekte højde for, at der vil være rabatter til fx foreninger. Om der er taget tilstrækkelig højde for rabatter, er dog behæftet med usikkerhed.

I forundersøgelsen estimeres, at 25-35% af de besøgende vil leje skiudstyr til 120-150 kr. ARC har anvendt en lavere lejepris på **94** kr. inklusive moms (2013-priser) og (i dialog med Danmarks Skiforbund) antaget, at **65%** af de besøgende vil leje udstyr.

I forundersøgelsen vurderes det, at 20-30% af de besøgende vil købe sig til skilektioner. Det fremgår dog ikke, hvilken pris der lægges til grund. I business casen anvender ARC et lavere niveau på **5,5-11,5%** af de besøgende. ARC har oplyst, at de anvendte skiskolepriser på **200** kr. inklusive moms (2013-priser) i højsæsonen og **150** kr. inklusive moms (2013-priser) i lavsæsonen, er baseret på det svenske skisportsanlæg Vallåsen. Ifølge Vallåsens hjemmeside er prisen p.t. 250 SEK (ca. 200 kr.), hvilket underbygger priserne.²

Generelt vurderer vi, at de anvendte priser er underbyggede af forundersøgelsen. Skiskolepriserne er underbyggede af prisniveauet i Vallåsen.

Cafe

I business casen antages en omsætning fra cafe på 3,6 mio. kr. fra første driftsår (2017) baseret på en analyse udført HORESTA³ for ARC. Vi har sammenholdt antagelsen med dokumentationen fra HORESTA og finder på denne baggrund indtægtsniveauet for cafeen for underbygget.

Det var tidligere antaget, at caféen generede en lejeindtægt til driftsoperatøren på 150.000 kr. om året (2013-priser) fra en ekstern restauratør. Med de nye antagelser generer cafeen et driftsresultat før afskrivninger (EBITDA) til driftsoperatøren på cafeen på 120.000 kr., dvs. mindre end tidligere.

Butik

I business casen antages en omsætning på 3,0 mio. kr. i første driftsår (2017). Ifølge ARC svarer indtægtsniveauet til en gennemsnitlig skibutik baseret på deres drøftelser med branchekyndige. Men det er usikkert, om der er et marked for en egentlig skibutik på den lokation, eller om det i stedet er et mindre sortiment, som kan sælges i forlængelse af udlejningen. I sidstnævnte tilfælde vil omsætningen og dermed indtjeningen være mindre. Vi har nedenfor gennemført en følsomhedsanalyse på skibutikens effekt på den samlede business case, såfremt den ikke er indregnet i business casen.

² Priser slået op 17. februar 2016

³ HORESTA er hotel-, restaurant- og turisterhvervet landsdækkende branche- og arbejdsgiverorganisation

Der har ikke tidligere været inkluderet indtægter fra skibutik, hvilket i stedet blev set som en potentiel dynamisk effekt ved, at Fonden bortforpagtede driften til en privat operatør. ARC har valgt at ændre de tidligere antagelser for kunne vise den samlede økonomi inklusive butik for driftsoperatøren.

Vi kan ikke på grundlag af fremlagt dokumentation vurdere rimeligheden af, at en skibutik med denne særlige beliggenhed vil kunne generere omsætning og indtjening svarende til en gennemsnitlig skibutik i København.

Omkostninger

Omkostninger til etablering og overgang til drift

ARC forventer engangsomkostninger på ca. 6,3 mio.kr. (løbende priser) i alt, der skal dække udgifter til byggestyring, juridisk rådgivning, afholdelse af udbud mv.

Omkostningerne er fordelt på følgende vis:

1. Projektledelse og administration:	1.300.000
1.1. ARC's skøn	
2. Kontorplads, IT-systemer, telefoni mv.:	242.434
2.1. Ifølge administrationsaftale med ARC	
3. Bestyrelseshonorar frem til åbning:	315.000
3.1. Som aftalt p.t.	
4. Byggestyring, byggeprojektleder:	1.000.000
4.1. ARC's drøftelse med Bascon, og bestyrelsens byggeekspert samt input fra projektchef i ARC (nyt anlæg)	
5. Bygherrerådgivning:	500.000
5.1. Som punkt 4.1	
6. Finansiell og juridisk rådgivning (økonomi, kontrakter, revision mv.):	435.000
6.1. ARC's skøn	
7. Afholdelse af udbud og indkøb:	550.000
7.1. ARC's skøn	
8. Forsikring :	430.000
8.1. Estimat baseret på foreløbigt tilbud fra Willis	
9. Rejser, workshops mv.:	170.000
9.1. ARC's erfaringsbaseret skøn	
10. Udbedring af evt. fejl eller tilpasninger i det første driftsår:	1.273.430
10.1. ARC's skøn	

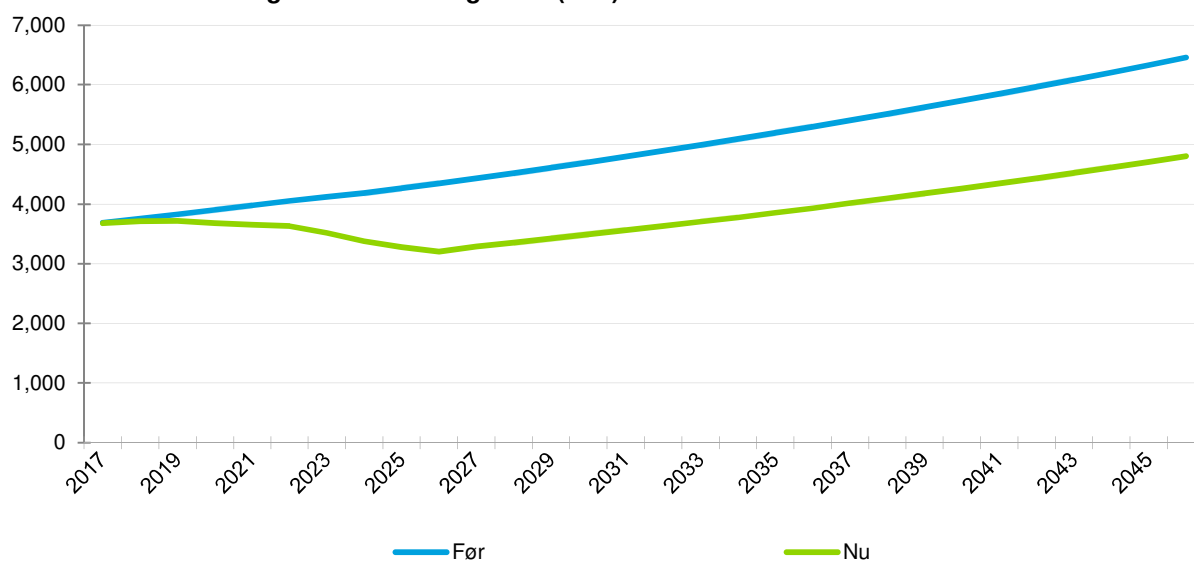
Omkostningerne falder frem mod 2017 i business casen. Omkostningerne er efter vores opfattelse ikke underbygget i samme omfang som de øvrige poster i anlægsbudgettet. Det er naturligvis ikke unormalt, men skøn medfører større usikkerhed omkring de faktiske omkostninger fremadrettet.

Personaleomkostninger ekskl. cafe og butik

ARC har i dialog med forskellige skisportsanlæg og skioperatører (bl.a. Vail, Hafjæll, Idre Fjäll og Skistar) fået oplyst, at personaleudgifterne normalt har et niveau på 40% af omsætningen. Denne oplysning understøttes af peergruppen af norske og svenske skisportsanlæg, der i gennemsnit har et niveau på ca. 36%. I business casen antages Anlæggets personaleomkostninger ekskl. cafe og butik at udgøre 42% af omsætningen fra skipas, skileje og skiskole. Da niveauet ligger over peergruppens, anser vi antagelsen for at være realistisk og rimelig.

Personaleomkostningerne blev tidligere estimeret ud fra en "bottom-up" tilgang med udgangspunkt i en fast lederløn, en timeløn til øvrige ansatte, Anlæggets forventede åbningstider og et fast bemandingsbehov pr. time. Personaleomkostningerne før og efter ændringen i tilgang er vist herunder. Det fremgår, at personaleomkostningerne nu falder løbende over de 10 år i takt med den faldende omsætning. Før ændringen fulgte personaleomkostningerne ikke udviklingen i besøgstallet.

Personaleomkostninger ekskl. cafe og butik (t.kr.)



Kilde: Deloitte analysis og ARC's business case model ("Model")

Drift- og personaleomkostninger til cafe

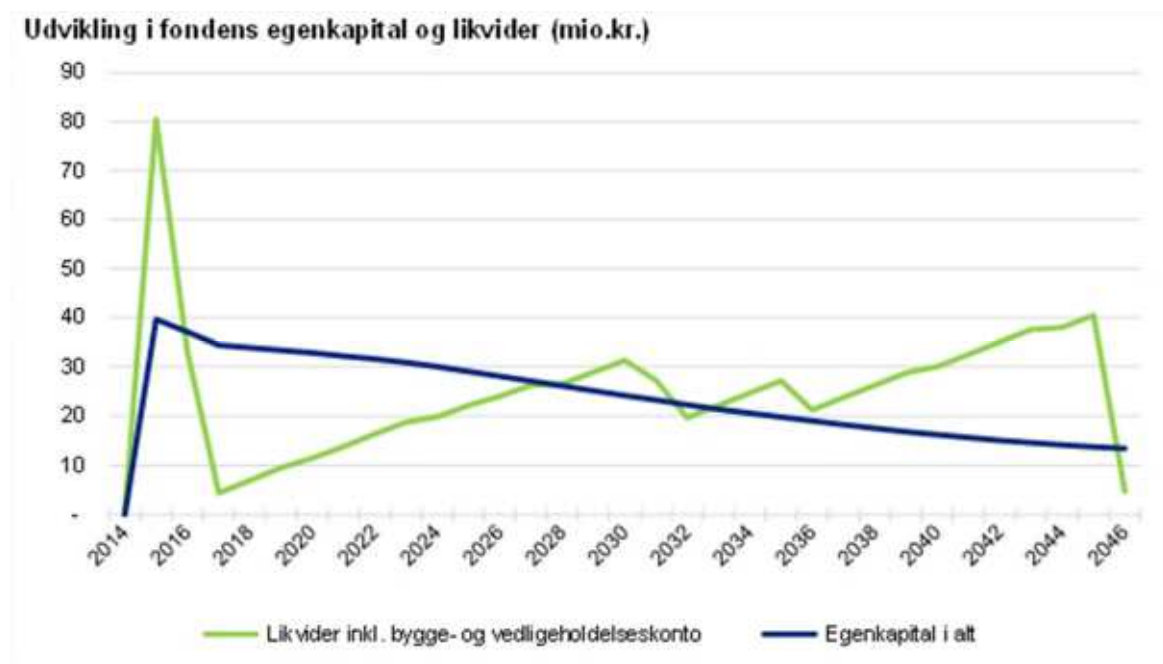
I business casen antages drifts og personaleomkostninger at udgøre ca. 92% af omsætningen baseret på analysen fra HORESTA. Vi har sammenholdt antagelsen med dokumentation fra HORESTA og finder på denne baggrund antagelsen for underbygget. Ud over drifts- og personaleomkostninger betales et forpagtergebyr på 5% af omsætningen.

Drift- og personaleomkostninger til skibutik

I business casen er drifts- og personaleomkostningerne, inklusive antaget forpagtningsafgift jf. nedenfor, baseret på antagelsen om, at skibutikken kan genere et driftsoverskud før afskrivninger på 15% (EBITDA-margin). På en forventet omsætning omkring 3 mio.kr. for 2017 er det forventet overskud således ca. 450 t.kr. inklusive fradrag for forpagtningsafgift.

Vi har sammenholdt antagelsen med en peergruppe af danske forhandlere af sportsudstyr, der har offentliggjort både omsætning og EBITDA.⁴ Peergruppe er anvendt som bedst tilgængelige alternativ, da de danske forhandlere af skiudstyr ikke offentliggør deres omsætning. Peergruppen gennemsnitlige EBITDA-margin i 2013 og 2014 var på hhv. 6% og 5%. Det anvendte indtægtsniveau i business casen fremstår derfor højt ift. peergruppen.

Såfremt at skibutikken ikke indgår i business casen, så er effekten er et fald i operatørens EBITDA på 450.000 kr./år (15% af 3 mio.kr.), mens fonden mister forpagterafgifter på 150.000 pr. år (5% af 3 mio.kr.). Forpagterens EBITDA-margin forskydes nedad, så den falder over tid fra 9,5% til 4% om året. Før gik den fra 10,5% til 6%. Men fondens likvider og egenkapital er stadigvæk positiv, og lånet afdrages, hvilket er vist i nedenstående figur:



Kilde: Deloitte analysis

⁴ Peergruppen består af Sport24, Sportmaster, Odense Jagt & Fritid og Hööks Hestesport.

Andre løbende omkostninger

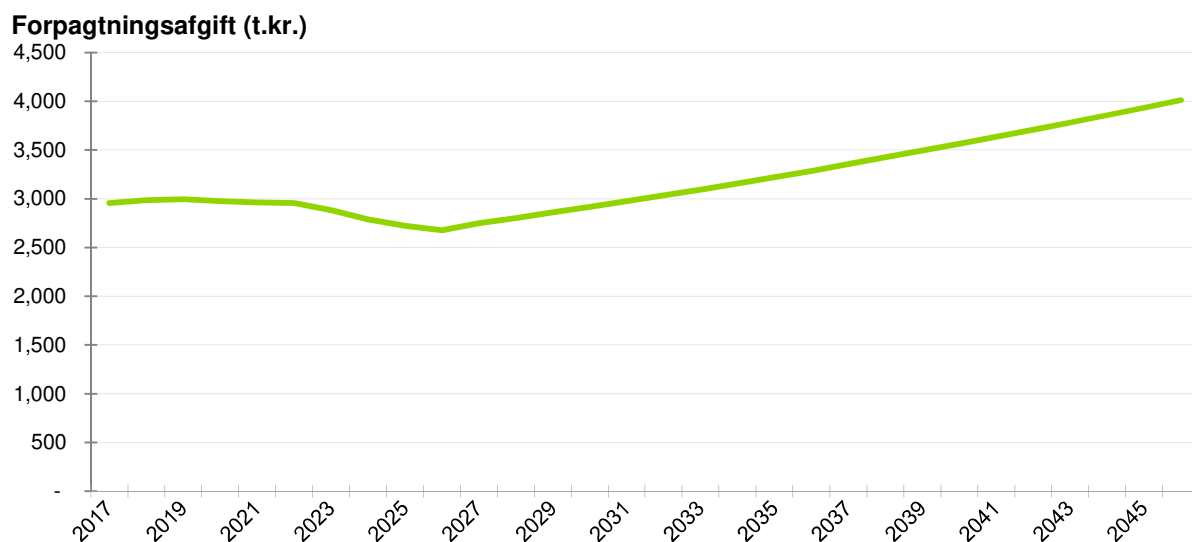
Anlæggets andre løbende omkostninger udgør ca. **19-28%** af omsætningen for skipas, skiudstyr og skileje (stiger over tid i takt med at besøgstallet falder). Niveaulet ligger væsentligt under peergruppens, men da Anlægget ikke er afhængigt af fx snesystemer og pistmaskiner, er driftsomkostningsniveauet ifølge ARC ikke direkte sammenligneligt. Dette bekræftes af anlægschefen på Hammarby-anlægget i Stockholm, der vurderer, at ca. 25-33% af driftsomkostningerne (eksklusive personale) på Anlægget går til snesystem og pistmaskiner. Justeres niveauet hos peergruppen med 25-33%, bliver omkostningsniveauet ca. 25% af omsætningen for skipas, skiudstyr og skileje, hvilket svarer til Anlæggets langsigtede niveau.

Ud over at sammenligne med peergruppen har vi sammenholdt business casen med estimater på løbende omkostninger fra de tilbudsgivende leverandører og fra Bascon, som understøtter de anvendte antagelser. Vi vurderer derfor, at de er tilstrækkelig underbyggede.

Forpagtningsafgift

Forpagtningsafgiften fra driftsoperatøren til fonden består af 2 dele. Den ene del udgøres af 30% af omsætningen fra skipas, skileje og skiskole. Den anden del udgøres af 5% af omsætningen på cafe og skibutikken. Ifølge HORESTA vil en restauratør typisk betale et forpagtningsgebyr på omkring 8% af omsætningen, hvilket svarer til landsgennemsnittet.

Udviklingen i den samlede forpagtningsafgift er vist herunder.



Det samlede forpagtningsafgift er sat efter, at fonden har tilstrækkelig med likvider til reinvesteringer, tagleje, bestyrelshonorar og administration, samt efter at kombinationen af de to dele rummer et tilstrækkeligt forretningsmæssigt potentiale for operatøren.

Anlægsinvesteringsudgifter

De initiale anlægsinvesteringsudgifter er samlet i et byggeprogram udarbejdet af ARC i samarbejde med det rådgivende ingeniørfirma Bascon (bygherrerådgiver) og arkitektfirmaet BIG. Byggeprogrammet er baseret på estimater fra eksterne rådgivere og fra eksterne leverandører i form af tilbud, indhentet af ARC. De samlede omkostninger estimeres til ca. **80** mio.kr. i 2013-priser og ca. **82** mio.kr. i løbende priser, hvilket inkluderer et usikkerhedstillæg på ca. 10% i gennemsnit og et tillæg herudover på 11,5 mio.kr. Anlægsinvesteringsudgifterne fremgår af følgende tabel:

Anlægsinvesteringsudgifter inkl. etablering og overgang til drift

t.kr., 2013-priser	ARC business case
0. Etableringsomkostninger og overgang til drift	6,073
1. Projekteringsomkostninger	7,357
2. Optimering af tagflade (rampe)	2,400
3. Skifaciliteter	20,095
4. Klatrefaciliteter	6,839
5. Udstyr og inventar	1,520
6. Indendørsfaciliteter	17,949
7. Grønt anlæg	5,825
8. Ufordusete udgifter	11,500
Samlet investering	79,558
Samlet investering (løbende priser)	82,400

Kilde: ARC og Bascon

Vi bemærker, at der i business casen antages, at forpagteren investerer ca. 2 mio.kr. (løbende priser) ud af den samlede investering. Bascon har bekræftet, at de økonomiske overslag i byggeprogrammet stemmer overens med de overslag, som Bascon selv har estimeret, og de overslag, som Bascon har modtaget fra respektive rådgivere og ud fra kendt viden på daværende tidspunkt efterfølgende har kvalitetssikret. Vi har derfor ikke gennemgået de økonomiske overslag fra Bascon. For de primære aktiver har vi gennemgået de anvendte tilbud fra de øvrige eksterne leverandører og sammenlignet dem med byggeprogrammet. Vi vurderer derfor, at anlægsinvesteringsudgifterne er tilstrækkelig underbyggede.

Vedligehold/reinvesteringer

I tabellen herunder vises investerings- og reinvesteringsbeløb, afskrivningsperiode og periode mellem reinvesteringer. Reinvesteringer er baseret på den økonomiske levetider udtrykt ved afskrivningsperioden og Anlæggets forventede levetid (30 år).

Investering, reinvestering og afskrivningsperiode

t.kr., 2013-priser	Investering		Reinvest.	
	Beløb	Afskr. (år)	Beløb	Afskr. (år)
0. Etableringsomkostninger og overgang til drift	6,073	n/a	-	n/a
1. Projektering og myndighedsbehandling	7,357	30	-	n/a
2. Optimering af tagflade (rampe)	2,400	30	-	n/a
3. Rådgivning, implementering af design	263	30	-	n/a
4. Uforudsete udgifter	11,500	30	-	n/a
5. Installation og forankring af skilift	2,783	30	-	n/a
6. Skilift ekskl. installation og forankring *	2,783	30	85	10
7. Transportbånd	2,201	15	2,201	15
8. Skibelægning inkl. underlag **	10,356	16	10,220	16
9. Sikkerhedsforanstaltninger mv.	1,200	15	1,200	15
10. Freestylehinder (rails, bokse mv.)	79	5	79	5
11. Andet skiudstyr	1,020	15	1,020	15
12. Skistøvle (400) og ski (300) ***	500	4	-	n/a
13. Belysningsmaster (26 stk.) og eltavler	431	30	-	n/a
14. Klatrefaciliteter	6,839	30	-	n/a
15.1 Indendørsfaciliteter, overfladebehandling	150	5	150	5
15.2 Indendørsfaciliteter, inventar	880	10	880	10
15.3 Indendørsfaciliteter, køkkenfaciliteter	500	15	500	15
15.4 Indendørsfaciliteter, install. og teknik	4,926	20	4,926	20
15.5 Indendørsfaciliteter, bygning	11,493	30	-	n/a
16.0 Grønt anlæg	5,825	30	-	n/a
Total	79,558		21,261	

* Hvert 10. år reinvesteres 85 t.kr i skiliften (ny wire og gearkasse)

** Udskiftning af belægning er delt op i 4 omgange over 16 år (5%, 10%, 15% og 70% efter hhv. 4, 8, 12 og 16 år)

*** Udskiftning af skiudstyr er indregnet som årligt vedligehold

Kilde: ARC, Bascon og BIG

Vi har sammenlignet levetiden og reinvesteringsbehovet på de primære aktiver med informationer fra de tilbudsgivende leverandører. Bascon har desuden assisteret med at vurdere en rimelig levetid og reinvesteringen på indendørsfaciliteterne. Baseret på dette vurderer vi, at reinvesteringsomkostningerne er underbyggede.

Appendiks 2: Resultatopgørelse for forpagter og fond

Resultatopgørelse for forpagter

t.kr.	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2031	2036	2041	2046
Skipasindtægt, total	5,244	5,295	5,299	5,248	5,207	4,616	5,133	5,667	6,271	6,924
Skiskoleindtægt, total	593	598	600	597	594	448	494	546	605	668
Skilejeindtægt, total	2,914	2,942	2,943	2,914	2,891	2,558	2,845	3,141	3,476	3,837
Cafe og skibutik	6,600	6,725	6,860	6,997	7,137	7,857	8,674	9,577	10,574	11,675
Indtægter	15,350	15,560	15,702	15,756	15,829	15,478	17,147	18,931	20,926	23,104
Vedligehold generelt	(523)	(533)	(544)	(555)	(566)	(623)	(688)	(759)	(839)	(926)
Omkostninger til varme, el mv.	(628)	(640)	(653)	(666)	(679)	(748)	(825)	(911)	(1,006)	(1,111)
Markedsføring	(262)	(267)	(272)	(277)	(283)	(312)	(344)	(380)	(419)	(463)
Ski- og støvlevedligehold	-	(133)	(136)	(139)	(141)	(156)	(172)	(190)	(210)	(231)
Personale- og lederudgifter, total	(3,675)	(3,711)	(3,714)	(3,679)	(3,651)	(3,201)	(3,558)	(3,929)	(4,348)	(4,800)
Forpagtningsafgift	(2,955)	(2,987)	(2,996)	(2,978)	(2,965)	(2,679)	(2,975)	(3,285)	(3,634)	(4,013)
Overskudsdeling	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forpagters EBITDA	1,607	1,481	1,464	1,420	1,381	975	1,092	1,206	1,338	1,477
Regnskabsmæssige afskrivninger	(14)	(322)	(322)	(322)	(147)	(144)	(154)	(163)	(189)	(191)
Resultat før skat	1,593	1,160	1,142	1,098	1,233	830	939	1,043	1,149	1,286
Renteomkostninger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultat før skat	1,593	1,160	1,142	1,098	1,233	830	939	1,043	1,149	1,286
Selskabsskat	(350)	(255)	(251)	(242)	(271)	(183)	(207)	(230)	(253)	(283)
Resultat efter skat	1,242	905	891	857	962	648	732	814	896	1,003
Udbytte	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Overført resultat	1,242	905	891	857	962	648	732	814	896	1,003
Skattesats	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Forpagters EBITDA-margin	10.5%	9.5%	9.3%	9.0%	8.7%	6.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Peergruppe EBITDA-margin	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%	15.8%

Resultatopgørelse for fond

t.kr.	2017	2018	2019	2020	2021	2026	2031	2036	2041	2046
Forpagtningsafgift	2,955	2,987	2,996	2,978	2,965	2,679	2,975	3,285	3,634	4,013
Overskudsdeling	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Omsætning	2,955	2,987	2,996	2,978	2,965	2,679	2,975	3,285	3,634	4,013
Bestyrelshonorar og administrat	(209)	(213)	(218)	(222)	(226)	(249)	(275)	(304)	(335)	(370)
Tagleje	(52)	(53)	(54)	(55)	(57)	(62)	(69)	(76)	(84)	(93)
Etableringsomkostninger og overg.	(3,149)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	(455)	2,720	2,724	2,700	2,682	2,368	2,631	2,905	3,215	3,550
Afskrivninger	(2,036)	(3,094)	(3,094)	(3,094)	(3,129)	(3,209)	(3,347)	(3,417)	(3,569)	(3,620)
EBIT	(2,492)	(374)	(370)	(393)	(448)	(841)	(715)	(511)	(354)	(71)
Renteomkostninger	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultat før skat	(2,492)	(374)	(370)	(393)	(448)	(841)	(715)	(511)	(354)	(71)
Skat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultat efter skat	(2,492)	(374)	(370)	(393)	(448)	(841)	(715)	(511)	(354)	(71)

Kilde: ARC's business case model ("Model")

Appendiks 3: Besøgstal ekskl. effekt af kapacitetsbegrænsninger

Projected Attendance Potential for Anlæget Bakke Ski Hill (2017), Copenhagen - Opening Year (low, medium and high scenario)

Market Segments	Market Size 2017	Market Penetration Rates			Projected Attendance (2017)		
		Low (%)	Medium (%)	High (%)	Low	Medium	High
RESIDENTS							
Primary Resident Market							
Denmark	2,166,000	1.7%	2.2%	2.7%	36,600	47,400	58,300
Sweden	614,000	0.3%	0.5%	0.7%	1,800	3,000	4,200
Sub-total 1-Hour Resident Market	2,780,000	1.4%	1.8%	2.2%	38,400	50,400	62,500
Secondary Resident Market							
Denmark	723,000	0.2%	0.5%	0.8%	1,400	3,500	5,700
Sweden	691,000	0.1%	0.1%	0.1%	700	700	700
Sub-total 2-Hour Resident Market	1,414,000	0.1%	0.3%	0.5%	2,100	4,200	6,400
Total Resident Market	4,195,000	1.0%	1.3%	1.6%	40,500	54,700	68,900
TOURISTS							
Domestic Tourists	2,092,000	0.1%	0.2%	0.3%	1,900	4,000	6,000
International Tourists	1,365,000	0.1%	0.1%	0.1%	1,400	1,400	1,400
Business	1,922,000	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-
Total Tourist Market	5,299,000	0.1%	0.1%	0.1%	3,300	5,300	7,400
TOTAL MARKET / ATTENDANCE POTENTIAL	9,494,000	0.5%	0.6%	0.8%	43,800	60,000	76,300
Ski users per sqm (8,650 sqm)					5.1	6.9	8.8

Source: SCA

Note: Figure may not add due to rounding

Kilde: Forundersøgelse, s. 176

Appendiks 4: Besøgstal inkl. effekt af kapacitetsbegrænsninger

Review and Assessment of Impact of Capacity/Seasonality on Ski Attendance - ARC (2017-2027)

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Full Year
<u>Unrestricted Demand Estimate</u>													
2017	10,341	8,900	5,832	3,426	1,657	1,558	2,688	2,958	2,902	5,159	6,090	8,497	60,000
2022	9,853	7,791	5,105	2,999	1,450	1,361	2,353	2,667	2,540	4,516	5,331	7,438	52,024
2027	7,327	6,306	4,132	2,428	1,174	1,102	1,904	2,094	2,056	3,655	4,318	6,020	42,513
<u>ARC - Seasonality of Visits</u>													
2017	17.2%	14.8%	9.7%	5.7%	2.8%	2.6%	4.5%	4.9%	4.8%	8.6%	10.2%	14.2%	100.0%
2022	17.2%	14.8%	9.7%	5.7%	2.8%	2.6%	4.5%	4.9%	4.8%	8.6%	10.2%	14.2%	100.0%
2027	17.2%	14.8%	9.7%	5.7%	2.8%	2.6%	4.5%	4.9%	4.8%	8.6%	10.2%	14.2%	100.0%
<u>Estimate of Unsatisfied Demand (due to restricted capacity)</u>													
2017	-1856	-853	148	0	0	0	0	0	0	0	0	48	-2,513
2022	-1,101	-338	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-1,439
2027	-91	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-91

Source: ARC Business Plan and BCA

Kilde: Forundersøgelse, s. 190