

Hovedopgave

HD (R)

Institut for Regnskab og Revision

Copenhagen Business School, 2010

Strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Cimber Sterling Group A/S



Udarbejdet af: Mattias Erik Hansen & Søren Stub Rasmussen

Vejleder: Jeppe Schønfeld

Afleveringsdato: 14. maj 2010

Executive Summary

The purpose of this thesis was, based on a strategic and accounting analysis, to estimate the value of one Cimber Sterling Group A/S share on a stand-alone basis 1st of March 2010.

The thesis concluded that Cimber Sterling Group A/S in the current market is suffering from a higher cost base than other LCC companies, and therefore lower net earnings than these LCC competitors.

The lower net earnings are related to the relatively low load factor, low number of block hours and the low earnings per employee. All implications that Cimber Sterling Group A/S' invested capital is not materialising in shareholder value.

These lower key figures were in the strategic analysis explained by an increase in competition, which put Cimber Sterling Group A/S' market share under pressure and resulting in falling ticket prices. In the thesis we found that a way to break this downwards slope would be to focus on the routes, airplane fleet and the related cost base. This way a lower cost base and higher focus on full use of assets would result in a higher margin, or possibility to lower the ticket price even further, that way capturing market shares.

Under the current position in the market, the expected forecasts and future position in the market, we concluded that one Cimber Sterling Group A/S share on a stand-alone basis should have been traded the 1st of March 2010 at **DKK 4,75**.

At DKK 4,75 the Cimber Sterling Group A/S share was, based on our expectations to the future, underrated at the 1st of March 2010, as it closed in DKK 3,19.

We believe that the lower price could reflect potential investors' mistrust to the management of Cimber Sterling Group A/S. We expect that potential investors would still benchmark the current position against Cimber Sterling Group A/S' expectations to the future, published in the prospectus.

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDENDE AFSNIT.....	5
1.1	MOTIVATION	5
1.2	PROBLEMFOMULERING.....	6
1.3	DEFINITION OG AFGRÆNSNING	6
1.4	METODE OG MODELVALG.....	7
1.4.1	<i>Værdiansættelsesmodel</i>	8
1.4.2	<i>Strategisk Analyse</i>	8
1.4.3	<i>Regnskabsanalyse</i>	9
1.4.4	<i>Budgettering</i>	9
1.4.5	<i>Værdiansættelsesprocessen og afhandlingens struktur</i>	9
1.4.6	<i>Litteratur og kildekritik</i>	10
2	PRÆSENTATION AF CIMBER STERLING.....	11
2.1	BAGGRUNDSHISTORIE	11
2.1.1	<i>Cimber Sterlings mission og vision</i>	12
2.2	HISTORISKE NØGLETAL	14
3	FORRETNINGSMODEL OG STRATEGI.....	15
3.1	DEFINITIONER & AFGRÆNSNING	15
3.1.1	<i>Primære konkurrenter</i>	15
3.2	STRATEGISK POSITION.....	16
3.2.1	<i>PESTEL Analyse</i>	17
3.2.2	<i>Porter's 5 Forces</i>	20
3.3	MARKEDS ANALYSE	24
3.3.1	<i>Markedsstørrelse</i>	24
3.3.2	<i>Markedsudvikling</i>	26
3.4	SWOT ANALYSE.....	27
3.5	DELKONKLUSION	30
4	REGNSKABSANALYSE	32
4.1	PRIMÆRE KONKURRENTER	32
4.2	REGNSKABSGRUNDLAGET FOR CIMBER SAMT KONKURRENTER	32
4.3	REFORMULERING AF ÅRSRAPPORTER OG REKLASSIFIKATION AF REGNSKABSPOSTER.....	33
4.3.1	<i>Anvendt regnskabspraksis</i>	33

4.3.2	<i>Reformulering af Resultatopgørelsen</i>	33
4.3.3	<i>Reformulering af balancen</i>	34
4.3.4	<i>Reformulering af egenkapitalen</i>	34
4.4	NØGLETAL –OG HISTORISK UDVIKLING BLANDT LCC SELSKABER.....	34
4.4.1	<i>Konkurrentsammenligning</i>	35
4.4.2	<i>Value –og cost driveres</i>	38
4.5	VURDERING AF RENTABILITET OG RISICI.....	46
4.5.1	<i>Driftsmæssig risiko</i>	47
4.5.2	<i>Finansiell risiko</i>	47
4.5.3	<i>Likviditets- og vækstrisiko</i>	48
4.6	DELKONKLUSION.....	49
5	BUDGETTERING	51
5.1	BUDGETTERET RESULTATOPGØRELSE.....	52
5.2	BUDGETTERET BALANCE.....	59
5.2.1	<i>Driftsaktiver</i>	60
5.2.2	<i>Driftsforpligtelser</i>	62
5.3	BUDGETTEREDE PENGESTRØMME.....	64
5.4	DELKONKLUSION.....	66
6	KAPITAL INDSKYDERNES VEJEDE GENNEMSNITLIGE KAPITALOMKOSTNINGER	67
6.1	KAPITALSTRUKTUR.....	67
6.2	INVESTORERNES AFKASTKRAV.....	68
6.2.1	<i>Risikofri rente</i>	68
6.2.2	<i>Markedsrisikotillæg</i>	69
6.2.3	<i>Estimering af Betaværdi (β)</i>	69
6.3	CAPM.....	70
6.4	LÅNGIVERNES AFKASTKRAV.....	70
7	VÆRDIBEREGNINGER	71
7.1	BUDGETPERIODE.....	71
7.2	TERMINALPERIODE.....	72
7.3	WEIGHTED AVERAGE SCENARIO.....	72
7.3.1	<i>Kommentarer til potentielle ændringer i WACC og afledt ændring i værdiansættelsen</i>	75

7.4	DELKONKLUSION	76
8	KONKLUSION	77
9	PERSPEKTIVERING	80
10	FORDELING AF ARBEJDSOPGAVER	82
11	KILDEFORTEGNELSE	83
11.1	FAGLITTERATUR.....	83
11.2	PUBLIKATIONER	83
11.3	VIRKSOMHEDS- OG BRANCHEMATERIALE	84
11.4	INTERNETSIDER OG SØGEMAKSINER	84
12	BILAG	85

1 Indledende afsnit

Vi vil igennem dette afsnit forsøge at tegne et klart billede af hvilke overvejelser, vinkler og begrænsninger der ligger til grund for vores bearbejdning af problemformuleringen. Vi ønsker derudover at konkretisere hvilke spørgsmål vi mener der kunne være interessante at behandle, samt hvordan vi ønske strukturere forløbet af hovedopgaven.

1.1 Motivation

Vi har valgt at skrive om Cimber Sterling Group A/S fordi virksomheden for nyligt (November 2009) blev børsintroduceret. I prospektet var en tiltænkt kurs på DKK 20 - 24 pr aktie, men den endelige introduktionskurs blev DKK 10 pr aktie. Siden er aktiekursen faldet betragteligt og på skæringsdatoen for hovedopgaven (1 marts 2010) lukkede Cimber Sterling Group A/S' aktie i DKK 3,19 pr aktie af nominal DKK 1.

Graf 1



- Small cap
- Cimber Sterling Group A/S

Kilde: <http://www.euoinvestor.dk/Stock/ShowHistorical.aspx?StockId=2187062>

Dette på trods af en ambitiøs vækstplan dokumenteret i prospektet som blev offentliggjort forud for Børsnoteringen. Vi mener derfor at det vil være interessant at foretage en værdiansættelse af aktien med udgangspunkt i en strategisk og regnskabsmæssig analyse, for der igennem at kunne budgettere og værdiansætte Cimber Sterling Group A/S ud fra de fremkommende resultater og

overvejelser. Som det ses af graf 1 har Cimber Sterling Group A/S's sktiefte efter noteringen oplevet yderligere kursfald, sammenlignet med det danske small cap marked.

1.2 Problemformulering

Formålet med hovedopgaven er at besvare følgende overordnede spørgsmål:

Hvilken værdi bør én enkelt Cimber Sterling Group A/S aktie handles til den 1 Marts 2010, på stand alone basis?

For at besvare vores hovedspørgsmål vil vi som før nævnt foretage en strategisk analyse af Cimber Sterling Group A/S, samt en regnskabsanalyse af den historiske udvikling og en estimeret budgettering for de kommende år. Vi vil i den forbindelse besvare følgende delspørgsmål.

- Er vækstplanen beskrevet i prospektet realistisk i forhold til Cimber Sterling Group A/S' interne forhold, samt udviklingen i markedet?
- Hvordan har Cimber historisk set klaret sig i forhold til øvrige aktører på markedet?
- Hvordan understøtter Cimber Sterling Group A/S' historiske drift, de i prospektet fremførte vækstplaner?

1.3 Definition og afgrænsning

Cimber Sterling Group A/S vil herefter benævnes som "Cimber", herudover vil alle konkurrenter benævnes som easyJet, SAS, Norwegian etc. Der vil således ikke i hovedopgaven været benævnt det fulde juridiske selskabsnavn for de pågældende selskaber.

Vi har igennem opgaven, hvor der er historiske sammenligninger, valgt at se 3 år tilbage i tiden, dette er gældende hvor intet andet er specifikt nævnt.

Den historiske analyse af Cimber tager udgangspunkt i de i prospektet opgivende regnskabsår 2006/2007, 2007/2008 og 2008/2009.

Regnskabsårene for de øvrige konkurrenter benyttet i nøgletal –og peer group sammenligninger i regnskabsanalysen forløber som nedenfor angivet:

Cimber fra 1 maj til 30 april

easyJet fra 1 oktober til 30 september

Norwegian fra 1 januar til 31 december

Ryanair fra 1 april til 31 marts

Der vil for alle selskaber være taget udgangspunkt i de årsregnskaber som går under betegnelsen 2006/2007, 2007/2008 og 2008/2009 eller 2007, 2008 og 2009.

På grund af forskelligheden i timingen af regnskabsaflæggelse i de nævnte virksomheder, vil der opstå mindre tidsforskydninger i sammenligningstallene. Da vi analyserer en periode på tre regnskabsår, vil vi ikke periodisere enkelte regnskaber, blot konstatere de nævnte forskelle i analysen. Vi mener, at den gennemgående udvikling som vi ønsker at belyse, ikke bliver påvirket væsentligt af førnævnte tidsforskydninger.

Vi ønsker som nævnt i afsnit 1.1 at benytte den offentlige information som er tilgængelig i perioden forud for 1 marts 2010, og vi vil derfor ikke benytte oplysninger offentliggjort efter denne dato, eneste undtagelse kan forekomme i perspektiveringen i afsnit 9

Der vil igennem hovedopgaven defineres forskellige konkurrenter / peer groups, disse vil blive klart defineret i de enkelte afsnit hvor disse benyttes.

Der er igennem hele hovedopgaven, som udgangspunkt, set på markedet for flyrejsende. Der er dermed ikke inddraget konkurrenceaspekter i form af øvrige transportformer og substituerende befordringsformer som fx tog, bil, bus etc.

Med udgangspunkt i Random Walk teorien har vi valgt at se bort fra rente, valutakurs og brændstofudviklingen, ligesom selskabsskatten er fastsat til 25%.

Aktien som ønskes værdiansat er ISIN kode DK0060196848 og handelskode "Cimber" på Københavns Fondsbørs/XCSE.

1.4 Metode og modelvalg

Vi har valgt at opbygge vores hovedopgave omkring internationale anerkendte modeller og teorier. Disse metoder og modeller vil være inden for såvel strategi, regnskabsanalyse og værdiansættelse. Metodeafsnittet vil klarlægge hvilke overvejelser vi har haft omkring valget af metoder og modeller, på den måde vil vi forsøge at give læseren et bedre udgangspunkt for at forstå opgavens systematik.

Vi vil igennem opgaven forsøge at bevare en praktisk tilgang til opgaveløsningen, og vi vil derfor løbende kunne afvige fra at benytte modeller og teorier mekanisk, men derimod bruge de dele af teorien og modellerne som vi finder anvendelig i den givende situation.

1.4.1 Værdiansættelsesmodel

Da vi som udgangspunkt har to muligheder for værdiansættelse af Cimber, har vi set på fordele og ulemper mellem disse to modeller. Vi har set på Discounted Cash Flow¹ model (DCF) kontra de relative værdiansættelsesmodeller Enterprise value/driftsindtjening (EV/EBIT) samt Enterprise value/driftsindtjening før amortisering og afskrivninger (EV/EBITDA)². Forskellene på disse to metoder er mange, men de mest tungtvejende for vores beslutning om at benytte DCF er:

DCF beregnes på baggrund af de reelle budgetterede pengestrømme og der kan derved ikke opstå usikkerhed omkring pengestrømmene i forbindelse med fx ændring i regnskabspraksis. I de relative værdiansættelsesmodeller kræves derudover en peer group som er sammenlignelig mht. EV, hvilket indbefatter en større usikkerhedsmargin i forbindelse med beregningen af denne, samt eventuelle forskellige regnskabsaflæggelser.

Til brug i DCF modellen ønsker vi at benytte diskonteringsrenten Weighted Average Costs of Capital (WACC) og Capital asset pricing model (CAPM), begge valide og internationalt anerkendte modeller.

1.4.2 Strategisk Analyse

Vi vil foretage en strategisk analyse med udgangspunkt i Cimbers primære forretningsområde, flydrift. Den strategiske analyse er klassisk og favner over en omverdensanalyse, fokuseret på relevante PESTEL factorer³ samt Cimbers branche ved hjælp af Porters five forces. Andre modeller er anvendt hvor teorierne forståelsesmæssigt tilfører værdi og belyser interessante aspekter af Cimber. Alle væsentlige forhold identificeret i den strategiske analyse er afslutningsvist opsummeret i en SWOT-analyse og den efterfølgende delkonklusion.

¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 40

² Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 57

³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang, side 69 ff.

Vi ønsker i denne del af opgaven, at have størst fokus på omsætningssiden af regnskabet.

1.4.3 Regnskabsanalyse

Vi vil igennem regnskabsanalysen forsøge at fastlægge et validt grundlag for den drifts og finansielle del af Cimber som vi mener vores budgetproces skal bygges på. Vi ønsker derudover at foretage peergroup analyser som skal klarlægge hvor Cimber har sine styrker og svagheder, og hvad disse har af betydning for deres fremtidige såvel som historiske vækst og finansiering. Vi ønsker i denne del af opgaven at have størst fokus på omkostningssiden af regnskabet.

1.4.4 Budgettering

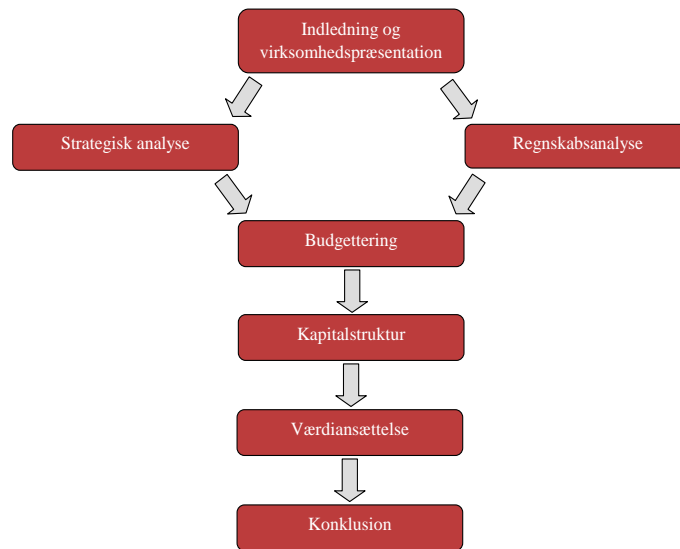
Til brug i værdiansættelsen har vi valgt, at budgettere de fremtidige pengestrømme ud fra drifts og balance budgetter. Disse er funderet i konklusioner og overvejelser som er fremkommet igennem henholdsvis den strategiske og den regnskabsmæssige analyse. Vi valgt en relativ kort budget periode da vi ikke mener, at kunne budgettere samtlige udslagsgivende factorer præcist i en længere periode.

Vi har valgt at definere pengestrømmene som totalindkomst fra driften minus ændringen i nettodriftsaktiver⁴.

1.4.5 Værdiansættelsesprocessen og afhandlingens struktur

Afhandlingen opbygges efter figur 1.1 og viser strukturen igennem hovedopgaven. Hovedvægten er lagt på den strategiske og regnskabsmæssige analyse, hvorefter budgettering, vurdering af afkastkrav, samt værdiansættelsen vægtes gradvist mindre. Vi mener at analyserne som ligger til grundlag for de budgetterede pengestrømme er yderst afgørende hvorfor de vægter tungest igennem hovedopgaven.

Figur 1



Kilde: Egen tilvirkning

1.4.6 Litteratur og kildekritik

I denne hovedopgave vil vi forsøge, at inddrage kildemateriale som er så bredt funderet som muligt. Vi vil på den baggrund inddrage undervisningsmateriale gennemgået igennem hele studiet. Udover undervisningsmateriale vil opgaven bygge på udelukkende offentlig tilgængelig information som vil inkludere Cimbers prospekt, årsrapporter, andre børsinformationer, brancheinformation, avisartikler, information fra Internettet m.v. Ingen af de nævnte kilder er objektive, da de alle er påvirket af forskellige motivationer og interesser.

Da visse informationer omkring Cimbers strategi, konkurrenceforhold, indtjeningssammensætning etc. kan være sløret ved gruppering, eller helt er udeladt, har det i visse tilfælde været nødvendigt, at foretage konkrete skøn eller forudsætninger, for på den måde at få fast grundlag for analyser, delkonklusioner og konklusioner.

Vi har forsøgt at etablere et møde med en eller flere repræsentanter fra Cimber, for på den måde at inddrage en primær kilde, og få chancen for at få belyst nogle af vores mere konkrete strategiske spørgsmål. Dette har dog, efter flere telefoniske henvendelser, desværre ikke kunne lade sig gøre, og vi har derfor udelukkende benyttet sekundære kilder.

For en fuld oversigt over benyttede kilder henvises til Kildefortegnelsen afsnit 9.

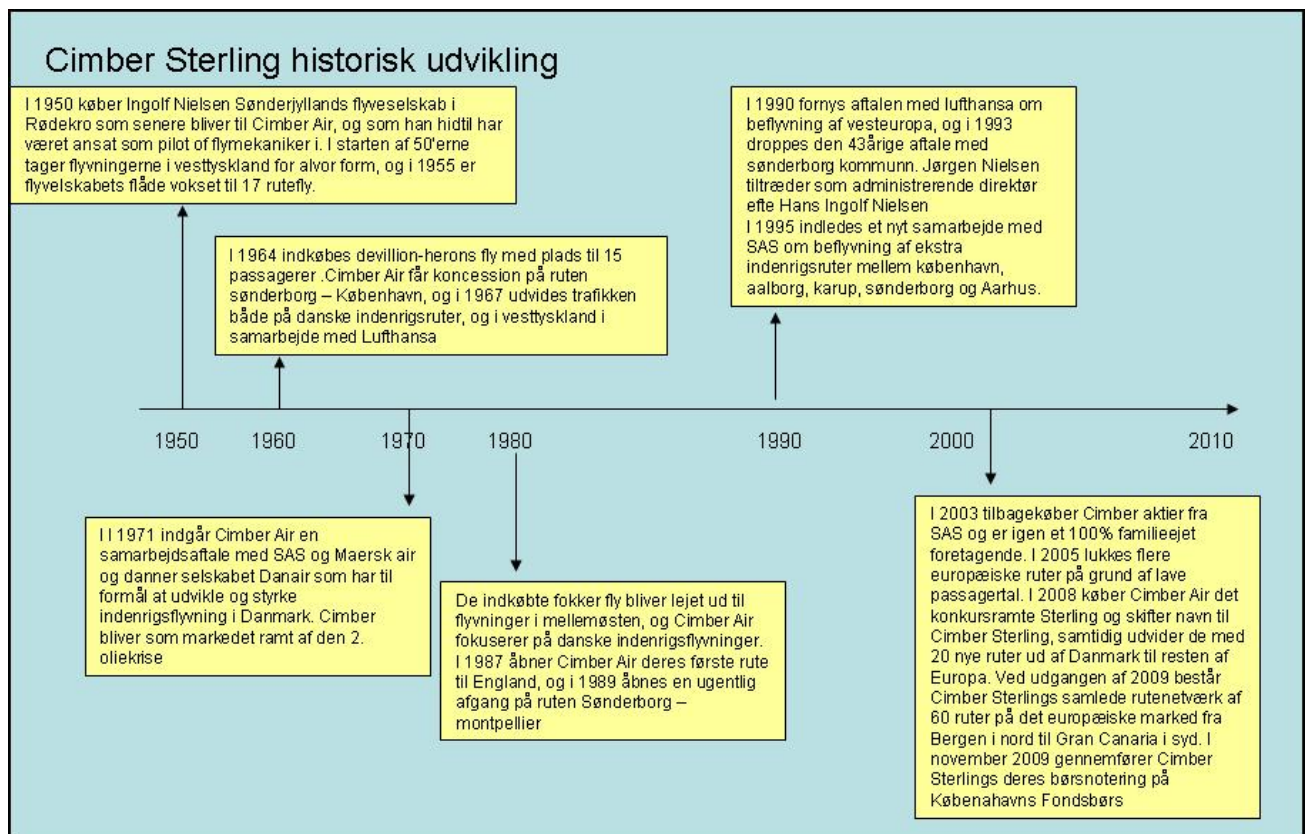
⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse -en praktisk tilgang side 152-153 (Metode 1)

2 Præsentation af Cimber Sterling

Vi vil i dette afsnit kort beskrive Cimbers historiske udvikling fra etablering og frem til børsnoteringen i 2009. Derudover vil vi kigge på deres erklærede mission og vision for at sætte rammerne omkring den efterfølgende strategiske analyse. Slutteligt vil vi gengive de væsentligste historiske nøgletal for Cimber.

2.1 Baggrundshistorie

Figur 2



Kilde: <http://www.cimber.dk/omcimber/kort/historien/>

Cimber har historisk udviklet sig fra at være et lille, familiedrevet selskab, og op igennem årene vokset organisk under ledelse af Hans Ingolf Hansen. I perioden har Cimber forsøgt sig med forskellige samarbejdsaftaler for at udvide deres forretning til større dele af Europa, med varierende succes. Væksten aftager omkring 2005, hvor der lukkes adskillige ruter. Cimber

vokser markant med akkvisitionen af Sterling i 2008 og et år senere med børsintroduktionen. Med børsintroduktionen bliver Cimber et selskab i en helt anden klasse end de forgange 50 år.

2.1.1 Cimber Sterlings mission og vision

Cimber Sterling har ingen offentliggjort mission, derimod definerer de deres vision som:

"Cimber Sterlings vision er at være Danmarks førende luftfartsselskab, hvilket skal opnås gennem tre fokusområder:

Markedsleder på det danske marked for indenrigsflyvning.

Cimber Sterlings skal være markedsleder inden for indenrigsflyvning i Danmark både for forretningsrejsende og for privatrejsende, der har behov for direkte indenrigsflyvning samt forbindelse til Cimber Sterlings egne regionale ruter eller forbindelse til andre luftfartsselskaber.

Fokuseret luftfartsselskab til europæiske storbyer.

Cimber Sterling ønsker at være et fokuseret europæisk luftfartsselskab, der tilbyder direkte ruter fra Danmark til udvalgte destinationer i udlandet for forretningsrejsende og privatrejsende, der enten flyver direkte eller har behov for forbindelse til andre luftfartsselskaber.

Det foretrukne luftfartsselskab i Danmark for privatrejsende.

Cimber Sterling ønsker at være det foretrukne luftfartsselskab med hensyn til rutetrafik til danskernes primære Leisure-destinationer og i den forbindelse tilbyde flest destinationer ud af Danmark"⁵

Cimbers strategi er bygget op omkring etableringen af et hybridselskab, med en sammensætning af små og store fly, for at bevare fleksibilitet i kapacitetsplanlægningen.

Det er Cimbers offentliggjorte vision og strategi at være markedsleder på danske indenrigsruter, defineret af dem selv som en markedsandel på 60%. Dette kræver at Cimber er tilstede på alle danske indenrigsruter. Derudover ønsker Cimber at opnå deres vision ved at være bredt synlige i europæiske hovedstæder og trafikale knudepunkter for derigennem at blive danskernes foretrukne flyveselskab ⁶.

Cimber har ingen offentliggjorte konkrete målsætninger bortset fra markedsandel på danske indenrigsruter. Visionen om at være et fokuseret og fleksibelt luftfartsselskab er ikke et parameter der kan måles direkte på, og dermed ikke en målsætning der sikrer høj værdi for aktionærerne.

⁵Kilde: <http://www.cimber.dk/omcimber/kort/vision.html>

⁶ Kilde: <http://www.cimber.dk/omcimber/kort/strategiogmaalsætninger.html>

Visionen er vag, men er en udmærket begrundelse for Cimbers eksistens. Der mangler en mission som kan fortælle investorer og andre interessenter hvor Cimber ønsker at være om x antal år, omsætningsmæssigt, markeds-mæssigt, indtjeningsmæssigt etc. Derudover mangler der overordnede strategiske målsætninger, konkrete og direkte målbare, som kan styre den overordnede retning Cimber bevæger sig i. Ledelsen har ikke taget stilling i den kommunikerede strategi til de udfordringer Cimber og branchen står foran.

Målsætningen om markedsandele er ikke uddybet med begrundelse eller ræsonnement for at ville opnå præcis denne andel af markedet. Når målsætningen ikke er suppleret med indtjeningsrelaterede målsætninger, efterlader det Cimber i et ledelsesmæssigt tomrum uden nogen operationaliseret strategi der styrer beslutningerne ⁷.

Til sammenligning har vi kigget på de konkurrenter vi igennem hovedopgaven vil sammenligne Cimber med. Som eksempel ser vi easyJets formålserklæring nedenfor:

”At tilbyde vores kunder en sikker luftfartsservice fra sted til sted til en rimelig pris. At levere og tilbyde et pålideligt produkt til priser, der henvender sig til private og erhvervslivet på en række europæiske ruter. For at opnå dette vil vi udvikle og oplære vores medarbejdere og etablere et varigt samarbejde med vores leverandører”⁸

easyJets erklærede formål er simpelt, men samtidig efterlader det ingen tvivl om den overordnede strategiske målsætning: Sikker luftfart til en god pris! Det er et formål som vidner om en virksomhed der overordnet har en bedre forankret strategi baseret på opfyldelse af kundernes behov for billige flybilletter, og ikke ret meget andet.

⁷ Mission, Vision, målsætninger som defineret i Exploring Corporate Strategy, 8th edition, Johnson & Scholes side 163-165

⁸ EasyJet.com

2.2 Historiske nøgletal

Historiske nøgletal er kun begrænset tilgængelige. Tabel 1 giver en oversigt over de vigtigste nøgletal i de sidste 5 regnskabsår.

Tabel 1

HOVED- OG NØGLETAL FOR KONCERNEN

(DKKm)	(IFRS)			(ÅRL)	
	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06	2004/05
Nettoomsætning	1.298	1.148	971	830	692
Andre driftsindt. Og omk.		45			
EBITDAR	150	228	163	124	46
Leasing udgifter	58	70	64	64	51
Af-og nedskrivninger	92	74	47	51	58
Gevinst/tab(-) ved salg af materielle aktiver	-2	-10	1	3	-28
Resultat af primær drift (EBIT)	-2	74	54	12	-91
Finansielle poster	-77	-4	-18	-12	-12
Resultat før skat (EBT)	-79	69	36	0	-103
Skat	20	-13	-10	4	30
Resultat efter skat	-59	56	26	4	-73
Langfristede aktiver	807	806	615	546	578
Kortfristede aktiver	283	240	260	297	272
Aktiver i alt	1.090	1.046	875	843	850
Egenkapital	162	200	203	162	157
Rentebærende gæld/finansiell leasing	481	491	330	371	427
Andre gældsforpligtelser	446	354	349	218	220
Pengestrøm fra driftsaktivitet	154	116	65	11	46
Pengestrøm til investeringsaktivitet	-95	-250	-23	7	78
Pengestrøm fra finansieringsaktivitet	-57	111	-42	-2	-132
Heraf udbytte	0	-44	0	0	-5
Likvider	4	2	26	26	22
Antal medarbejdere	762	633	541	514	457
Nøgletal for koncernen					
Omsætningsvækst i %	13,0%	18,3%	17,0%	19,9%	26,7%
EBITDAR margin	11,6%	19,8%	16,8%	14,4%	6,6%
EBIT%	-0,1%	6,4%	5,5%	1,4%	-13,2%
Egenkapitalens forrentning	-32,5%	27,8%	13,6%	2,5%	-37,2%
Finansiell gearing	33,7%	40,8%	62,8%	43,7%	36,8%
Solilitetsprocent	14,9%	19,2%	23,2%	19,2%	18,5%

Kilde: <http://www.cimber.dk/public/dokumenter/Diverse/Hoved%20og%20n%F8gletal%20for%20Cimber%20Sterling%20Group%20AS.pdf>

3 Forretningsmodel og strategi

Vi vil i dette afsnit foretage en dybdegående strategisk analyse af Cimber. Vi vil starte med definitioner og afgrænsninger for at komme nærmere ind på omfanget af analysen. Derefter vil vi belyse de primære konkurrenter som vi mener er mest hensigtsmæssigt at sammenligne Cimber med i et strategisk perspektiv. Vi vil starte selve analysen med en PESTEL analyse for at diskutere og konkludere på de væsentlige factorer i den omverden der påvirker Cimber. Derefter vil vi foretage en branche analyse i Porter's 5 forces rammen hvor hovedvægten vil blive lagt på den interne konkurrencesituation i branchen da vi mener det er mest relevant for Cimbers nuværende og forventede fremtidige afkast. Slutteligt vil vi foretage en SWOT analyse for at afrunde den strategiske analyse, efterfulgt af en delkonklusion.

3.1 Definitioner & afgrænsning

Vi vil i den efterfølgende strategiske analyse belyse det totale europæiske marked for flyrejsende. Dette inkluderer både Cimbers indenrigsruter samt udenrigsflyvninger til forskellige europæiske destinationer.

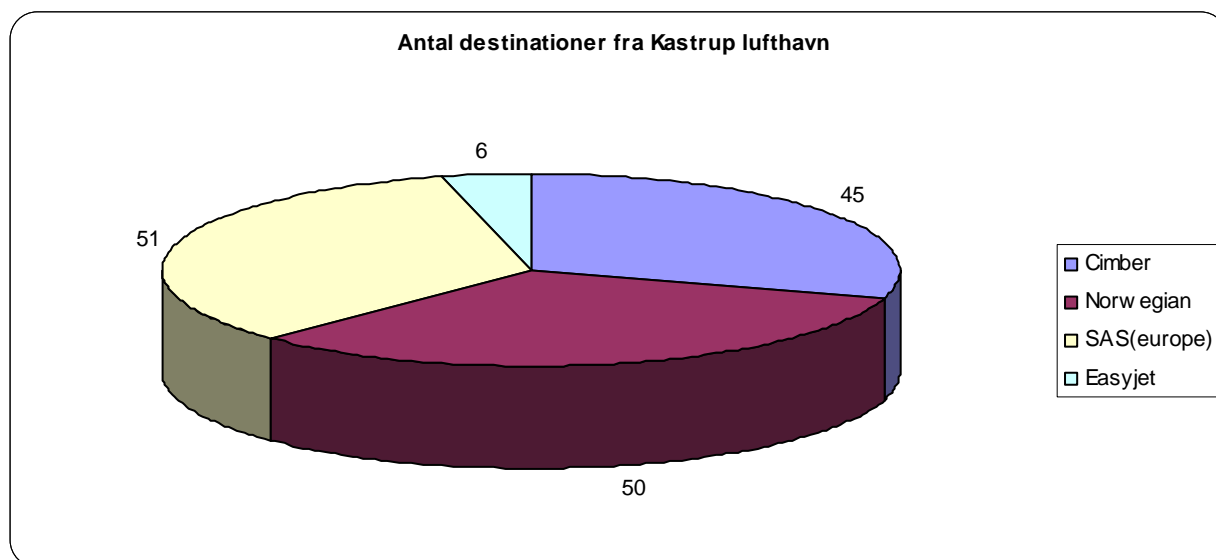
Vi vil afgrænse os fra at belyse det danske indenrigsmarked isoleret, selvom det er et kerneområde for Cimber. Dette gør vi da vi ikke mener at en opdeling af markeder er nødvendigt for værdiansættelsen.

3.1.1 Primære konkurrenter

Vi vil igennem den strategiske analyse definere Cimbers primære konkurrenter som de flyselskaber der netværksmæssigt ligner Cimber mest. Dette har vi gjort ud fra en analyse af sammenfald i hvilke lufthavne der betjenes af hvert selskab med udgangspunkt i udrejse fra Københavns lufthavn, Kastrup. Københavns lufthavn betjener mere end 50 flyveselskaber, men da langt størsteparten er nationale europæiske selskaber, med kun en enkelt eller to destinationer ud fra København, er der en ekstrem konkurrence intensitet i toppen af oversigten. Nedenstående graf viser top 4 over afgang fra Kastrup lufthavn. Der er langt fra nummer 3 (Cimber) til

nummer 4 (easyJet). Derimod er der kun henholdsvis 5 og 6 destinationer til forskel mellem Cimber, Norwegian og SAS. Cimber beskriver selv deres konkurrenter anderledes i prospektet,⁹ hvor de inkluderer flere LCC selskaber som Ryanair, men ikke nævner SAS. Da Ryanair ikke flyver ud af Kastrup opfylder de ikke det netværskriterium vi har anvendt som baggrund for definitionen ”primære konkurrenter” i dette afsnit . Der vil i regnskabsanalysen og værdiansættelsen anvendes andre konkurrenter til *peer group* analyse. Vi vil i hvert tilfælde angive baggrunden for at vælge andre konkurrenter end dem vi har valgt i den strategiske analyse.

Diagram 1



Kilde: Egen tilvirkning

Baseret på sammenfald af rutenetværk som beskrevet ovenfor vil vi definere Cimbers primære konkurrenter som Norwegian og SAS, og i efterfølgende strategiske analyse, afgrænse os fra at kigge nærmere på andre konkurrenter.

3.2 Strategisk position

For at belyse Cimbers strategiske position på markedet vil vi analysere relevante factorer i de forskellige lag der omkranser selve virksomheden. Vi vil ikke beskrive generiske factorer der

⁹ Se prospekt side 24

kan påvirke Cimber eller gengive modellerne, men udelukkende inkludere relevante betragtninger for den strategiske analyse og kommende værdiansættelse.

3.2.1 PESTEL Analyse

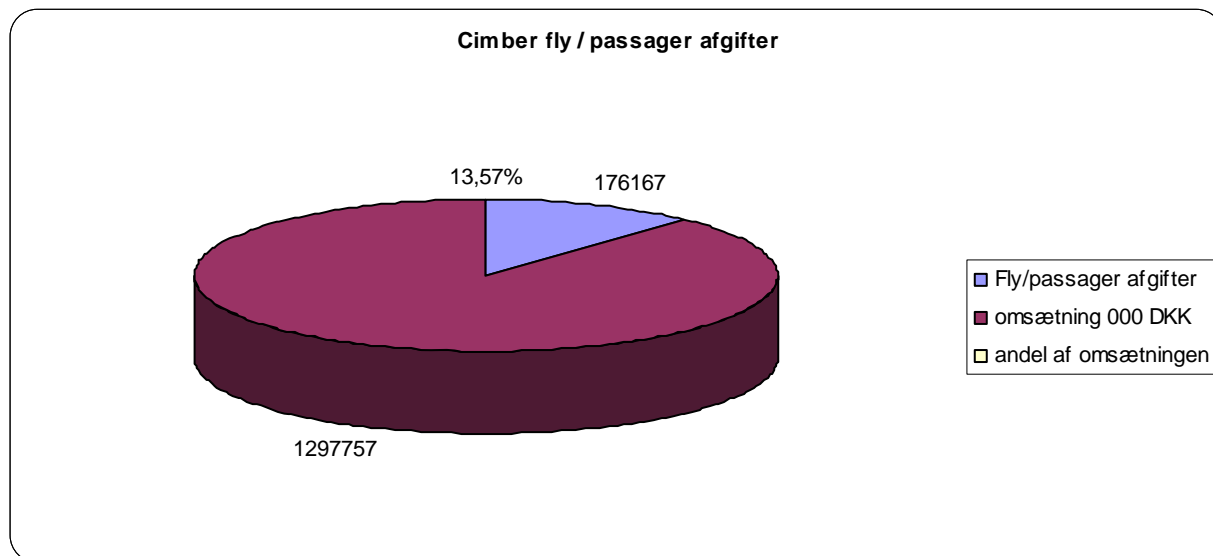
Political

Co2 afgifter (Carbon tax) og udvikling i denne har stor betydning for Cimber. Selvom afgiften har eksisteret siden 1990 i Danmark og i de fleste andre europæiske lande, er afgiften steget og har ændret struktur over tiden. I 2005 indførte EU et *Carbon trading scheme* hvor virksomhederne skal monitorere og rapportere forbruget af Co2. Der bliver allokeret et vist antal ton Co2 de må udlede til en fastsat pris. Hvis en given virksomhed udleder mere Co2 end allokeret skal virksomheden købe ”*allowances*” fra andre virksomheder der ikke har udnyttet deres allokering fuldt ud. Ordningen er kompliceret, men den overordnede effekt af politikken er at det gennemsnitligt er blevet dyrere at udlede Co2 end det var tidligere.

Nedenstående graf viser samlede fly og passagerafgifter (primært Co2 afgifter) som andel af omsætningen. Med en andel på over 13 % er dette en vigtig post for Cimber¹⁰. da afgifter afregnes pr udledt ton Co2 vil flyflåde sammensætning have stor betydning da aldrende flytyper må formodes at udlede mere Co2 end nyere modeller.

¹⁰ Det har ikke været muligt at sammenligne med SAS og Norwegian da disse omkostninger ikke er separeret i deres årsrapporter

Diagram 2

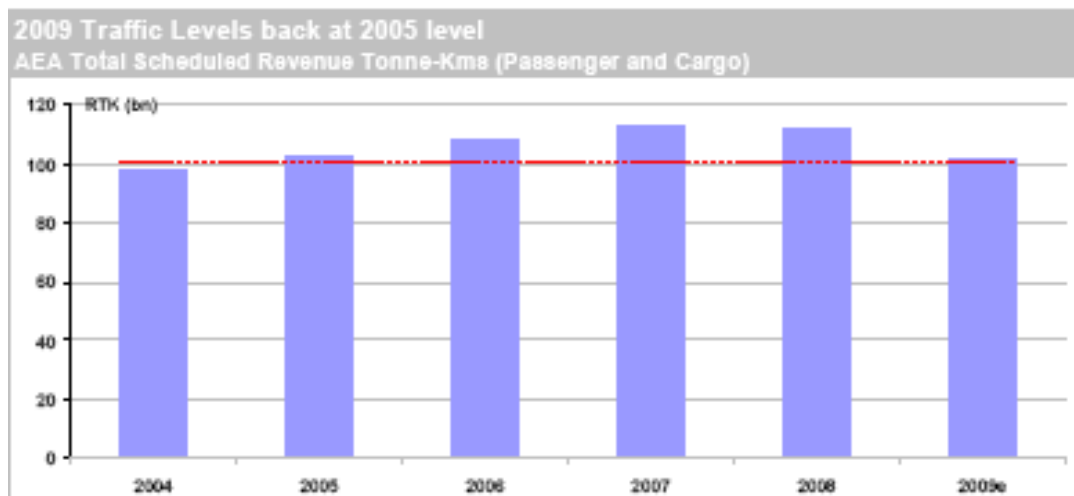


Kilde: Egen tilvirkning

Economical

Den europæiske brancheorganisation AEA som tæller 33 medlemmer melder om et forventet samlet "operating loss" i 2009 for branchen på 3-3.5 milliarder EUR. Perioden Januar - Oktober 2009 blev realiseret til RPK (Revenue passener kilometer) -5,1 % på passagertrafik og -19,1 % FTK (Freight Tonnage Kilometer) på fragsiden. Generelt vurderes det samlede niveau af trafik (passager og fragt) som værende tilbage på 2005 niveau (se nedenfor). Forventningerne til 2010 og 2011 er for AEA en vækstrate på 0% sammenlignet med 2009.

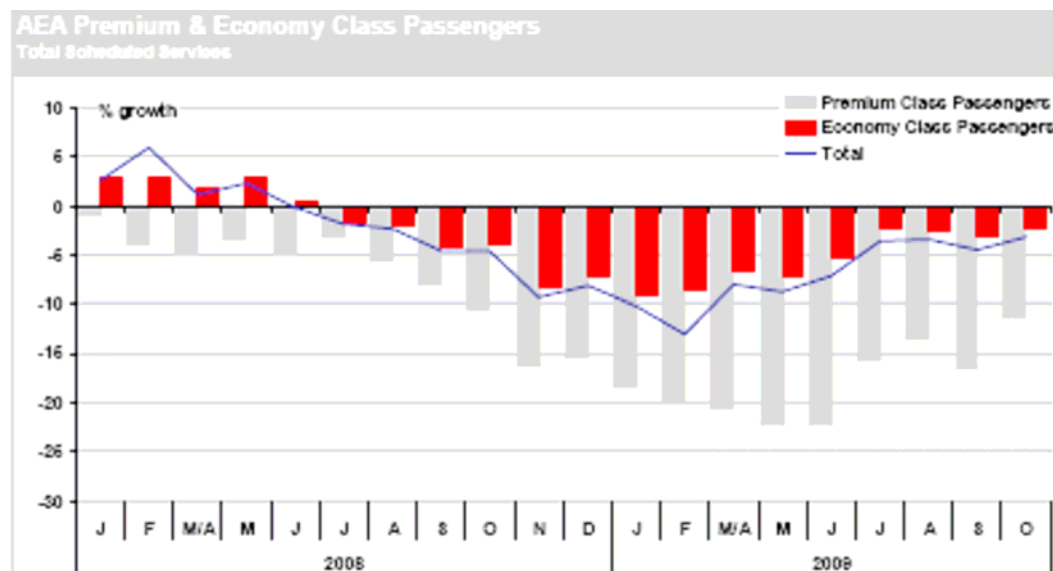
Graf 2



Kilde: AEA traffic trends oktober 2009 tilgængelig på: <http://files.aea.be/RIG/Source/trends/TrafficTrends-102009.pdf>

Der er dog visse lyspunkter for Cimber. Den økonomiske krise har nemlig ikke bragt lige store tab på alle segmenter. Hvis man kigger på den relative nedgang for business class versus economy billetter ses en markant højere nedgang i de dyre billetter se graf 3.

Graf 3



Kilde: AEA traffic trends oktober 2009 tilgængelig på: <http://files.aea.be/RIG/Source/trends/TrafficTrends-102009.pdf>

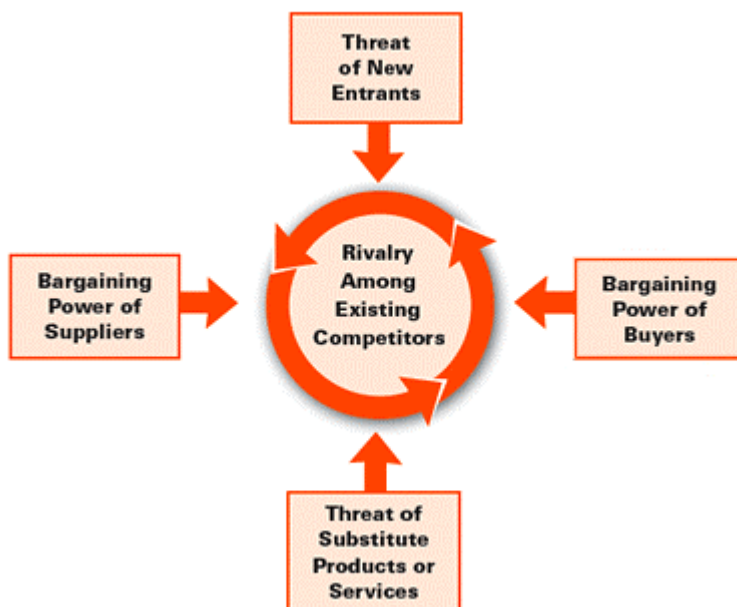
I forhold til primære konkurrenter er SAS dermed hårdere ramt afsætningsmæssigt på deres kerneområder end Cimber og Norwegian er det i LCC segmentet.

Olieprisen er meget relevant for branchen, men da den rammer bredt i branchen, med små forskydninger alt efter hvor moderne og brændstofeffektiv flyflåden er, er selve prisudviklingen på råolie mindre relevant.

3.2.2 Porter's 5 Forces

For at analysere konkurrencen i industrien har vi valgt at benytte Porter's 5 forces modellen for at belyse relevante aspekter.

Figur 3



Kilde: the five competitive forces that shape strategy, by Michael E Porter, Harvard Business Review, January 2008

Threat of new entrants

Branchen er kendetegnet ved høje indgangsbarrierer for at penetrere markedet. For at drive luftfart skal man have nogle fly og nogle koncessioner i lufthavne, begge medførende høje investeringer og omkostninger med lange tilbagebetalingsperioder.

Bargaining power of buyers

På grund af den intensive konkurrence og de lave præferencer er kundernes magt stor. Præferencer overfor enkelte udbydere på LCC segmentet er nærmest ikke eksisterende og der er direkte konkurrence på samtlige ruter Cimber betjener. Som vi vil komme ind på i afsnittet om intern konkurrence i markedet er der adskillige udbydere der konkurrerer på prisen alene, hvilket er med til at øge kundernes magt.

Treath of substitutes

Er umiddelbart lav, da ikke meget kan erstatte en flyrejse. Ud fra en bredere definition kan det selvfølgelig nævnes at alternative ferieformer og transport former (bil, bus, tog, camping) eksisterer, men det er ikke essentielt i forhold til konkurrence situationen i branchen, at disse alternativer findes, antagelsesvis på grund af præferencer fra kundernes side. Det er ikke et særlig godt alternativ til flyrejse at tage bilen til Malta. Da vi har afgrænset os fra at kigge på alternative transportformer vil ikke komme yderligere ind på det her.

Internal Rivalry

Traditionelt har man anskuet luftfartbranchen i Europa som et oligopol, dvs. få men store udbydere som dominerer markedet, som ofte (men ikke altid) er påvirket af høje entry barriere. Selve eksistensen af LCC selskaber som Cimber og Norwegian er resultatet af ”*Blue Canvass*” strategi som har fragmenteret markedet til et lavprismarked og et ikke lavpris (business) marked. Ved udgangen af september 2009 udgjorde Cimbers markedsandel på indenrigsruter 45% mod SAS 37%, og Norwegians 16% mens restancen på 2 % tilhørte ”wings of bornholm”¹¹.

Oligopoler er karakteriseret ved den høje ”*interdependence*” imellem udbydere og derfor er oligopoler ikke nemme at kategorisere ud fra en enkelt model. Vi har defineret Cimbers primære konkurrenter som Norwegian og SAS ud fra netværksmæssige ligheder, men man gå et skridt videre og ud fra markedsformen definere en mere snæver konkurrence imellem Norwegian og Cimber som begge konkurrerer i LCC segmentet og har direkte konkurrence på mange af ruterne. Derved får vi et Duopol som så kan belyses ud fra et sæt af afsætningsfunktioner, nemlig Cournot og Bertrand modellerne.

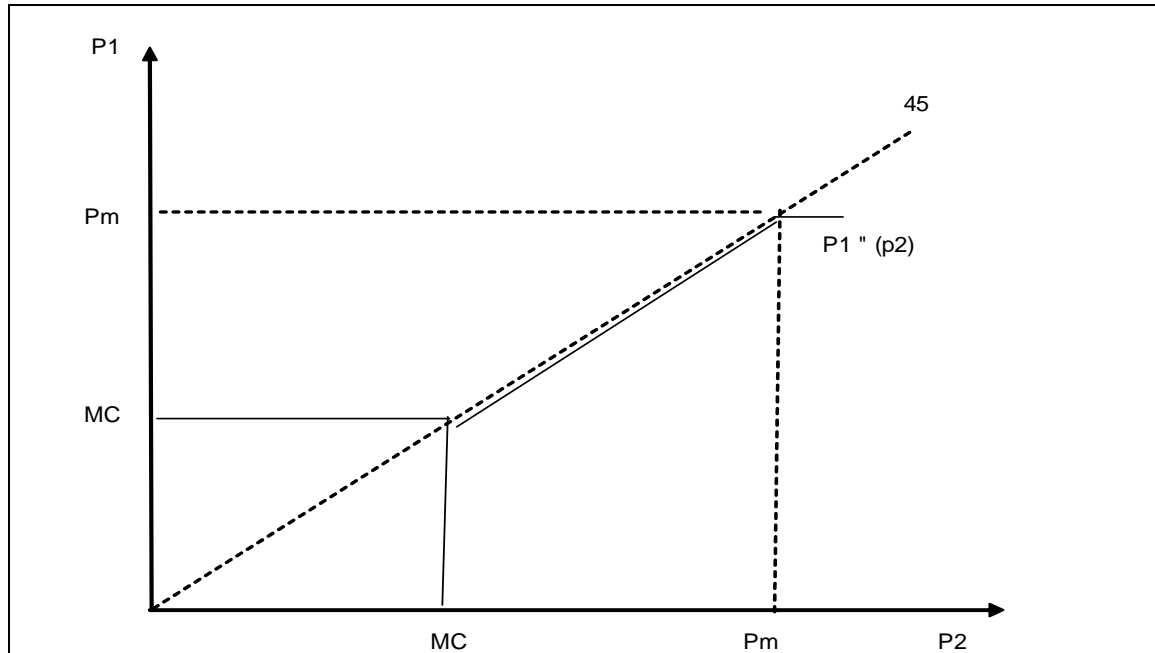
¹¹ Prospekt side 112

Cournot konkurrence¹² tager udgangspunkt i at prisen er den samme imellem de to udbydere og derfor konkurrerer på mængden alene. Dette er ikke helt tilfældet imellem Cimber og Norwegian som derved bedst kan belyses igennem *Bertrand Equilibrium*. *Bertrand Equilibrium* antager at den samlede mængde er givet, og at prisen er den definerende variabel som afgør markedsandele .

Hvis prisen $P_a = P_b$ (Cimber og Norwegian) vil mængden Q deles ligeligt imellem virksomhed A og B (Cimber og Norwegian).

Bertrand antager at $MC_1 = MC_2$, og hvis dette er tilfældet vil det betyde at den bedste løsning er *collusion* og dermed sætte $P = P_m$ (monopolpris). Hvis *collusion* ikke anvendes (hvilket vil være ulovligt) kan det anskues ud fra grafen at prisen vil ende ved $P_1 = P_2 = MC$ som er det eneste *nash-equilibrium* i funktionen. I *Nash Equilibrium* kan det ikke betale sig at ændre prisen på grund af afledte reaktioner hos konkurrenten. Hvis P_1 sættes over MC vil P_2 bevare prisen ved $=MC$ og erhverve markedsandele. Hvis P_1 sænker prisen under MC , vil P_2 ligeledes bevare prisen ved $P = MC$ for at undgå tab.

Figur 4



Kilde: Egen tilvirkning

¹² Tirole, Jean The theory of industrial Organization, MIT press, 1988

Dette betyder at der i realiteten hersker fuldkommen konkurrence imellem Cimber og Norwegian hvor der ikke eksisterer nogen overnormal profit da $P = MC$. Hvis vi ophæver antagelsen om at MC er identisk mellem de to virksomheder betyder det også at den eneste effektive strategi Cimber kan føre er ”*cost leadership*” med henblik på at have den laveste MC og derved kunne erhverve markedsandele ved at sætte P lavere end konkurrenten.

Derudover er Branchens profitabilitet stærkt presset. Hvis man ser på den 5 årige CAGR (Compound annual growth rate) har den for branchen været negativ med -6,8 % imod en 5årig CAGR på -3,7 % for industrien totalt¹³.

Tabel 2

Index Value	% of 500 or Sector	Price Changes (%)					5-Year				
		1 Wk.	13 Wks.	YTD	2008	5-Yr CAGR	Beta	Std. Dev.			
Industrials			234.52	10.38	6.1	6.8	13.2	(41.5)	(3.7)	1.2	20.8
Airlines			82.40	0.66	3.0	(5.0)	0.3	(29.3)	(12.3)	1.0	29.1

Kigger man på Cimbers Return on Invested Capital (ROIC) over en periode sammenlignet med primære konkurrenter i LCC segmentet får man et billede af konkurrenceintensiteten og indtjeningsforholdene imellem konkurrenterne. Oversigten viser tydeligt, at easyJet har leveret den bedste ROIC i alle årene og Cimber’s ROIC er betydeligt lavere end samtlige konkurrenters i alle årene

Tabel 3

	2006			2007			2008		
	DO	NDA	ROIC(%)	DO	NDA	ROIC(%)	DO	NDA	ROIC(%)
Cimber	39203	456751	8,583014	25558	678628	3,766128	-863	1054620	-0,08183
EasyJet	94,1	260,4	36,13671	182,3	416,8	43,738	83,2	479,9	17,33695
RyanAir	306712	1454669	21,08466	435600	2144257	20,31473	390708	2489205	15,6961
Norwegian	-21997	-69312	31,73621	84580	239676	35,28931	3944	837344	0,471013

Kilde: Egen tilvirkning¹⁴

¹³ http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/GICS_500_Scorecard.pdf

¹⁴ ROIC defineret som Driftoverskud efter skat / netto driftaktiver . Se bilag 1-4 for reformulerede balancer

Cimber formår altså ikke i samme grad som deres konkurrenter at minimere deres omkostninger eller øge omsætningen nok til at skabe et tilfredsstillende driftsoverskud, og derigennem et tilfredsstillende ROIC.

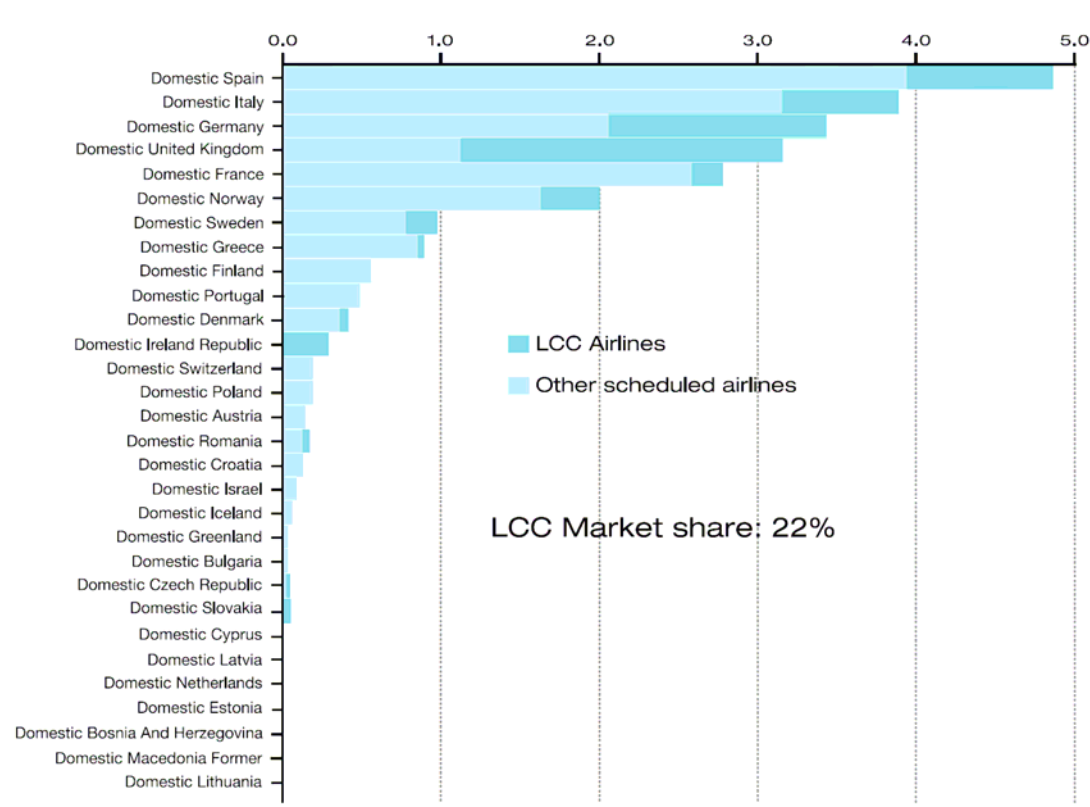
3.3 Markeds analyse

For at kunne estimere Cimbers fremtidige afkast og værdi, vil vi også analysere det marked Cimber opererer på. Markedet vi ønsker at analysere, er det overordnede europæiske LCC marked, som både inkluderer indenrigs og trans-europæiske flyvninger.

3.3.1 Markedsstørrelse

Markedsandelen af LCC flyvninger er ca. 22 % af det samlede marked som ses i nedenstående graf 4.

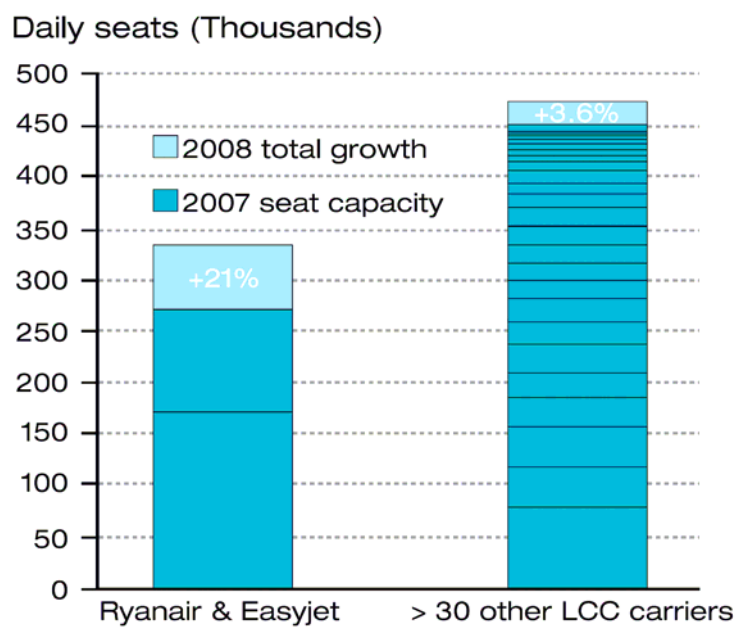
Graf 4



Kilde: Airbus global market forecast: <http://www.airbus.com/en/gmf2009/data/catalogue.pdf>

Til estimering af det samlede marked for europæiske flyvninger, benytter vi oversigt over antal sæder fløjet. Af nedenstående graf ses at det samlede antal sæder fløjet udgør ca. 810.000 pr dag for LCC selskaberne og det samlede marked udgør dermed ca. 3.681.000 antal daglige sæder fløjet.

Graf 5



Kilde: Airbus global market forecast: <http://www.airbus.com/en/gmf2009/data/catalogue.pdf>

Hvis vi kigger på det samlede marked, og markedsandelene for Cimber og deres primære konkurrenter, får vi følgende sammenhæng¹⁵.

¹⁵ Til definition af markedsandele anvender vi antal sæder fløjet og tager dermed ikke højde for udnyttelsesgrad af kapacitet (load factor)

Tabel 4

	Year: 2008		
	total seats flown	total LCC market	Market share
Cimber	1.899.000	295600000	0,64%
Ryanair	72.839.506	295600000	24,64%
Easyjet	52.800.000	295600000	17,86%
Norwegian	11.565.257	295600000	3,91%
Total	139103763	295600000	47,06%

Kilde: Egen tilvirkning

Cimber er altså en meget lille spiller på LCC markedet i Europa i forhold til deres primære konkurrenter. Det skal dog bemærkes, at det europæiske LCC marked som helhed er fragmenteret. Markedet består af to store spillere, og en række mindre spillere der på grund af rutenetværk ikke primært konkurrerer med hinanden (undtagelsen er her Norwegian som er i direkte konkurrence med Cimber på mange ruter).

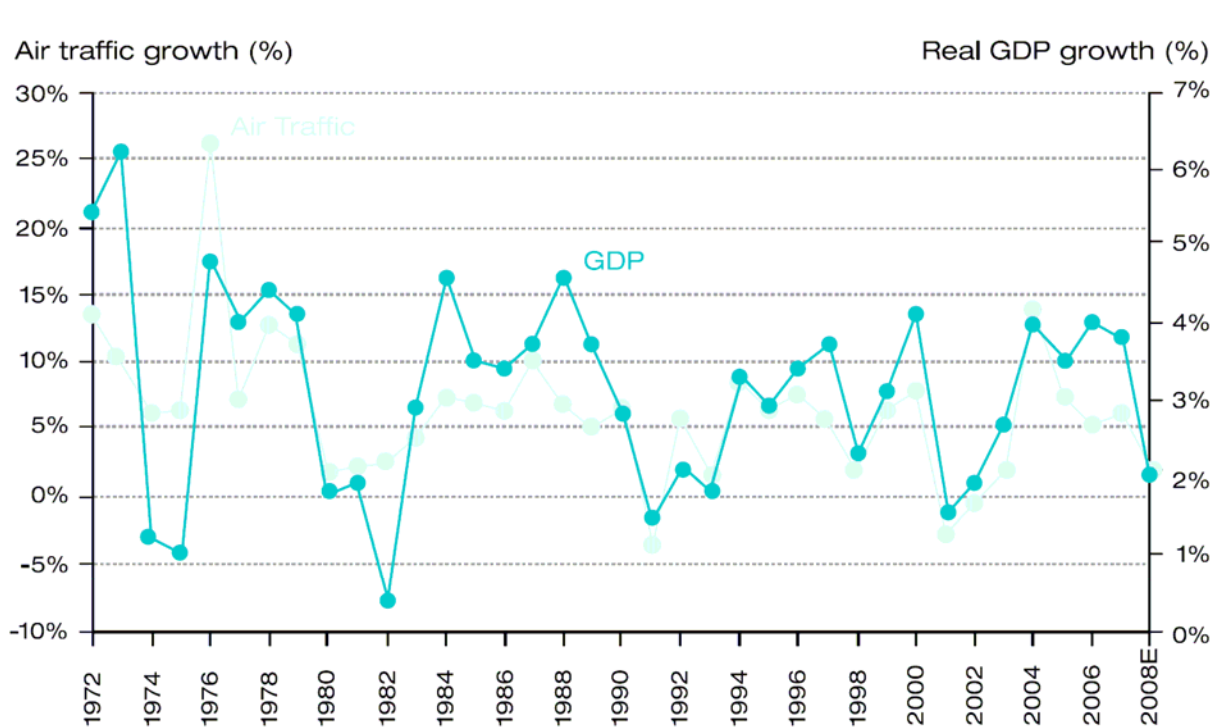
3.3.2 Markedsudvikling

Væksten i passagermarkedet har historisk set tilnærmelsesvist fulgt den generelle udvikling i global BNP. Yderligere estimeres det, at den gennemsnitlige årlige vækstratio i hele markedet udgør 4,7 % frem til 2028¹⁶.

Dog befinder markedet i øjeblikket sig i en økonomisk krise hvor 2009 (som nævnt på side 18) havde negativ vækst og hvor 2010 og 2011 forventes at opleve en vækstrate på 0%.

¹⁶ Airbus global market forecast: <http://www.airbus.com/en/gmf2009/data/catalogue.pdf>

Graf 6



Kilde: Airbus global market forecast ¹⁷

3.4 SWOT analyse

En opsummering på de styrker, svagheder, muligheder og trusler identificeret i den strategiske analyse findes nedenfor.

¹⁷ Airbus global market forecast: <http://www.airbus.com/en/gmf2009/data/catalogue.pdf>

Figur 5

Styrker Ny Kapital fra IPO Lav omkostningsbase (selvproklameret) Fleksibel flyflåde	Svagheder Dårlig omtale "Ny" på børsmarkedet Traditionsrigt familidrevet selvskab, Manglende vision og målsætninger Duopollignende markedsform
Muligheder Væktsplan Samarbejde med Rejseburauer	Trusler Lavpristerminal i Kastrup Øget konkurrence Priskrig

Kilde: Egen tilvirkning

Styrker

Cimber nævner selv i prospektet at de har en lav omkostningsbase, og at de vil arbejde på yderligere omkostningsreduceringer. Vi vil kigge nærmere på dette i regnskabsanalysen. Cimber har fået tilført ny kapital fra IPO'en som vil blive brugt primært på delvis indfrielse af anden gæld og leverandørkreditter¹⁸, og restprovenuet til at finansiere den vækstplan som Cimber

¹⁸ Prospekt side 13

lægger op til i prospektet. Cimbers hybrid flåde bestående af både store og små fly er en styrke da den giver øget fleksibilitet til at reagere på muligheder i markedet.

Svagheder

Cimber har modtaget en del negativ omtale kort efter deres IPO. Derudover er der selve den signal værdi at starte med et udbudskursinterval på DKK 20-24 pr. aktie, for derefter at ende med en udbudskurs på DKK 10.

Cimber har været familie ejet i en lang periode, og dette kan betragtes som en svaghed overfor større, mere etablerede spillere som har været på børserne i lang tid. Cimber har ingen erfaring at trække på i forbindelse med integration af selskaber (Sterling transaktionen) eller børsintroduktioner.

Cimber er ikke en virksomhed med en klar og operationaliseret strategi. Dette ses på den blotte mangel af mission og målsætninger. Cimber har en vision som ikke er suppleret med indtjeningsmæssige mål, og som dermed ikke skaber meget *shareholder value* i sig selv. Cimber opererer på visse ruter i duopollignende forhold som gør at profitten er lav og forventes at forblive det i fremtiden.

Muligheder

Cimber har selv defineret deres vækstplan som må ses som en mulighed. Muligheden beror på en udvidelse af kapaciteten og en mere aggressiv kampagne med henblik på at erobre markedsandele. Derudover har Cimber en mulighed i at penetrere chartermarkedet, ved samarbejde med rejsebureauer for derigennem at nå ud til flere slut-brugere.

Trusler

Københavns nye lavpristerminal (CPH Swift) må anskues som den mest markante trussel Cimber står overfor. Med den øgede konkurrence og markedsformen, er der en konkret trussel om intens konkurrence samt deraf følgende priskrig mellem eksisterende og nye udbydere. En sådan priskrig vil øge kravet til omkostningsminimering for at kunne prissætte korrekt i markedet. Vi vil i regnskabsanalysen vurdere Cimbers omkostningsbase nærmere i forhold til peer group og derved vurdere deres evne til at imødekomme en sådan priskrig hvis den skulle oprinde.

3.5 Delkonklusion

I problem formuleringen stillede vi spørgsmålet:

”Er vækstplanen beskrevet i prospektet realistisk i forhold til Cimbers interne forhold samt udviklingen i markedet”¹⁹

I den strategiske analyse har vi fået afklaret at markedet generelt har været aftagende med et tab på over EUR 3 mia. i 2009, og at brancheorganisationen AEF forventer nulvækst i 2010 og 2011. Markedet forventes gennemsnitligt at vokste med 4,7 % pr år frem til 2028, dette dog med nogle udsving og på grund af den økonomiske krise forventes væksten i de første 3-7 år at være markant lavere, og i 2010 og 2011 forventes nulvækst.

Vi har igennem en markedsanalyse belyst, at Cimber på mange forretningsområder opererer i et egentligt duopol med prisen som afgørende parameter og som deraf følger, jf. Bertrand equilibrium, kun bør føre cost leadership som strategi da den udbyder med den laveste MC vil erobre markedsandele (under antagelse af $P=MC$). Vi har belyst konkurrenceintensiteten og påvist at Cimber er en meget lille spiller i det europæiske LCC marked, dog med den bemærkning af markedet er fragmenteret og præget af mange små udbydere der i rutenetværk primært konkurrerer med Ryanair og easyJet. Ryanair og easyJet er klart de dominerende spillere på det europæiske LCC marked med en samlet markedsandel på ca. 38%.

Vi har i analysen udregnet Cimbers ROIC i forhold til primære konkurrenters, og fundet at de leverer et betydeligt lavere ROIC, på grund af at relativt lille driftsoverskud i forhold til netto driftsaktiver. Dette understøtter at Cimbers omkostningsbase er for høj i forhold til de priser de kan tage for deres produkter, givet af markedet, og af den intensive konkurrence der er skabt på grund af duopollignende forhold. Cimber er altså ikke særlig dygtig til at føre den strategi (omkostningsfokus) som er deres eneste reelle mulighed, jf Bertrand's Equilibrium.

Cimber har nogle svagheder internt, de har ingen klare og konkrete strategiske målsætninger som sikrer værdi til aktionærerne, og ingen mission. Dette kan f.eks. forklares i Cimbers kultur da virksomheden i mange år var et familieføretagende og dermed ikke har lang erfaring i at drive et børsnoteret selskab. Dette mener vi kan blive et betragteligt problem i fremtiden.

Der er visse trusler i den nærmeste fremtid som vil påvirke Cimbers evne til at realisere eget vækstpotentiale. Etableringen af CPH Swift i udgangen af 2010 og forventet *entry* af Ryanair og easyJet vil betyde en markant konkurrence intensitet på de europæiske ruter ud af CPH. Dette

¹⁹ Problemformulering, side 4

vil formentlig betyde at priserne vil blive presset yderligere ned og Cimbers markedsandel være faldende, og omkostningsfokus vil dermed blive endnu mere vigtigt end hidtil. Om vækstplanen er realistisk afhænger altså i høj grad af hvorvidt Cimber er i stand til at konkurrere på omkostnings niveauet (og dermed load factor) som vi vil komme nærmere ind på i regnskabsanalysen. Med baggrund i virksomheden internt, markedsudviklingen, trusler og muligheder, mener vi ikke at Cimber kan realisere vækstplanen i det omfang det er beskrevet i prospektet.

4 Regnskabsanalyse

I denne regnskabsanalyse ønsker vi, at se på den historiske udvikling i Cimber, for derved at skabe grundlag for estimering af de value – og cost drivers som vi mener er grundlæggende for Cimber. Disse value –og cost drivers vil vi herefter inddrage som en del af værdiansættelsen.

Vi har valgt at se på den historiske periode som dækker Cimbers årsregnskab 2006/2007 og frem til og med 2008/2009. Vi har valgt denne periode, da der i prospektet er oplysninger som vi mener er af stor betydning for estimeringen af vores value –og cost drivers, som fx segmentoplysninger. Disse fremgår ikke af de enkelte årsregnskaber. Derudover indeholder denne periode Sterling transaktionen samt revisionspåtegnet uden anmærkninger efter IFRS.

For denne periode ønsker vi også, at se på Cimbers udvikling i forhold til de i prospektet nævnte LCC konkurrenter Norwegian, Ryanair og easyJet som Cimber ser som direkte konkurrenter²⁰.

4.1 Primære konkurrenter

Igennem regnskabsanalysen ønsker vi som nævnt ovenfor i afsnit 1.1 at definere konkurrenter som LCC selskaberne easyJet, Norwegian og Ryanair.

Da Cimber ønsker at sammenligne sig med disse selskaber, bunder det i benchmarking med omkostningerne i fokus, frem for rutenettet, som var grundlaget i vores strategiske analyse, afsnit 2.

Cimber ønsker at være en del af konkurrencen, hvor pris er det styrende konkurrenceparameter, og vi mener derfor det er naturligt at se nærmere på disse selskaber for at se om der er afvigelser i omsætning og indtjening imellem de nævnte selskaber, og om vi kan definere hvor selskaberne differentiere sig.

4.2 Regnskabsgrundlaget for Cimber samt konkurrenter

Udover de nævnte periodeforskydninger nævnt i afsnit 1.3 er der også tale om regnskabsaflæggelse i forskellige valuta. For margin og indeks beregninger vil beregninger og

²⁰ Prospekt side 110

sammenligninger være foretaget i lokal valuta. Hvor analyser for fx indtjening pr. passager nødvendiggøre en fælles valuta visning, vil omregningen til DKK ske ved det pågældende års gennemsnitskurs²¹.

4.3 Reformulering af årsrapporter og reklassifikation af regnskabsposter

I den videre analyse af Cimber ønsker vi at opdele Cimbers aktivitet i henholdsvis drift og finansiering. Ved denne opdeling, får vi et klart billede af Cimbers primære drift, og de indtjeninger der relaterer sig til deres finansiering, placering af overskydende likviditet og dækning af deres likviditetsbehov relateret til driften.

4.3.1 Anvendt regnskabspraksis

Cimber har historisk anvendt Dansk Årsregnskabs lov (DÅL), men i forbindelse med udarbejdelsen af prospektet og den fremtidige regnskabsaflæggelse, har Cimber ændret regnskabspraksis til IFRS.

Ændring i anvendt regnskabspraksis, har medført en mindre nedgang i Resultat efter skat. Denne nedgang bunder i udgiftsførelsen af mindre vedligeholdelsesomkostninger, hvorimod der er sket en betydelig opskrivning af Cimbers balance. Opskrivning af balancen tilskrives hovedsagelig ændringen i afskrivningspolitikken på vedligeholdelsesomkostninger²².

4.3.2 Reformulering af Resultatopgørelsen

Omsætning

Vi har valgt at regulere omsætningen i regnskabsåret 2007/2008, for de driftsindtægter som relaterer sig til den vundne retssag vedr. for meget betalt moms. Vi har valgt, at eliminere denne post da den ikke har karakter af tilbagevendende indkomst, med rødder i den primære drift. Hvis denne post bibeholdes som en del af indtægterne, vil dette regnskabsår fremstå som kunstigt højt,

²¹ Nordea E-Market valutakurser

²² Prospekt side 182

set i forhold til de andre regnskabsår i analyseperioden, da disse kun består af reel drift. Posten er rykket ned under anden drift, og skatteeffekten af denne er modregnet i den primære drift²³.

Andre eksterne omkostninger

Da denne post hverken i prospektet, dettes noter, eller i de enkelte regnskabsår bliver specificeret, har det ikke været muligt umiddelbart at klassificere dem som hverken finansiell eller drifts omkostninger. Vi har valgt at klassificere dem som driftsomkostninger.

Den reformulerede resultatopgørelse er vedlagt som bilag 5.

4.3.3 Reformulering af balancen

Der er ikke fundet grund til, at reklassificere poster i balancen. Der er en driftskredit med en maksimal kreditramme på DKK. 17 mio. Denne er i regnskabsåret 2008/2009 benyttet i forbindelse med sæsonudsving, hvor der er trukket DKK 13 mio. Denne kreditfacilitet er til indfrielse over to rater, hvoraf den sidste er til forfald 9. december 2009²⁴

Denne kredit facilitet vil ikke blive medtaget i budgetteringen, mere om dette i afsnit 5.

4.3.4 Reformulering af egenkapitalen

Der er i prospektet opgivet en totalindkomstberegning²⁵. Da denne er en del af det reviderede prospekt, har vi valgt at tage udgangspunkt i denne totalindkomstberegning, hvor dette skulle gøre sig gældende. Vi har dog efterregnet den i prospektet fremstillede totalindkomst.

4.4 Nøgletal –og historisk udvikling blandt LCC selskaber

Vi vil i de følgende afsnit forsøge at belyse den historiske udviklingen i Cimber, Norwegian, easyJet og Ryanair, for på den måde at tegne et billede af udviklingen i hele markedet.

²³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse -en praktisk tilgang side 140

²⁴ Prospekt side 102

²⁵ Prospekt side 142

Til sammenligning af de nævnte selskaber er benyttet indekseret omsætning, EBITDAR margin, EBIT margin samt Netto margin.

Indekseringen af omsætningen er foretaget, dels for at tydeliggøre udviklingen i perioden, og dels for at undgå sammenligning af fx omsætning i forskellige valuta.

Specielt valutaomregningen ønsker vi, at undgå så vidt det er muligt, da kursen på både NOK vist i graf 7 og GBP vist i graf 8, har svinget meget i forhold til DKK i denne periode.

Graf 7



Graf 8



Kilde: www.euroinvestor.dk

Foruden ovenstående ønsker vi at estimere de gennemgående value –og cost drivers, som vi mener er vitale for en fremtidig budgettering og værdiansættelse af Cimber.

4.4.1 Konkurrentssammenligning

Der er i nedenstående sammenligningstabel ikke lavet en egentlige reformuleringer af de enkelte resultatopgørelser for de enkelte selskaber. Der er i sammenligningerne foretaget enkelte reguleringer, som fx Cimbers moms tilbagebetalingen i 2007/2008 og Ryanairs nedskrivning af ejerandelen i Aer Lingus²⁶. Der er med andre ord lavet en subjektiv vurdering af hvilke indtægter/omkostninger vi mener har været udenfor den normale drift, og dermed ikke bør være en del af sammenligningsgrundlaget.

²⁶ Aer Lingus annual report side 12

Tabel 5

Cimber	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Index Net Sales	100,0	118,3	133,7
EBITDAR Margin i %	16,8	15,9	11,6
EBIT Margin i %	5,5	2,5	-0,1
Netto Margin i %	2,7	1,0	-4,5
Norwegian	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Index Net Sales	100,0	143,7	211,7
EBITDAR Margin i %	6,8	11,9	3,2
EBIT Margin i%	-1,0	3,2	-5,4
Netto Margin i %	-0,7	2,0	0,1
easyJet	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Index Net Sales	100,0	131,5	148,4
EBITDAR Margin i %	16,6	10,5	8,4
EBIT Margin i%	9,6	3,9	2,3
Netto Margin i %	8,5	3,5	2,7
Ryan Air	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Index Net Sales	100,0	121,3	131,5
EBITDAR Margin i %	30,1	29,0	14,5
EBIT Margin i%	21,1	16,4	-4,3
Netto Margin i %	19,5	14,4	-5,8

Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

For alle selskaber er en generelt faldende EBITDAR margin resultat af en øget udgift til især medarbejdere og brændstofpriser. Personaleomkostningerne analyserer vi separat i afsnit 5.3.2.1. Den øgede ekspansion af de enkelte selskaber, og den deraf følgende konkurrenceintensivering, har også affødt højere udgifter til marketingsomkostninger²⁷, hvilket også presser EBITDAR Margin.

For Ryanair skal nedgangen i omkostninger ses som et resultat af ændringen i marketing fra relativt dyre medier Radio/TV, til relativt billige medier som fx Internet bannerreklamer.

Tabel 6

	Marketingomkostninger		
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	100,0	111,5	111,7
Norwegian	100,0	112,4	137,6
easyJet	100,0	122,4	123,7
Ryan Air	100,0	72,3	53,8

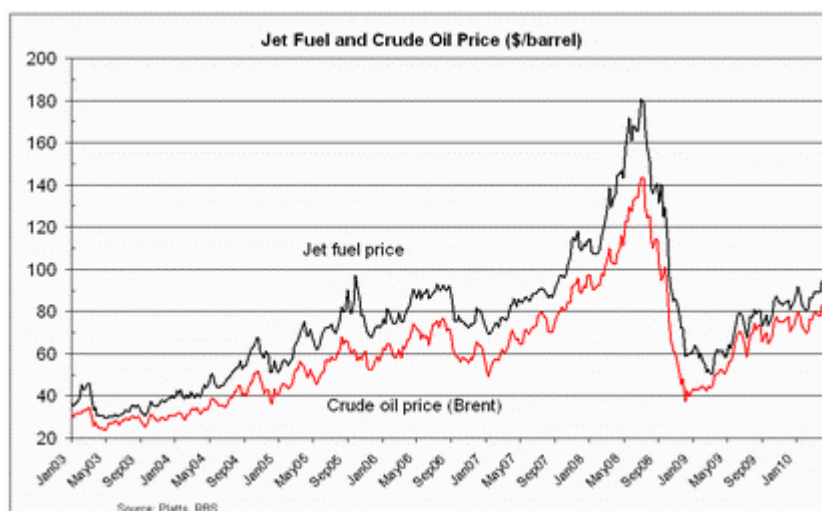
Kilde: Egen tilvirkning

²⁷ Oplysninger omhandlende omkostninger er alle taget fra de respektive Årsrapporter

Der er ikke reguleret for evt. brændstof og valuta hedges. Vi mener at brændstofpriser og valutakursudsving er en væsentlig, og tilbagevendende del af konkurrencen i markedet. Vi har på denne baggrund valgt, at lade disse indgå som en del af driften.

Som det fremgår af nedenstående graf 9, har det for eksempel været en god ide at hedge imod stigning i brændstofpriser specielt fra medio 2007 til medio 2008, hvorimod hedgingen har været en dårlig forretning specielt fra medio 2008 til primo 2009 hvor brændstofpriserne er faldet med ca. USD 120 pr. tønde. Dette fald kan vise sig at være udslagsgivende i konkurrencesammenhæng, og derfor har vi valgt at lade hedging indgå som konkurrenceparameter.

Graf 9



Kilde: http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel_monitor/Pages/price_development.aspx

Ændringen fra EBITDAR margin til EBIT margin, afspejler for alle selskabers vedkommende sammensætningen af flyflåde. For de af selskaberne ejede fly, er der ikke nedskrevet væsentlig værdi i forbindelse med impairment test. Leasingforpligtelserne for alle selskaber er steget, i kraft af udvidelse af de respektive flyflåder. Derudover afspejler EBITDAR margin også de faldende billetpriser som vi har været inde på tidligere i opgaven.

Fælles for alle selskaber, easyJet undtaget, er at deres Netto margin er negativ eller tæt på nul. Norwegians Netto margin på 0,1% "redes" kun af store finansielle indtægter fra hedges, som vi har ladet være med at reklassificere, i forlængelse af ovenstående argument.

Grunden til easyJets positive Netto margin, kan findes i deres af –og nedskrivninger. På deres egen flyflåde samt immaterielle aktiver, er der stort set ikke ændret i værdifastsættelsen i forhold til tidligere år. Dette kunne give anledning til yderligere spørgsmål, men vi undlader at foretage

reklasificeringer, da årsrapporten er revideret uden anmærkninger. Dog ønsker vi at slå fast, at vi mener easyJets flyflåde, som de øvrige konkurrenters, ville forventes at være faldet ekstraordinært i værdi. Ser vi på den øgede konkurrence, og den generelle afmatning i kapitalmarkederne i forbindelse med den globale krise, vil vi forvente en ekstraordinær nedskrivning. Forudbetalinger til Airbus er der ikke nedskrevet på, og de bestilte fly er heller ikke impairment testet²⁸.

Af ovenstående sammenligningstabel ses det, at tallene underbygger markedsudviklingen vi belyste i den strategiske analyse. LCC selskaberne vinder markedsandele i det voksende marked for fly rejsende. Alle de ovenstående selskabers omsætning stiger i den viste periode, dette sker som udgangspunkt ved en større mængde af befløjende passagerer, da vi har set at konkurrencen har været stigende, med faldende billetpriser til følge.

Da vi ikke mener at ovenstående til fulde belyser hvilke value drivers som driver de ovenfor nævnte omsætninger og indtjening, vil vi i det kommende afsnit se nærmere på disse.

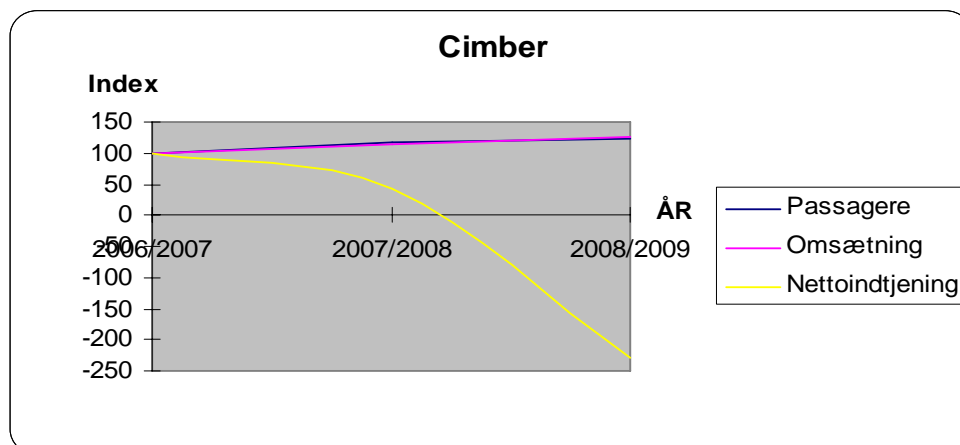
4.4.2 Value –og cost driveres

For at belyse hvad der hovedsageligt driver omsætning, omkostningerne og derved indtjening i Cimber, ønsker vi at definere nogle key value –og cost drivers. Igennem disse mener vi, at kunne danne et bedre grundlag for vores senere budgettering og værdiansættelse.

Ved en indeksering af antal passagerer, omsætning og nettoindtjening i graf 10 fremgår det, at det er værd at se på hvilke drivers der får nettoindtjeningen til at dykke i den samlede analyseperiode. Det ses derudover, at Cimber har formået, at vende den faldende omsætning pr. passager ved at overkompensere den faldende billetpris med andre tiltag, som fx betaling for forplejning, bagage etc.

²⁸ easyJet Annual report and accounts 2009 side 72

Graf 10



Kilde: Cimbers årsrapport / egen tilvirkning

For bedst muligt at kunne analysere hvor Cimber skaber faldet i nettoindtjening, vil vi se på hvilke omkostningsposter der er de tungeste, og igennem dem, benchmarke Cimber med de udvalgte konkurrenter.

Fælles for alle selskaber er at de i den analyserede periode

ekspanderer i forhold til antallet af ruter de opererer. Vi kan ud fra tabel 7 se, at easyJet som det eneste selskab har bevaret en positiv, dog faldende, Netto margin. Dette kunne indikere at ekspansion i forhold til rutenettet, og et øget antal af passagerer ikke i sig selv er ensbetydende med en høj, eller stigende indtjening.

Tabel 7

	Antal ruter		
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	15	18	32
Norwegian	86	114	170
easyJet	289	380	422
Ryan Air	408	609	845

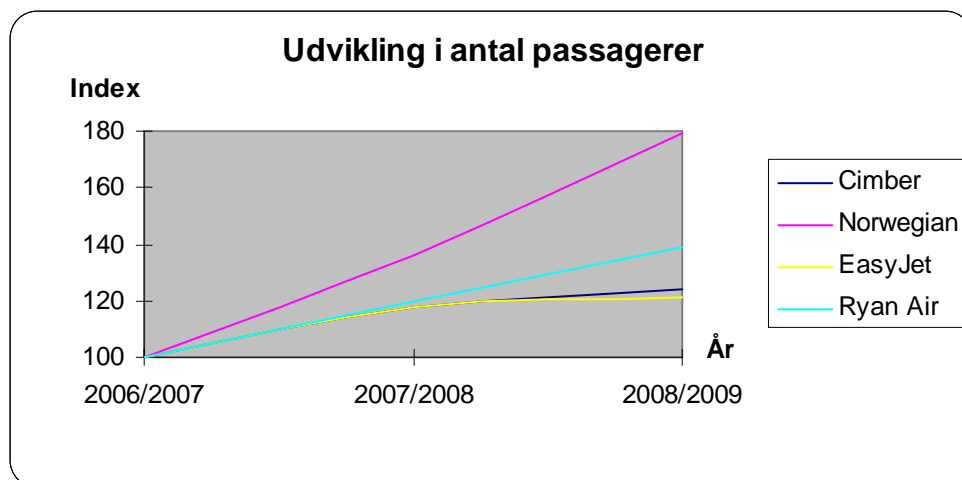
Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

Vi ønsker at starte vore ”drill down” analyse ved udviklingen i antallet af passagerer, da vi kan se af ovenstående graf 10, at omsætning og antallet af passagerer hænger sammen.

4.4.2.1 Passagerer

Da antallet af passagerer er grundlaget for Cimbers eksistens, ønsker vi først at se på udviklingen i antallet af passagerer i forhold til de øvrige konkurrenter. Da vi ved at omsætning sammensætter sig af mængde og pris, og prisen pr. billet er givet i markedet, øger det fokus på markedsandelen

Graf 11



Kilde: Årsrapport / egen tilvirkning

Af graf 11 kan det udledes at Cimber i forhold til Ryanair,

og i særdeleshed Norwegian, ikke har øget antallet af passagerer væsentligt. Dette behøver ikke nødvendigvis at være en dårlig ting. Cimber har næsten samme udvikling som easyJet, der som før nævnt, er det eneste

selskab med positiv Netto Margin. Da det ikke er interessant, at vurdere konkurrencen i forhold til antallet af passagerer, eller omsætningen, har vi valgt at se på udviklingen i netto indtjening pr. passager. Tabel 8 viser, at der i analyseperioden er sket en udvikling i nedadgående retning i indtjening pr. passager. Det fremgår derudover af tabellen, at easyJet i regnskabsåret 2008/2009 har en nettoindtjening på DKK 13 pr. passager, hvorimod Cimber i samme regnskabsår har en negativ nettoindtjening pr. passager på DKK 55. Der må altså hos Cimber være et slack i udnyttelsen af de ressourcer som i høj grad er forbundet med faste omkostninger, hvis man benchmarker med easyJet.

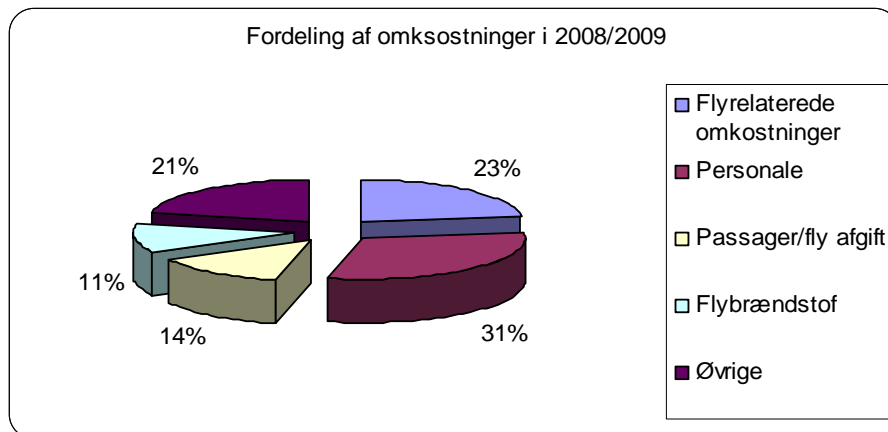
Tabel 8

	Netto indtjening pr. passager		
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	30	11	-55
Norwegian	-4	11	0
easyJet	45	18	13
Ryan Air	112	72	-24

Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

For at kunne finde frem til hvilke omkostninger der kunne være interessante at kigge nærmere på, har vi valgt at omfordel nogle af omkostningerne i Cimbers regnskab fra 2008/2009, så de fordeler sig efter nedenstående fordeling, diagram 3.

Diagram 3



Kilde: Årsrapport / egen tilvirkning

Vi ønsker på baggrund af ovenstående diagram, at se nærmere på omkostningerne som er relaterede til ”personale” og ”fly relaterede omkostninger” (summering af af –og nedskrivninger, leasingydelse, service, vedligeholdelse og reservedele), da disse udgøre 54% af Cimbers samlede omkostninger i regnskabsåret 2008/2009. Udover at være de to poster som vægter tungest i den samlede omkostningsmasse, er de som nævnt før, i høj grad klassificerede som faste omkostninger. Derved har de en løftestangseffekt på netto resultatet, og udnyttelsen af disse ressourcer bliver derfor endnu mere interessant.

4.4.2.2 Personaleomkostninger

Som det fremgår af tabel 9, har alle selskaber i forbindelse med deres ekspansion ansat flere medarbejdere. Det er der i sig selv ikke noget bemærkelsesværdigt ved. Det som er værd at hæfte sig ved er, at easyJet er det selskab som har ansat relativt færrest nye medarbejdere. easyJet er også det eneste

Tabel 9

	Medarbejder indeks & Indtjening pr. medarbejder		
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	100	117	141
Norwegian	100	161	242
easyJet	100	108	117
Ryan Air	100	133	148
Cimber	48	18	-77
Norwegian	-23	54	2
easyJet	292	128	89
Ryan Air	1063	619	-214

Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

selskab har en konstant positiv nettoindtjening målt pr. medarbejder. Det kunne altså se ud som om Cimber med deres negative nettoindtjening pr. medarbejder, enten har en for stor organisation, eller den under de givende omstændigheder ikke udnyttes fuldt ud. I analyse

perioden er antallet af medarbejdere altså vokset betydelig hurtigere end indtjeningen har kunnet bære. Antallet af medarbejdere skal dog ses i lyset af Sterling-transaktionen, hvor en del af Sterlings tidligere personale frivilligt søgte ansættelse hos Cimber²⁹. Ansættelsen af tidligere Sterling medarbejdere, kan være som sikring for, at der er nok personale i forhold til de nye ruter som Cimber ønsker at åbne i de kommende år³⁰.

Omkostningerne til ansatte i Cimber har efter regulering af ”øvrige personaleomkostninger”, og ”aktiverede lønomkostninger”, ligget på et stabilt leje omkring DKKt 490 pr. medarbejder pr. år. i hele analyse perioden. Der er altså ikke tale om, at omkostningsniveauet som udgøre 31% af Cimbers samlede driftsomkostninger er relateret til et øget lønniveau, og derigennem opadgående personaleomkostninger.

For Cimber kan analysen omkring omkostninger og nettoindtjening pr. medarbejder, belyse et behov for, at optimere organisationen. Dette kan ske enten ved nedskæring i antallet af medarbejdere, eller måden hvorpå disse benyttes. Der er dog kun tale om negativ netto indtjening pr. medarbejder i den nuværende situation. Hvis load factoren øges, eller antallet af block hours øges, ville omsætning og indtjening pr. medarbejder sandsynligvis kunne forbedres. Disse factorer, og deres indvirkning, ønsker vi at belyse i afsnit 5.3.2.4.

4.4.2.3 Fly omkostninger

Fly omkostningerne er sammensat af af –og nedskrivninger, leasingydelser, service, vedligeholdelse og reservedele. Udover at udgøre 23% af de samlede omkostninger, er de som nævnt tidligere, i høj grad faste. Vedligeholdelse og reservedele kan variere en smule i takt med brugen af flyene. Da alle fly i flåden benyttes enten i eget rutenet, eller er leaset ud med Cimber som omkostningsbære i forbindelse med vedligehold³¹, ser vi også disse omkostninger som værende i tilnærmelsesvis faste. Det er som med personaleomkostningerne interessant, at vurdere i hvor høj grad Cimber udnytter disse faste omkostninger, og evt. at vurdere hvordan disse kan udnyttes bedre.

²⁹ Prospekt side 63

³⁰ Prospekt side 33

³¹ Prospekt side 105

For at kunne vurdere Cimbers udnyttelsesgrad af deres fly, ønsker vi at se på netto indtjeningen pr. sæde de har til rådighed. På denne måde belyses det om sammensætning i flyflåden er optimal som hævdet i Cimbers prospekt³², eller om der er mulighed for bedre udnyttelse.

Tabel 10

Netto indtjening i DKK pr. passager til rådighed			
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	17,76	6,77	-31,03
Norwegian	-3,17	8,88	0,29
easyJet	37,27	15,04	11,27
Ryan Air	91,50	59,01	-19,42

Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

Som det fremgår af tabel 10 ses det, at der historisk set i analyseperioden har været en positiv indtjening i næsten alle selskaber i alle år. Dette kunne indikere, at alle selskaber har formået, at sammensætte deres respektive flyflåder, så de har kunne føre en rentabel drift. Nedgangen i indtjening, og negativ indtjening i Cimber og Ryanair i regnskabsåret 2008/2009, kan der være flere forklaringer på. Én forklaring kunne være, at selskaberne har forventet at stigningen i antallet af passagerer ville fortsætte med at stige i samme grad som hidtil, og de hver især derfor har bestilt flere, eller større fly. Da der er en længere ventetid på både leasing og køb af fly, kan konjunkturer og efterspørgsel være faldet betydeligt inden bestilte fly bliver leveret. Igen viser easyJet sig som det eneste selskab som har formået, at holde en forholdsvis stabil indtjening sammenlignet med deres konkurrenter.

Cimbers stærkt faldende indtjening kan forklares, dels ved ændring i sammensætningen af flyflåden³³, opstart af nye ruter³⁴, og generel øget konkurrence, som nævnt tidligere i opgaven.

Det er stærkt tilrådeligt for Cimber, at evaluere mængden og sammensætningen af fly, sammenholdt med deres rutenet. I Cimbers nuværende situation kunne noget tyde på at de har et stærkt overdimensioneret produktionsapparat.

Som en del af udnyttelsen af både flyflåden og personalet, kan der yderligere ses på factorer som antallet af block hours og load factor. Da vi mener, at netop disse factorer har stor betydning for forståelsen, budgetteringen og værdiansættelsen, ønsker vi at se på disse factorer i et separate afsnit, i stedet for som en del af enten personale eller fly omkostningerne.

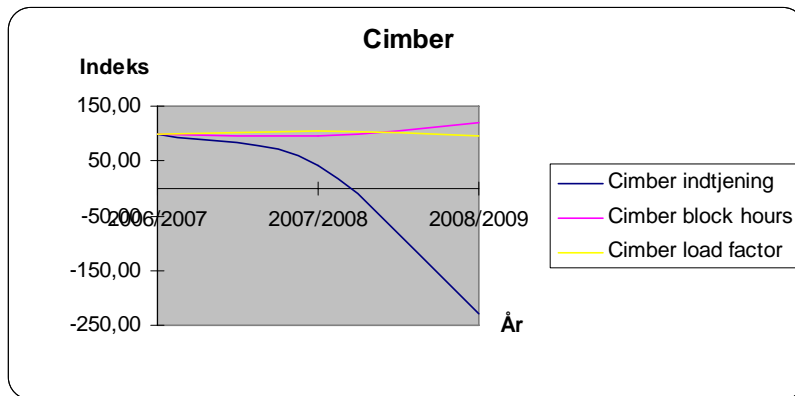
³² Prospekt side 43

³³ Prospekt side 43

4.4.2.4 Block hours og Load factor

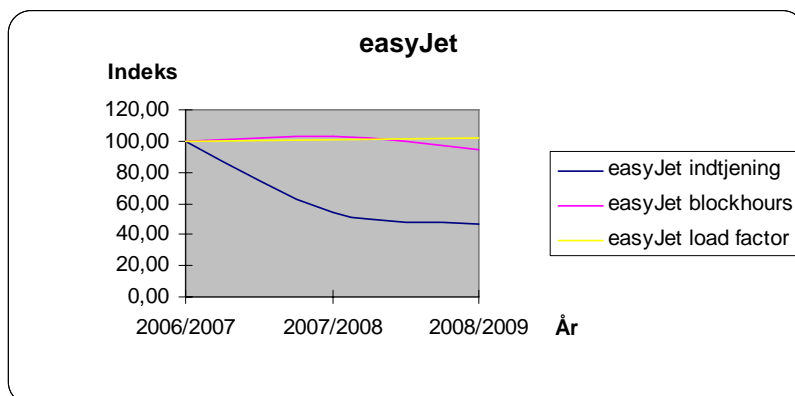
Da vi ønsker at se hvilken effekt både block hours og load factor har på indtjeningen, har vi indekseret indtjeningen, block hours og load factor.

Graf 12



Kilde: Prospekt / egen tilvirkning

Graf 13



Kilde: Prospekt / egen tilvirkning

Som det fremgår af både graf 12 og 13 er der sammenhæng imellem indtjeningen og specielt load factor.

Antallet af block hours påvirkes af turnaround time og længden af ruterne. Hvis Cimber formår at nedbringe deres turnaround time (tidsrum hvor flyet står ved gaten) ved fx effektivisering af

klargøring af fly, kan de øge deres frekvens, og på den måde øge deres block hours. En anden måde at forøge block hours er ved længere ruter. Der er dog ikke nødvendigvis en sammenhæng imellem længden af en rute, og indtjeningen, da konkurrence eller manglende attraktivitet hos passagerer kan gøre længere ruter mindre rentable end fx kort indenrigs ruter.

Som det ses af graf 14, udnytter Cimber relativt set deres flyflåde i en meget mindre grad end deres konkurrenter. Derudover ses det at easyJet har den største udnyttelsesgrad af flyflåden, dog er deres udnyttelse nedadgående, hvilket kunne være en af årsagerne til deres nedadgående indtjening. Der er en rent fysisk grænse for hvor mange block hours man kan få ud af et fly, da turnaround time indbefatter klargøring af fly og besætningsskift.

Specielt klargøringsdelene har easyJet

været udkældt for, da passagerer boardede fly som ikke var rengjort. Trods status som LCC selskab, kan det være et bevist valg at easyJet sænker antallet af block hours, for at øge kundetilfredsheden ved at forhøje rengøringsstandarden.

Cimbers udnyttelse er støt

stigende, hvilket kan være et

resultat af, at deres rutenet, som

specielt efter Sterling transaktionen, bevæger sig i retning af internationale flyvninger, frem for udelukkende af indenrigsruter.

Denne ændring øger antallet af block

hours, da flyene på længere ruter

alt andet lige vil holde flyene i

luften længere tid end på kortere

ruter. Længden af ruten er dog

ikke ensbetydende med en øget

indtjening, da rentabiliteten

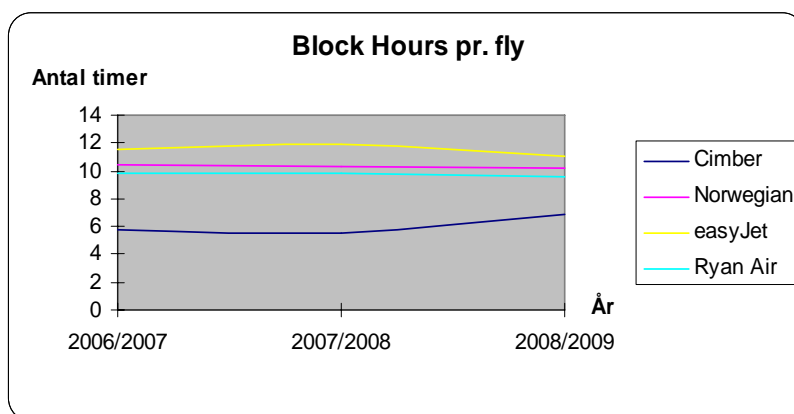
afhænger af konkurrencen og

passager grundlaget på den

enkelte rute.

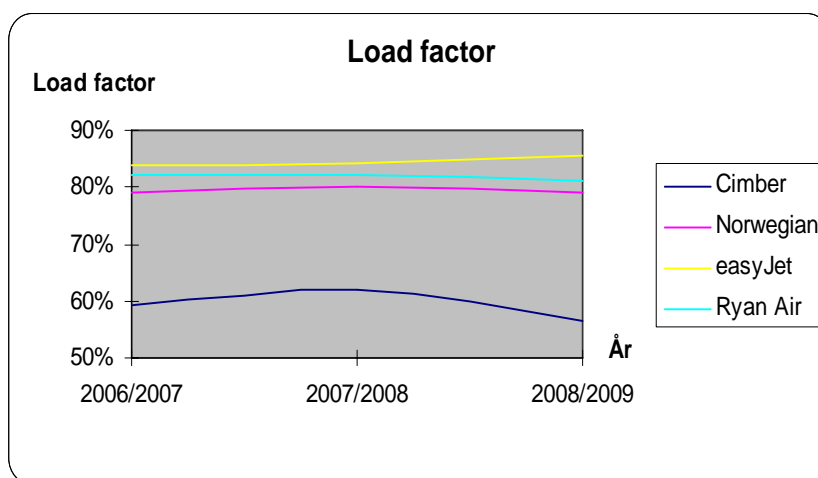
Som det fremgår af graf 12 og

Graf 14



Kilde: Årsrapporter / prospekt / egen tilvirkning

Graf 15



Kilde: Årsrapporter / prospekt / egen tilvirkning

13, kunne noget tyde på at load factor har en endnu større effekt på indtjeningen end block hours. Da load factoren er en indikator på hvor mange procent af tilgængelige sæder der er solgt, ser vi også denne driver som en indikator på udnyttelsesgraden af deres flyflåde. Da vi har en forventning om at breakeven er forskellig mellem et fly med 46 sæder (ATR 42) og et med 148 sæder (Boeing 737-700), ville det være en naturlig forlængelse at se på hvor breakeven er for hver flytype. Da vi ikke har oplysninger som kan muliggøre en sådan analyse, har vi valgt at se på load factoren alene, uden hensyntagen til forskelle i kapacitet.

Vi kan ud fra graf 3 se at Cimbers block hours stiger, load factoren falder og indtjeningen falder. Dette kan indikere at ændringen i load factor har en større betydning for indtjeningen, end antallet af block hours. Det vil altså for Cimber være en fordel i første omgang at forøge load factor, inden man forsøger at forøge antallet af block hours. Faldet i load factor kan forklares ved indsættelse af Boeing flyene hvor kapaciteten er højere end de tidligere benyttet³⁵.

Sammenligner man Cimbers flyflåde med easyJets, ser man at easyJet kun opererer med relativt store fly sammenlignet med Cimber, det kræver selvfølgelig at man har passagergrundlag for at indsætte større kapacitet. Tager man udgangspunkt i easyJet, som i vores peergroup er det eneste selskab med positiv indtjening, så har de en høj udnyttelse af deres fly, både set i forhold til block hours og load factor.

Det er på denne baggrund tilrådeligt, at man hos Cimber forsøger at befordre ruter hvor man er sikret en høj load factor i et stort fly, frem for at have små fly længe i luften. Ovenstående kan give anledning til, at betvivle ledelsens udsagn om, at en lav omkostningsbase og fokus på muligheden for at indsættes mindre fly³⁶, er en komparativ konkurrence fordel.

4.5 Vurdering af rentabilitet og risici

Vi ønsker i de følgende underafsnit, at belyse de risici som vi mener Cimber er omfattet af, og som har en betydning for vores budgettering og værdiansættelse.

³⁵ Prospekt side 44

³⁶ prospekt side 36

4.5.1 Driftsmæssig risiko

Cimber udfører deres primære aktivitet på et marked hvor sæsonudsving, konjunkturudsving, oliepriser, valuta –og finansielle markeder spiller en væsentlig rolle. Derudover er de ikke sikret faste indtægter, udover fra leasede fly, men får i høj grad deres omsætning fra enkelt køb. Disse enkelt køb bestilles og betales for forretningsrejsende ofte kun få dage før afrejse, hvilket kan være medvirkende til øget pres på udnyttelsen af ressourcer. Konkurrencen på både indenrigsflyvninger og charterflyvninger skærpes betydeligt inden for analyseperioden, og intet tyder på at konkurrencen bliver mindre i de kommende år. Vi mener på denne baggrund af den driftsmæssige risiko i Cimber er særdeles høj.

På baggrund af ovenstående mener vi at Cimber har en meget høj grad af driftsmæssig risiko, som vi vil medtage i vores budgettering og værdiansættelse.

4.5.2 Finansiell risiko

Cimber har store kapitalbindinger i deres flyflåde, store forpligtelser til deres leasingaftaler som er uopsigelige i kontraktperioden, samt store forpligtelser i forbindelse med vedligeholdelse af og drift af fly. Deres finansiering kommer historisk set dels igennem banker og leverandører, men dette forhold ønskes ændret efter børsintroduktionen. Finansieringen i fremtiden skal dels komme fra, kort –og langfristet gæld, forudbetalinger samt øget kapitalberedskab. Specielt leverandørkreditter og forudbetalinger ser vi som en finansiering med høj risiko. Svinger kunderne, eller leverandørerne ændre betalingsvilkår, mener vi at Cimber kan stå med store kortfristede lån samt afdrag på langfristede lån som de måske ikke kan honorere.

Cimber er særlig eksponeret overfor udsvinget i USD kursen, dette grundet deres store udgifter til brændstof, fly reservedele og leasingforpligtelser. Cimber har foretaget en delvis regnskabsmæssig sikring i forhold til USD kursen³⁷.

Da Cimber i høj grad er finansieret ved fremmedkapital, og i særdeleshed kortfristet gæld³⁸ er de særligt eksponeret overfor renteudsving på den korte rente. Da renten i øjeblikket er historisk lav, har det historisk været fornuftigt ikke at sikre sig imod renteudsving. Da renten må forventes på et tidspunkt at stige, ville det være tilrådeligt for Cimber i den udstrækning det er muligt at omlægge deres lån til lange lån med fast rente.

³⁷ Prospekt side 170

³⁸ Prospekt side 144

Med den nuværende finansieringsstruktur består ca. 9,4% af de samlede likvider af fastforrentet gæld. Et rente udsving på den korte rente på +-1% vil medføre henholdsvis +- DKK 5 mio. på egenkapitalen.³⁹

Da der ikke er udsigt til, at Cimber kan omlægge deres korte finansiering til langfristede, og der kun på nuværende tidspunkt er foretaget en delvis sikring af valutarisici, vurderer vi, at Cimber har en meget høj grad af finansiel risiko. Dette vil vi medtage i vores budgettering og værdiansættelse.

4.5.3 Likviditets- og vækstrisiko

I forbindelse med Cimbers fremtidige vækst, den øgede konkurrence og det negative resultat i sidste regnskabsår, mener vi det er relevant at vurdere hvordan den fremtidige vækst i Cimber skal finansieres.

Som det ses af tabel 11 har den generelle udvikling i Net working capital ratio (kortfristede aktiver/kortfristede passiver) været nedadgående for alle selskaber, dog ses det, at kun Cimber har en stor negativ arbejdskapital i hele

analyseperioden. For Cimber er det specielt leverandørkreditterne som med DKK 102 mio. sammen med forudbetalinger fra kunder har en negativ effekt på arbejdskapital ratioen. Forudbetalingerne har dog den modsat effekt på pengestrømmene fra driften, da disse ikke er forbundet med renteudgifter vil nettoeffekten for Cimber forventes positiv.

Tabel 11

Working capital ratio			
	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Cimber	0,88	0,63	0,60
Norwegian	1,01	1,04	0,95
easyJet	1,88	1,55	1,40
Ryan Air	2,02	1,53	1,84

Kilde: Årsrapporter / egen tilvirkning

For Ryanair er den relativt høje ratio forbundet med en stor kassebeholdning, som måske kunne udnyttes bedre igennem investeringer i drift. Dette er dog ikke noget vi ønsker at undersøge yderligere.

For easyJet som igennem de øvrige analyser har tegnet et godt billede, har også i forbindelse med arbejdskapital formået at ligge på et niveau som ifølge teorien er det ideelle niveau⁴⁰, selvom niveauet også her har været nedadgående.

³⁹ Prospekt side 173

Cimber ønsker, som før nævnt, at forbedre det fremtidige arbejdskapitalberedskab ved at benytte en del af provenuet fra børsnoteringen, til afvikling af leverandørkredit og driftskredit.

Yderligere overskydende provenu skal indgå som frie likvider til driftsudvidelse og sæsonudjævning.

Som situationen ser ud i analyseperioden, kunne det se ud som om at det kan blive svært for Cimber at generere nok arbejdskapital igennem ordinær drift, til at opbygge frie likvider til fremtidig ekspansion, dette ønsker vi at se nærmere på i budgetteringen i afsnit 5.

4.6 Delkonklusion

Vi startede dette afsnit med at vurdere om selve analysegrundlaget var konsistent og validt. Vi fastslog forskydningerne i tidsinterval mellem Cimbers regnskab, sammenholdt med de tre selskaber i peer group, ikke udgjorde en væsentlig fejlkilde, og derfor ikke blev periodiseret. Vi fastslog, at alle aflægger regnskab efter IFRS og vi derfor som udgangspunkt havde samme udgangspunkt for klassificering og håndtering af regnskabsposter og afskrivninger. Vi fastslog derudover at alle selskaber i analyseperioden havde fået blanke revisionspåtegninger, hvilket vi anså som værende et tegn på validitet.

Efter ovenstående gennemgang dekomponerede vi Cimbers årsregnskab, henholdsvis resultat og balance, da vi mente at enkelte poster ikke var klassificeret, så vi i vores videre analyse havde et retvisende regnskab at vurdere den primære drift på. Blandt andet blev DKK 44,9 mio. fra en vundet momssag flyttet fra primær drift til anden drift, for på den måde, at kunne isolere den primære tilbagevendende drift. Ligeledes reformulerede vi balancen således at drift og finansiering blev separeret, dette til videre brug i budgettet.

Vi ønskede at belyse: **”Hvordan har Cimber historisk set klaret sig i forhold til øvrige aktører på markedet?”**

Igennem peer group sammenligning samt value -og cost drivers så vi, at Cimber ikke i den nuværende konkurrencemæssige situation formår at skabe en positiv indtjening. Cimber udnytter ikke deres personale og flyflåde på en måde der opvejer de samlede omkostninger, og dette bære en stor del af forklaringen på deres dårlige resultat. Igennem vores analyseperiode kunne det ses

⁴⁰ <http://www.investopedia.com/university/ratios/workingcapital.asp>

udfra key value og cost drivers, at der er en hård konkurrence, og kun easyJet har formået at bevare en positiv netto indtjening. Som en generel trend ses det at Cimber ligger under resten af peer groupen hvilket kan forklares ud fra de i afsnit 3 belyste problemstillinger omkring deres strategi.

Derudover ønskede vi at belyse: **”Hvordan understøtter Cimber Sterling Group A/S’ historiske drift, de i prospektet fremførte vækstplaner?”**

For at besvare dette spørgsmål, og få et mere komplet billede af Cimbers økonomiske situation, valgte vi at kigge på de risici som er forbundet med Cimbers drift, finansiering, likviditet og vækst.

På baggrund af deres høje gearing, hvor størstedelen er kortfristet, samt den ikke afdækkede del af valutaeksponeringen fastslog vi, at Cimbers nuværende drift er forbundet med høj drifts og finansieringsrisiko.

Ud fra analysen kom vi også frem til, at det er tilrådeligt for Cimber at operere fly med stor kapacitet og udnytte denne kapacitet bedre end de gør med den nuværende flyflåde.

Sammensætningen af ruter er her altafgørende. Hvis ikke man formår at have et attraktivt rutenet, er det selvsagt en umulighed at bevare en konsistent høj load factor på sine ruter, og derigennem opnå positiv netto indtjening.

Alt i alt står Cimber ikke økonomisk og finansielt særlig stærkt i forhold til peer group, og deres fremtidige position afhænger i høj grad af, hvordan de forsøger at gå fremtiden i møde med hensyn til udnyttelse af deres kapacitet.

5 Budgettering

Da vi ønsker et så fyldestgørende budgetgrundlag som muligt, har vi valgt at budgettere vores drift og nettodriftsaktiver linie for linie. Disse linie for linie budgetter ønsker vi, at udarbejde med baggrund i de konklusioner vi kom frem til i vores strategi og regnskabs analyser.

Vi ønsker derudover at budgettere most likely, best og worst case scenarier, da vi mener at dette kan bidrage med et mere reelt billede af Cimbers fremtid, og dermed en bedre værdiansættelse. I de tre scenarier vil vi lægge hovedvægten på ændringen i de afsnit 4 fremhævede value og cost drivers, da de resterende poster vil være helt eller delvist afledte af disse.

Budgetperiodens længde har vi valgt at definere den på baggrund af følgende kriterier ⁴¹

- Væksten i salget skal nå en konstant vækstrate
- Overskudsgraden bør i terminalperioden forventes konstant
- Omsætningshastigheden bør forblive konstant i terminalperioden
- Den Finansielle gearing skal være konstant i terminalperioden.

Disse betingelser opstilles, for at sikre et budget der viser den samlede langsigtede udvikling i value drivers for virksomheden. Dernæst skal perioden afhænge af, hvor langt ud i fremtiden det forventes at Cimber har usystematiske variationer i disse kriterier.

Vi mener at en budgetperiode på 6 år vil opfylde disse kriterier. Dels skal udviklingen i Cimbers omkostninger stabiliseres, og dels forventes den samlede effekt på omsætningen af den nye lavpristerminal CPH Swift at være gennemført efter 6 år. Terminal perioden vil således begynde i år 7.

Pengestrømmene (FCF) ønsker vi som nævnt i afsnit 1.4.3, at budgettere ud fra formlen $FCF = \text{totalindkomst fra driften} - \text{ændringen i nettodriftsaktiver}$ ⁴².

⁴¹ Regnskabsanalyse og Værdiansættelse, Jens O Elling, Gjellerup side 234-235

⁴² Regnskabsanalyse og værdiansættelse -en praktisk tilgang side 152-153 (Metode 1)

5.1 Budgetteret resultatopgørelse

Vi ønsker som tidligere nævnt at budgettere ud fra tre scenarier; most likely, best og worst. Hvor intet andet er nævnt vil den enkelte resultatpost gælde for alle tre scenarier.

Fuldt budgetteret resultatopgørelse kan ses i bilag 7.

Omsætning

Udviklingen i den gennemsnitlige billetpris fra 2007 – 2009 for alle ruter er faldet med ca. 20 % på grund af øget konkurrence. Cimbers samlede passagerantal er steget i samme periode med 300 % på grund af en kraftigt øget aktivitet igennem opkøb og åbning af nye ruter. Som nævnt i afsnit 3.3.1 er der en forventet markedsvækst på 0% de kommende 2 år og en langsigtet vækst på 4,7% som nævnt i afsnit 3.4.2. Denne langsigtede vækst benyttes i terminalperioden, til trods for at den forventede langsigtede vækst i verdensøkonomien vil ligge på 3,7%.

Disse forudsætninger har vi medtaget i alle 3 scenarier da vi ikke mener at Cimber direkte kan påvirke denne udvikling.

Vi vil i afsnit 7.3.1 forsøge at belyse værdiændringen af Cimbers aktie igennem en følsomhedsanalyse, for at belyse effekten af terminal vækstratens størrelse.

Most likely

Vi forventer at Cimber formår at overkompensere presset på billetprisen ved nye tiltag som fx betaling for mad, bagage etc. og på den måde opnå en netto stigning i prisen på 2% i 2009/2010. Derudover formår Cimber igennem deres samarbejde med rejseselskaber, at øge deres markedsandel med 8% i 2009/2010. Efter åbningen af CPH Switch året efter forventer vi at der kommer yderligere pres på billetprisen som ikke kan fuldt kompenseres ved nye tiltag, derved forventer vi en nedgang på 3%. Åbningen medføre derudover øget konkurrence som medføre en nedgang i markedsandel på 3,5%. Specielt Ryanair og easyJet forventes at benytte den nye terminal til at vinde markedsandele både indenrigs –og udenrigs mæssigt. Presset på billetpriser og markedsandele vil fortsætte i de følgende år, dog med mindre effekt til der sker en normalisering i priser og markedsandele. Presset på markedsandelene og billetpriser, vil opvejes af Cimbers øgede markedsandel i charterflyvningen, efter indgåelse af flere kontrakter med rejsebureauer, samt den generelle stigning i markedet.

Tabel 12

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Ændring i billetpris	2,0%	-3,0%	-0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%
Ændring i markedet	0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	3,5%	4,7%
Ændring i % af 2008/2009 markedsandel	8,0%	-3,5%	-0,5%	0,5%	1,5%	1,0%	0,0%
Netto ændring	10,0%	-6,5%	0,0%	3,5%	5,5%	5,5%	4,7%
Omsætning	1.427.533	1.334.743	1.334.743	1.381.459	1.457.439	1.537.598	1.609.866

Best Case

Cimber bliver ikke ramt så hårdt af åbningen af CPH Switch. Samarbejdet med rejsebureauerne mere end opvejer åbningen af den nye terminal. Igennem en større andel af charterturister og nye tiltag, formår Cimber at regulere billetpriserne i en opadgående retning. Kun i året for åbningen af CPH Switch mener vi der kommer ekstraordinært stort pres på Cimbers markedsandel, i et marked med 0 % vækst. Billetpriserne dette år forventer vi stadig bliver sat under pres, dog opvejet af billetprisændringer.

Tabel 13

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Ændring i billetpris	2,0%	-3,0%	-0,5%	1,0%	1,0%	1,5%	0,0%
Ændring i markedet	0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	3,5%	4,7%
Ændring i % af 2008/2009 markedsandel	10,0%	-2,0%	0,5%	1,5%	2,0%	2,0%	0,0%
Netto ændring	12,0%	-5,0%	1,0%	4,5%	6,0%	7,0%	4,7%
Omsætning	1.453.488	1.380.813	1.394.622	1.457.380	1.544.822	1.652.960	1.730.649

Worst case

Vi mener at det i værste fald kan komme til at koste Cimber på den lange bane, at der åbnes CPH Switch terminalen. Derudover forventes det her, at markedet for charter ikke udvikler sig så gunstigt som Cimber ønsker det. På denne baggrund kommer netto udviklingen til at se ud som nedenstående tabel 14. Markedsandelen falder grundet øget konkurrence, tilsvarende presses prisen på især indenrigsruterne hvor Cimber har deres største marked, og disse negative tendenser forventes som nævnt, ikke at kunne opvejes øget charter tilgang.

Tabel 14

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Ændring i billetpris	1,0%	-4,0%	-1,0%	-1,0%	0,5%	0,5%	0,0%
Ændring i markedet	0,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	3,5%	4,7%
Ændring i % af 2008/2009 markedsandel	7,0%	-8,0%	-3,0%	0,0%	0,0%	1,0%	0,0%
Netto ændring	8,0%	-12,0%	-3,0%	1,0%	3,5%	5,0%	4,7%
Omsætning	1.401.578	1.233.388	1.196.387	1.208.350	1.250.643	1.313.175	1.374.894

Produktionsomkostninger

Most likely

Det forventes af udviklingen i produktionsomkostninger vil følge tendensen fra 2008/2009 som var 52% af omsætningen. Omkostningerne relatere sig i høj grad til flydrift og vil derfor også være et udtryk for antallet af fly i flyflåden. Vi forventer effektiviseringer i forbindelse med procesoptimering og øget fokus på omkostninger, hvilket resulterer i et fald i produktionsomkostningerne igennem hele budgetperioden. Denne optimering forventes helt eller delvist opvejet af stigning i forbindelse med tilgang i flyflåden.

Netto procent ændringerne i produktionsomkostninger fra år til år er som nedenstående tabel 15.

Tabel 15

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Produktion	11%	-1%	0%	3%	0%	3%	3%

Best Case

Produktionsomkostningerne er stadigvæk afledt af flyflådens størrelse. Da flyflåden er faldende sammenlignet med de andre scenarier, er produktionsomkostningerne det også. Derudover forventer vi, at Cimber har et endnu større fokus på omkostningsstyring, og dette medfører yderligere reduktion. Da produktionsomkostningerne som nævnt i ovenstående afsnit til dels er afledt af omsætningen, er produktionsomkostningerne i Tabel 16, stadig stigende år for år.

Tabel 16

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Produktion	3%	0%	0%	3%	3%	3%	3%

Worst case

Forhandlingsstyrken er svagere end før antaget, der vil derfor ikke være nogen nedgang i niveauet for produktionsomkostninger, og disse vil derfor følge niveauet for regnskabsåret 2008/2009. Da produktionsomkostningerne som før nævnt relaterer sig til flyflåden og omsætning, vil produktionsomkostninger i nedenstående tabel 17, hovedsageligt være et udtryk for stigningen i flyflåden og den mindskede forhandlingsstyrke.

Tabel 17

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Produktion	12%	3%	4%	6%	7%	7%	4%

Personaleomkostninger

Most likely

Det forventes at Cimber vil gennemføre en rationalisering af personaleomkostninger i henhold til Cimbers egne udsagn⁴³, det forventes dog kun i begrænset omfang at kunne gennemføres på grund af udvidelsen af flyflåden. Dette da det kun er administrativt personale som kan effektiviseres, grundet minimumsbesætning til fly, hviletider og andre bestemmelser. Der vil ved tilgang i flyflåden også forventes en tilgang i personale og dermed personaleomkostninger.

Netto procent ændringerne i personaleomkostninger er som nedenstående tabel 18.

Tabel 18

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Personale	9%	-1%	-1%	3%	1%	2%	0%

Best Case

Personaleomkostninger følger som før nævnt til en hvis grænse også antallet af fly i flyflåden. Især i regnskabsåret 2011/2012 hvor Cimber har en fuld afskrivning af en del af deres flyflåde som ikke erstattes (mere om dette under budgettering af flyflåden) er der en kraftig nedgang i personaleomkostningerne. Udover nedgangen i flyflåden, forventes det også at der er en generel stor fokus på omkostningsminimering, og dermed et nedadgående omkostnings niveau.

⁴³ Cimber Sterling selskabsmeddelelse nummer 28/2010, udsendt d. 24/2-2010

Tabel 19

	E2009/2010	E2010/2011	E2011/2012	E2012/2013	E2013/2014	E2014/2015	Terminal
Personale	3%	-1%	0%	2%	1%	2%	0%

Worst case

Grundet indtræden af konkurrenter vil der komme en større efterspørgsel på kvalificeret arbejdskraft til bemanning af fly. På denne baggrund kan Cimber ikke lønmæssigt reducere deres omkostninger til personale. Kun igennem reduktion af antallet af medarbejdere vil det være muligt at få en omkostningsreduktion, dette med de begrænsninger som før er nævnt omkring bemanning, hviletider etc. Da flyflåden øges som senere beskrevet, vil der være en nettostigning som vist i nedenstående tabel 20.

Tabel 20

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Personale	11%	3%	3%	6%	6%	6%	3%

Andre Eksterne omkostninger

Most likely

Det forventes at andre eksterne omkostninger vil have samme fokus som de øvrige to omkostningsgrupper, der vil dermed være fokus på at nedbringe omkostningsposten. Da der ikke i prospektet eller årsregnskaber er specificeret hvad denne post indebærer, forudsætter vi at omkostningerne delvist er afhængig af den øvrige kapacitet og omsætningen. Dermed får vi nedenstående udvikling tabel 21.

Tabel 21

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Andre eksterne	10%	0%	-1%	3%	-1%	3%	-1%

Best Case

Som med de andre omkostningsgrupper forventer vi, at det øgede fokus vil resultere i en nettoudvikling som det fremgår af tabel 22, efter en øget forhandlingsstyrke overfor leverandører.

Tabel 22

	E2009/2010	E2010/2011	E2011/2012	E2012/2013	E2013/2014	E2014/2015	Terminal
Andre eksterne	4%	0%	0%	1%	0%	2%	0%

Worst case

Som nævnt ovenfor afspejles andre eksterne omkostninger til dels i størrelsen af flyflåden. Der vil derudover afspejles den manglende forhandlingsstyrke som nævnt under produktionsomkostninger. Det samlede netto resultatet ses i tabel 23.

Tabel 23

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Andre eksterne	10%	4%	1%	6%	7%	4%	3%

Af og nedskrivninger

Vi antager at afskrivningsniveauet er konstant med et mindre fald i 2010/2011, 2011/2012 og 2013/2014 da vi der har en fuld afskrivning af hhv. udviklingsprojekter, tre af Cimbers egne fly, og materielle aktiver under udførelse. Vi forudsætter at der ikke kommer yderligere tilgange og, at ekstraordinære nedskrivninger følger niveauet for 2008/2009. Vi forudsætter at der ikke vil foretages investeringer i grunde, bygninger eller fly. På den baggrund vil afskrivningerne følge nettoafgangen i vores immaterielle - og materielle aktiver som udelukkende bliver reguleret med årets afskrivninger.

Budgettering af flyflåde

Cimber forventer selv at opererer med samlet 40 fly i forhold til 27 i dag i løbet af en 4-6 årig periode. Dette forventes at ske ved operationelle leases som de i dag har 13 af. Der er altså tale om mere end en fordobling af leasing omkostningerne i løbet af de næste 4-6 år. Det forventes samtidig at de nuværende leasede fly beholdes eller erstattes af tilsvarende. Vi har valgt i de forskellige scenarier at vurdere udvidelsen af flyflåden individuelt. På den baggrund kan fokuset på load factor, og derved udnyttelsen af kapaciteten belyses

Most likely

Da Cimber ønsker at ekspandere som omtalt i afsnit 3, forventer vi at der allerede er iværksat tiltag som vi ikke mener kan standes eller udskydes. På den baggrund vil der i regnskabsåret 2009/2010 være en tilgang på 3 leasede fly. Dette sammenholdt med den øgede konkurrence betyder, at der vil være et betydeligt fald i load factoren, specielt i regnskabsåret 2010/2011. Med dette for øje, mener vi det er mest sandsynligt, at Cimber ønsker at udskyde en yderligere tilgang af fly, og i stedet forsøge at udnytte eksisterende flyflåde mere optimalt. Tilgangen af fly vil udskydes og kun øges med enkelte fly. Nedenstående tabel 19 viser nettotilgangen af fly og afspejler således ikke at der i 2012 er tre fly i Cimbers flyflåde som er fuldt afskrevet⁴⁴. Da afskrivningsperioden udgøres af den forventede levetid, erstattes de afskrevne fly af tre leasede fly. Denne ændring afspejles under afskrivninger og leasingomkostninger.

I den sidste periode af budgetteringen kan vi se at load factoren er stigende, trods tilgangen af fly. Havde hovedfokus været på load factoren ville der have været en nettonedgang i flyflåden omkring 2012 hvor de tre egne fly er fuldt afskrevet. Hvis dette havde været tilfældet var load factoren steget til mellem 61% og 64% i den resterende budgetperiode.

Da vi ikke kender sammensætningen af fly i forhold til antallet af ruter, forudsætter vi at erstatningen på tre fly, er nødvendig for at operere alle de nuværende ruter.

Der vil i terminalperioden opereres med en flyflåde bestående af i alt 32 fly, altså 8 mindre end Cimbers egne forventninger i prospektet.

Tabel 24

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Antal fly	30	30	30	31	31	32	32
Load factor	60,2	56,3	56,3	56,4	59,5	60,8	63,6

Best Case

Ved en øget fokus på omkostninger, forventer vi også en øget fokus på udnyttelsen af de aktiver Cimber i forvejen har. På den baggrund mener vi, at det i dette scenarium vil være meget nærliggende at revurdere ambitionen om at operere 40 fly, og i stedet holde fokus på udnyttelsen af den eksisterende flyflåde. Det forudsættes at der ikke allerede er indgået leasingaftaler som ikke kan udsættes, og der i regnskabsår 2011/2012 vil være en stabilitet i antallet af fly. Det

⁴⁴ Prospekt side 45

forudsættes at alle ruter, og eventuelle åbninger af nye ruter kan opereres ved en flyflåde på i alt 26 fly, hvilket medføre en tilgang på kun ét leaset fly. Yderligere kommer tilgangen løbende de senere år hvor markedsandelene kan bære det. Ved et øget fokus på udnyttelsen af kapacitet, øges load factoren til et niveau som stadig ligger ca. 10% under easyJet, men dog en væsentlig forbedring fra år 2008/2009 hvor Cimbers load factor var på 56,6%.

Tabel 25

	E2009/2010	E2010/2011	E2011/2012	E2012/2013	E2013/2014	E2014/2015	Terminal
Antal fly	28	28	28	29	30	31	31
Load factor	65,7	62,4	63,0	63,6	65,1	67,4	70,6

Worst case

Cimber holder fokus på væksten i antallet af fly som et synligt bevis på ekspansion. Antallet af fly øges støt igennem budgetperioden for på den måde at nå målet om, at operere ca. 40 fly om 4-6 år som før nævnt. Ved fastholdelse af denne strategi, sammenholdt med de budgetterede markedsforhold kommer det til at betyde en hård medfart til load factoren som vist i tabel 26.

Med tanke på load factorens betydning for den samlede driftsindtjening, er det ikke en tilrådelig strategi, at fastholde målsætningen om en voksende flyflåde på bekostning af rentabiliteten.

Tabel 26

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Antal fly	30	31	32	34	36	38	39
Load factor	59,1	50,3	47,3	45,0	43,9	43,7	44,6

5.2 Budgetteret Balance

Vi har som før nævnt, valgt at tage udgangspunkt i den reformulerede balance, da vi der har hovedvægten på budgettering af driftsaktiver og forpligtelser. Derigennem kan vi benytte ændringen i nettodriftsaktiver, til at budgettere vores pengestrømme efter den i afsnit 5 omtalte model. De enkelte balanceposter vil være gældende for alle tre scenarier da vi ikke mener, at de ændrer sig væsentligt. Desuden vil balancen som udgangspunkt være afledt af resultatopgørelsen, og dermed afspejle ændringerne i omsætning og kapacitet.

Vi har ikke i de tre scenarier valgt at budgettere med differentierede lånerenter eller anden finansiering, jf. vores afgrænsning afsnit 1.3.

Fuldt budgetteret balance kan ses i bilag 8.

5.2.1 Driftsaktiver

Varemærker og Rettigheder

Afskrives over 10 år, hvilket er den forventede brugs tid⁴⁵. Dette sker til trods for der jf. IAS 36 ikke kræves afskrivning på immaterielle aktiver, men disse derimod impairment testes minimum en gang årligt. Da Cimber har valgt at afskrive disse immaterielle aktiver over 10 år, har vi valgt at følge beslutningen, og budgettere en lineær afskrivning.

Varemærker og rettigheder relaterer sig til Sterling transaktionen.

Udviklingsprojekter

Relaterer sig til udvikling af IT projekter og afskrives over 5 år⁴⁶. Vi har valgt, på samme baggrund som ovenfor, at fortsætte denne afskrivningsperiode.

Grunde og bygninger

Grunde afskrives ikke, bygninger afskrives over 17 år⁴⁷. Afskrivningsperioden fastholdes, og vi forudsætter at der ikke vil være yderligere tilgange på denne post i budgetperioden. Vi forudsætter endvidere, at der ikke op – eller nedskrives ekstraordinært i forbindelse med impairment tests.

Fly og flydele

Fly afskrives over 20-25 år, alt efter hvilken modeller der er tale om. Flydele afskrives over 2-12 år, afhængig af hvilke dele der er tale om⁴⁸. Vi forudsætter i vores budgettering, at der ikke vil være tilgang af yderligere køb af fly. Flydele følger den procentuelle udvikling i forhold til

⁴⁵ Prospekt side 165

⁴⁶ Prospekt side 165

⁴⁷ Prospekt side 153

antallet af opererede fly, da disse dry-leases og vil på den baggrund følge nettonedgangen fra 2008/2009. Nettonedgangen i 2008/2009 udgjorde DKKt 24.

Vi forudsætter, at der afskrives som hidtil på den eksisterende flyflåde, og at der vil være en tilgang i flydele på niveau med de år hvor der ikke er købt fly som tidligere nævnt. Vi budgetterer med en tilgang i flydele, som følger udviklingen i flyflåden, både med henblik på alder og mængde. Der ses dog bort fra budgettering ud fra flytype.

Andet driftsmateriel og inventar samt materielle aktiver under udførelse

Da vi ikke i prospektet eller i årsrapporterne har kunnet se hvad disse poster sammensættes af, har vi valgt at afskrive dem over hhv. 5 og 8 år. Disse perioder udgør afskrivningsperioden for andre mindre anskaffelser. Da beløbene ikke er signifikante, mener vi at disse afskrivningsperioder, og ingen yderligere tilgange, er acceptable forudsætninger i budgettet.

Varelager

Da varelageret primært består af flydele til brug ved reparationer og vedligehold på fly, budgetterer vi med, at disse omkostninger fluktuerer med antallet af fly.

Tilgodehavende fra salg

Cimber har haft et tilgodehavende som er gået fra 14,3% til 9,3% af deres omsætning i analyseperioden. Da vi ved sammenligning med de i afsnit 5 brugte LCC konkurrenter kan se, at disse har et tilgodehavende som udgøre mellem 7-10,5% af deres omsætning, forudsætter vi i budgetperioden, at Cimber formår at opretholde den nedadgående trend fra analyseperioden. Vi budgetterer med en lineær nedgang med 0,5% fra 9,3% til de rammer et fast niveau på 7% af deres omsætning som tilgodehavende fra salg. Dette sker under forudsætningen om at det øgede fokus på cash, som nævnt i den strategiske analyse, afspejles i en kortere kredit tid og hurtigere rykker procedure.

Andre tilgodehavender

Disse er steget igennem analyseperioden fra 3,4% til 5,4%. Sammenlignet med de i afsnit 5 brugte LCC konkurrenter, ligger Cimbers udvikling lidt over niveauet. Vi budgetterer med, at Cimber formår at nedbringe andre tilgodehavender med samme hastighed som deres tilgodehavender fra salg, til fast at udgøre 4,0% af omsætningen i resten af budgetperioden.

Forudbetalinger

Disse er i regnskabsåret 2008/2009 steget markant i forhold til tidligere år. Dette skyldes indgået sponsorat⁴⁹. Da der ikke fremgår yderligere oplysninger forudsætter vi, at dette har en løbetid på 3 år, og derefter ligger niveauet på 1% af de samlede omkostninger, som det var tilfældet i de tidligere regnskabsår inden indgåelsen af sponsoratet.

Vi forudsætter, at Cimber ønsker at udnytte deres kapital til ekspansion igennem anden markedsføring, i stedet for sponsorater.

Skat

Vi har for hver af de tre scenarier valgt at fremføre den skattemæssige værdi af det driftsmæssige underskud.

De eneste reguleringer udover den driftsmæssige påvirkning, vil være delen af det skattemæssige aktiv som ikke forventes at kunne benyttes inden for en 3 årig periode. De skattemæssige aktiver som ikke kan benyttes inden for 3 år vil nedskrives til 0 jf. IAS 12.

5.2.2 Driftsforpligtelser

Hensatte forpligtelser kort og lang

Der er for regnskabsåret 2008/2009 kun forpligtelser som relaterer sig til kontraktlige vedligeholdelsespligter i forbindelse med leasing af fly. Vi forudsætter derfor at disse hensatte forpligtelser følger udviklingen i flyflåden.

⁴⁹ Prospekt side 169

Leverandørkredit

Netop denne post vil fremtidigt være under stort fokus. Dette var en af de poster som Cimber skulle delvis inddække med provenuet fra børsnoteringen⁵⁰. Vi har valgt at budgettere ud fra fastholdelse af, at inddækningen sker i samme omfang som angivet i prospektet. Efter reguleringen af DKK 75 mio. udgøre denne post 4% af produktionsomkostningerne samt andre eksterne omkostninger. Vi vil budgettere med en stigning på 0,5% pr. år i budgettet, da vi mener at Cimbers forhandlingsstyrke øges såfremt de køber en større mængde reservedele til deres voksende flyflåde. Stigningen vil ske til de rammer 6% hvilket er 8% mindre end i regnskabsåret 2008/2009, inden delvis afvikling af leverandør kreditten.

Driftskredit

Som nævnt i afsnit 4.3.3. vil der i løbet af regnskabsåret 2008/2009 være sket en afvikling af denne kreditfacilitet. Vi vil derfor tage udgangspunkt i afviklingen og forudsætte, at der ikke optages nye kreditter til sæsonudjævning, men prospektets forudsætning om øget arbejdskapital fra børsnoteringen holder.

Forudbetalinger fra kunder

Der er i 2008/2009 sket en markant stigning i forudbetalinger. Dette skyldes væksten i ferierejsende⁵¹. Da vi ikke kender Cimbers målsætning i forhold til hvor stor en del af de befordrede der skal være ferierejsende, ser vi på hvor stor en procent forudbetalinger udgøre af omsætningen. For regnskabsåret 2008/2009 udgøre denne post 13,6% af omsætningen, og vi budgetterer med, at denne andel stiger ligeligt til maksimum 20% inden for de næste 3 år. Dette medfører en stigning på ca. 2,1% om året i de næste 3 år.

Anden gæld

Denne post er ikke specificeret yderligere i prospektet eller årsrapporter. Vi har derfor valgt at vurdere den i forhold til produktionsomkostninger og andre eksterne omkostninger. Udviklingen er nedadgående i analyseperioden fra 23,4% til 14,3%. Vi har valgt at budgettere med en lineær

⁵⁰ Prospekt side 13

⁵¹ Prospekt side 178

stigning på 0,5% i budgetperioden, under samme forudsætninger som under leverandørkreditter, med en maksimal gæld udgørende 15,5% af omkostningerne.

Udskudt skat

Vi har valgt at fremføre den udskudte skat fra regnskabsåret 2008/2009. Den eneste regulering i budgetperioden vil være den skattemæssige værdi af afskrivninger på materielle aktiver. I udskudt skatte reguleringer vil ikke være indregnet skatteeffekt af erhvervede immaterielle aktiver.

5.3 Budgetterede pengestrømme

Vi ønsker som nævnt i afsnit 6 at budgettere FCF som $FCF = \text{totalindkomst fra driften} - \text{ændringen i nettodriftsaktiver}$. På denne baggrund ønsker vi at benytte nedenstående tre budgetterede pengestrømme i vores værdiansættelse.

Most likely

Som det ses af tabel 27, vil der i budgetperioden være tale om to perioder med positivt cash flow, og kun den ene af disse to med positiv driftsindtjening. Grundet de store afskrivninger og den manglende aktivering af den skattemæssige værdi af driftsunderskud, mindskes den negative effekt fra drift af udviklingen i netto driftsaktiverne. Denne forbedring i cash flowet mindskes efterhånden som dele af aktivmassen er fuldt afskrevet.

Forudsætningen om ingen investeringer i fly, bygninger eller andet bidrager også til udviklingen i cash flow.

Tabel 27

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Driftsoverskud	448	-59.653	-67.461	-63.885	-6.957	26.900	39.792
Nettodriftsaktiver	6.091	-72.581	-62.350	-50.273	-32.552	-26.084	-29.619
Frit cashflow	-5.643	12.928	-5.111	-13.612	25.595	52.984	69.411

Best Case

Både fra driften og udviklingen i nettodriftsaktiverne bidrages der til det positive cash flow.

Specielt tilføjes af likviditet fra driften, afspejler fokuset på omkostningsminimering og udnyttelse af produktionsapparatet. På denne måde fremkommer en stigning i driftsindtjening til trods for en øget flyflåde og deraf afledte stigninger i fly relaterede omkostninger, som i høj grad er faste.

Tabel 28

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Driftsoverskud	88.640	39.144	39.418	60.795	98.205	150.983	148.093
Nettodriftsaktiver	4.615	-74.366	-64.881	-51.158	-32.350	-29.145	-26.388
Frit cashflow	84.024	113.510	104.299	111.953	130.555	180.129	174.481

Worst case

Ud fra pengestrømmene i dette scenarium, ses det af nedenstående tabel, at der ikke budgetteres med positiv indtjening eller positivt cash flow. Der er fra driften kun negativ påvirkning som i høj grad påvirkes negativt af tilgangen af fly i flåden, kombineret med en nedadgående udnyttelse af disse fly. På den baggrund må det forventes, at Cimbers aktie er værdiløs, og derfor skal værdiansættes til DKK 0 i den senere vægtede gennemsnits værdiberegning.

Tabel 29

	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	Terminal
Driftsoverskud	-34.133	-191.285	-269.244	-331.404	-376.768	-407.529	-410.986
Nettodriftsaktiver	4.525	-69.005	-57.350	-47.493	-32.557	-27.566	-27.784
Frit cashflow	-38.659	-122.280	-211.894	-283.911	-344.212	-379.962	-383.202

5.4 Delkonklusion

Som vi kan se igennem budgetteringen af de tre scenarier, er de vigtigste parametre udnyttelsen af kapaciteten. Derudover er det afgørende hvordan Cimber formår at tilpasse sig den øgede konkurrence som vi forventer vil komme i forbindelse med åbningen af CPH Switch. Hvis Cimber ikke formår eller af strategiske årsager ikke ønsker at bremse udvidelsen af flyflåden, skal markedsandele og billetpriser øges væsentligt for at bibeholde en positiv indtjening og et positivt cash flow.

Markedsandele indenfor charterflyvning vil forventes at få en stor betydning for Cimber, specielt som modvægt til den føromtalte forventede konkurrenceintensivering i 2010/2011.

Den øgede konkurrence forventes at presser priserne på indenrigsruterne, og det er derfor også væsentligt for Cimber, at regulere billetpriserne i form af tiltag som fx betaling for bagage, frokost og andet.

Der skal være stort fokus på omkostningsminimering og effektivisering, hvis Cimber skal formå at vende de svære fremtidsudsigter i worst case scenariet til de budgetterede cash flows i Best Case scenarium.

Generelt skal Cimber forsøge at ramme en fremtidig udnyttelse af kapaciteten som den der blev belyst i afsnit 4, hvor specielt easyJet på alle områder var best in class.

6 Kapital indskydernes vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Ved værdiansættelsen af aktierne i Cimber Sterling er følgende WACC model anvendt:

$$WACC = R_D(1 - tc) \frac{D}{V} + rE \frac{E}{V}$$

Hvor R_D = renten på gæld og rE = afkastkravet på egenkapitalen.

Cimber's WACC = **11,05%**

Det vil fremgå af nedenstående delafsnit hvorledes Cimbers WACC er beregnet

6.1 Kapitalstruktur

Til definition af kapitalstrukturen, bør anvendes markedsværdier af egenkapitalen og gældsandelene. Dette er imidlertid problematisk, da disse værdier ikke er kendt, og formålet med værdiansættelsen netop er at finde frem til markedsværdien af hele virksomheden. Der kan anvendes forskellige metoder til at løse dette problem, bl.a. iteration som kan bruges til at løse problemet med den cirkulære reference. Ifølge Petersen, Plenborg og Schøler⁵² er det i langt højere grad (88% af adspurgte) anvendt et branche gennemsnit af kapitalstrukturer som et estimat for den pågældende virksomheds markedsværdi af egenkapital og gæld.

Da Branchens gennemsnitlige kapitalstruktur ikke er kendt, har vi brug for en anden metode til at tilvejebringe en estimering af kapitalstrukturen. Vi har valgt at bruge en peer group analyse af K/I værdier til at beregne kapitalstrukturen⁵³ K/I værdierne findes ved Aktiekurs / (Bogført værdi EK / antal aktier) Som tidligere i opgaven ønsker vi at bruge easyJet, Ryanair samt Norwegian som peer group til at beregne en gennemsnitlig K/I værdi. Vi har brugt bogførte værdier fra seneste regnskabs periode samt dagskurser og aktie information pr 1. marts 2010⁵⁴.

⁵² Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis, side 167

⁵³ <http://ipaper.ipapercms.dk/FinansraadetsHus/oekonomiskafdeling/PapirB/?Page=10>

⁵⁴ Eurinvestor.dk

Tabel 30

K/I værdier	Bogført EK	Kurs 20100301	antal aktier	K/I værdi
Norwegian	1601670000	138,5	34209858	2,958
Ryanair*	6387862000	17,84	1476521336	4,124
EasyJet	1307300000	419,2	2000000	0,641
gennemsnit				2,574

* kursen er fra Nasdaq indekset og omregnet fra USD til GBP

Kilde: Egen tilvirkning

Vi mener at den gennemsnitlige K/I værdi for peer group på 2,574 er retvisende for Cimber. Dermed beregnes markedsværdien af Egenkapitalen som bogført værdi * K/I værdi = 162.378 * 2,574 = 417.961.000 DKK. Gældens markedsværdi = bogført netto finansielle forpligtelser = DKK 892.242.000 hvilket giver en egenkapital andel på 31,91 %.

6.2 Investorerne afkastkrav

Investorerne afkastkrav ved investering i en enkelt aktie er et udtryk for den risikofri rente plus et risikotillæg. Risikotillægget er et udtryk for aktiens volatilitet i forhold til markedsporteføljen M, udtrykt ved aktiens Beta værdi (β).

6.2.1 Risikofri rente

Den risikofri rente udtrykker det afkast der kan opnås uden at påtage sig nogen som helst risiko. Begrebet er teoretisk, men i praksis anvendes ofte den toneangivende 10 års statsobligations rente⁵⁵ som en tilnærmelse af den risikofri rente. Den 10 årige obligations rente pr 1. Marts 2010 var 3,69 %⁵⁶.

⁵⁵ PWC: Prisfastsættelse på aktiemarkedet, januar 2005 S.2

⁵⁶ http://www.rd.dk/priser?readform&sc_cid=DKREALADW2466&sc_tra=TC|16529|rente%20obligation||S|b|3671044433

6.2.2 *Markedsrisikotillæg*

Markedsrisikoen er et udtryk for den samlede systematiske risiko ved markedsporteføljen (M). Markedsporteføljen er et teoretisk begreb der principielt består af alle aktiver i hele verden, og kan derfor ikke findes i praksis. Vi har valgt at anvende den historiske gennemsnitlige markedsrisikopræmie anvendt af danske analytikere i perioden 1998-2004 som er 4,5 %⁵⁷.

6.2.3 *Estimering af Betaværdi (β)*

Vi har valgt at anvende den gennemsnitlige beta på flytrafik markedet som opgjort af Standard & Poors i deres Global Industry Classification Standard (GICS) som indikator for Cimber's systematiske risiko. Dette giver Beta (β) på 0,9⁵⁸. Dette er en tilnærmelse af Cimbers sande beta værdi da Standard & Poors' GICS tager udgangspunkt i amerikanske flyselskaber, men det har ikke været muligt at finde et tilsvarende pålideligt Beta for det europæiske marked.

6.2.3.1 *Estimering af Likviditetstillæg*

Hvis Cimbers aktie vurderes som værende illikvid, vil dette kræve et særligt likviditetstillæg der lægges oven i afkastkravet som compensation for den manglende likviditet af aktien. Der er ingen officiel definition af grænser for hvornår en aktie er illikvid. Københavns Fondsbørs definerer dog selv Small Cap Indekset hvor Cimber er noteret som "Segment for små selskaber med god likviditet"⁵⁹. Selvom aktiens Spread er relativ høj mener vi derfor ikke der er noget belæg for et likviditetstillæg hvorfor dette sættes til 0 %.

⁵⁷ PWC: Prisfastsættelse på aktiemarkedet, Januar 2005, side 2

⁵⁸ Stanford & Poor

⁵⁹ <http://www.erhvervsbladet.dk/erhvervsklima/skal-man-holde-sig-vaek-fra-illikvide-aktier>

6.3 CAPM

Investorenes afkastkrav anvendes til at finde minimumsafkastet som investorerne bør forvente på aktien, under hensyntagen til aktivets systematiske risiko. Investorenes afkastkrav anvendes i WACC beregningen

Investorenes afkastkrav udledes ved brug af CAPM (Capital Asset Pricing Model) da denne anvendes i praksis

$$\text{CAPM: } E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

Ved indsættelse fås: $E(R_i) = 3,69 + (0,9 * 4,5 \%) = 7,74 \%$

6.4 Långivernes afkastkrav

Til estimering af R_d har vi anvendt Cimbers nuværende effektive rente da vi mener den er retvisende for prisen på yderligere fremmedkapital, idet Cimber allerede er kraftigt gearret. Det skal bemærkes, at Cimbers kredit rating er faldet en smule fra 2008-2009⁶⁰, men vi forventer at effekten af dette opvejes af den nedbringelse af gæld der også er foretaget i perioden. Cimbers Effektive rente i regnskabsåret 2008/2009 er beregnet til 16,8%, hvilket er en stigning i forhold til tidligere regnskabsår. Dette kan forklares dels med en stigning i fremmedfinansiering, og dels med værdien af kurstab. Disse afledte finansielle instrumenter, har vi på lige fod med den resterende opgave valgt, at lade indgå som en del af konkurrenceparametrene, og er derfor også som en del af långivernes afkastkrav.

Denne forudsætning underbygges af Cimbers faldende kreditvurdering, hvilket alt andet lige, forventes at øge långivernes afkastkrav, dette ses af bilag 9.

Vi vil i afsnit 7.3.1 komme nærmere ind på effekten af reguleringen af afledte finansielle instrumenter, og udviklingen i DCF på baggrund af disse reguleringer.

⁶⁰ www.nnerhverv.dk

7 Værdiberegninger

På basis af foregående analyser kan værdien af Cimber Sterling estimeres ved hjælp af DCF-

$$\text{modellen}^{61}: V_0^E = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC-g)(1+WACC)^T} - NFF_0$$

Værdiberegningen foretages metodisk i linie med det eksplicite budget og den implicitte terminalperiode.

Vi har valgt at foretage tre værdi beregninger, i overensstemmelse med de tre scenarier vi har udarbejdet under budgetteringen. Efter de tre værdiberegninger, ønsker vi at finde det endelige vægtede gennemsnit af de tre scenarier, for derved at finde den reelle værdi af Cimbers aktie på stand alone basis.

Vi vil i det efterfølgende gennemgå værdiberegningen for most likely case scenariet, for de øvrige to scenarier er brugt samme fremgangsmåde, og vi vil derfor ikke specificere selve beregningen, blot fremhæve udviklingen i pengestrømme og egenkapital.

7.1 Budgetperiode

Vi ønsker i forbindelse med budgetperioden at benytte nedenstående del af DCF modellen, for igennem den at finde nutidsværdien af de fremtidige budgetterede pengestrømme.

$$\text{Budgetperiode} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF}{(1+wacc)^t}$$

Vi tager udgangspunkt i de scenarium specifikke pengestrømme som vi budgetterede i afsnit 5.3, og tilbagediskontere dem med WACC som blev beregnet i afsnit 6.

For vores most likely case scenarium vil vores udvikling i pengestrømmene, og nutidsværdien af disse se ud som i tabel 31.

Nutidsværdien af alle fremtidige pengestrømme tilbagediskonteret fra budgetteringen vil repræsentere en værdi af DKKt 36.126.

⁶¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse -en praktisk tilgang side 33

Tabel 31

Budget år	FCF	Discount factor	Nutidsværdi af FCF
2009/2010	-5.643	0,900	-5.081
2010/2011	12.928	0,811	10.483
2011/2012	-5.111	0,730	-3.732
2012/2013	-13.612	0,658	-8.950
2013/2014	25.595	0,592	15.155
2014/2015	52.984	0,533	28.251

Kilde: Egen tilvirkning

7.2 Terminalperiode

Den anvendte formel til beregning af terminalværdien er nedenstående del af DCF formelen:

$$\text{Terminalværdi} = \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC - g)(1 + wacc)^T}$$

Der er derudover i terminalperioden taget udgangspunkt i den forventede vækstrate nævnt i afsnit 3.4.2 svarende til 4,7%, tilbagediskonteret med WACC som beregnet i afsnit 6.

$$\text{Terminalværdi} = \frac{69.411}{(11,05\% - 4,7\%)(1 + 11,05\%)^7}$$

Ved beregning af terminalperioden ser vi at nutidsværdien af terminalperioden udgør DKKt 524.836.

7.3 Weighted average scenarie

I det vægtede gennemsnit har vi valgt at lægge hovedvægten, 80% ,på most likely scenariet. I vores best og worst case scenarier har vi to scenarier tæt på ekstremer (dog stadigvæk inden for det realistiske), som vi mener ikke bør vægte mere end 10% hver især, da det samlede billede ellers ville risikere at bliver skævvredet.

Most likely

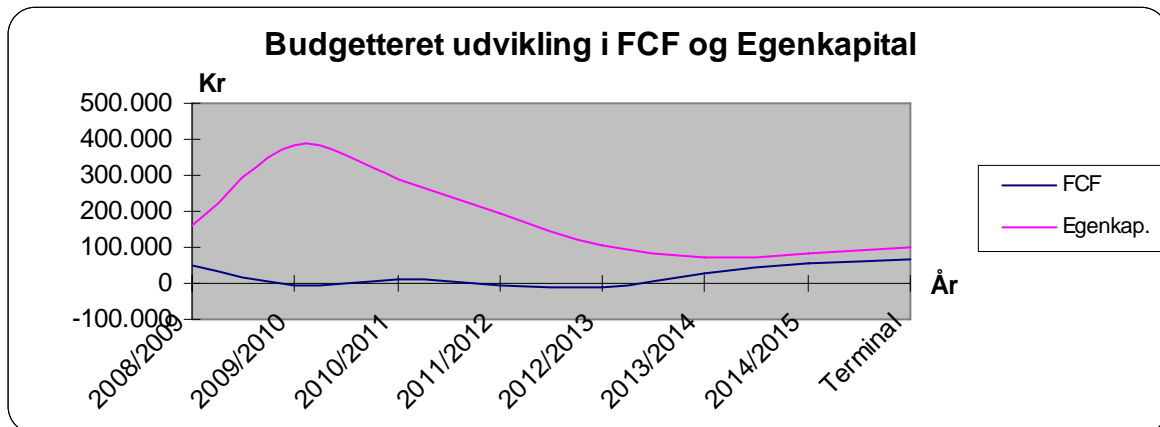
Under de givende forudsætninger i dette scenarium ser vores beregning af DCF ud som nedenfor på baggrund af de i afsnit 7.1 og afsnit 7.2 beregnede led:

$$V_0^E = \sum_{i=1}^T \frac{FCFF}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC - g)(1+WACC)^T} - NFF_0$$

$$V_0^E = 36.126 + 524.836 - 466.518 = 94.444$$

Efter beregningen af DCF og divideret med antallet af udstedte aktier, kommer vi frem til en aktiekurs på DKK 2,08, under de forudsatte forventninger til femtiden.

Graf 15

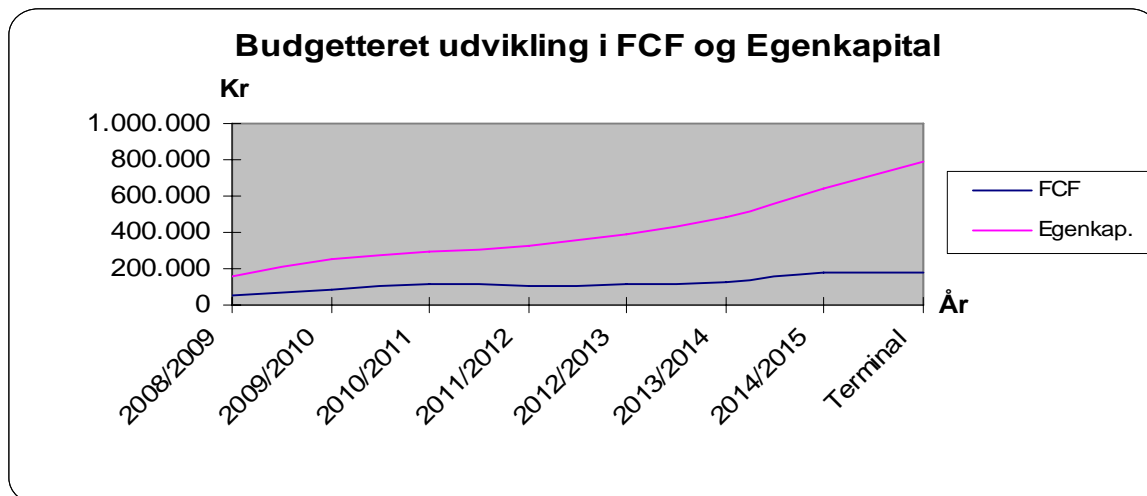


Kilde: Egen tilvirkning

Best Case

Under de givende forudsætninger i dette scenarium kommer vi frem til en aktiekurs på DKK 30,89, beregnet efter samme metode som ovenfor

Graf 16

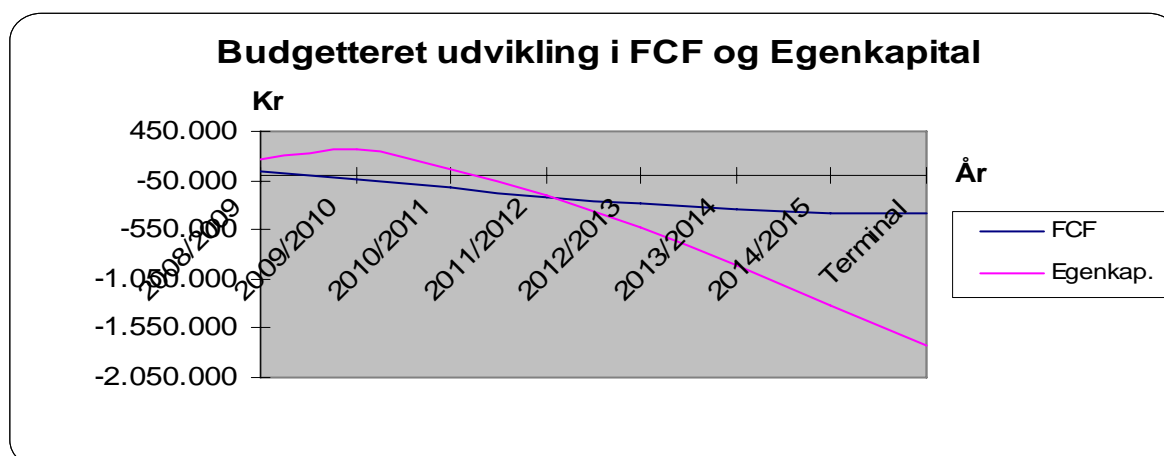


Kilde: Egen tilvirkning

Worst Case

Efter beregning af de scenarium specifikke pengestrømme og udviklingen i egenkapitalen sammenholdt med vores strategiske analyse, mener vi at der i vores vejede gennemsnittes beregning af aktiekursen i Worst case scenariet er overvejende stor sandsynlighed for at Cimber allerede mellem anden og tredje budgetperiode får en negativ egenkapital, og stadig fald i pengestrømme fra driften, og derved ikke længere kan betegnes som going concern. Vi vælger ud fra dette scenarium at lade aktieværdien være nul, og altså ikke repræsentere en værdi for mulige investorer.

Graf 17



Kilde: Egen tilvirkning

$$\text{Vægtet gennemsnit} = A \cdot V_1 + B \cdot V_2 + C \cdot V_3$$

$$\text{Vægtet gennemsnitskurs} = 2,08 \cdot 0,8 + 30,89 \cdot 0,1 + 0,0 \cdot 0,1 = \text{DKK } 4,75$$

7.3.1 Kommentarer til potentielle ændringer i WACC og afledt ændring i værdiansættelsen

Som nævnt i afsnit 6.4 valgte vi ikke at regulere for værdien af afledte finansielle instrumenter. Begrundelsen var at vi igennem hele opgaven har set afledte finansielle som et konkurrenceparameter. Havde vi valgt at regulere den effektive rente for værdien af afledte finansielle instrumenter, hvilket i regnskabsåret 2008/2009 udgjorde en omkostning i forbindelse med valutakurstab på de USD baserede lån, ville långivernes afkastkrav være mindre og derved ville WACC også blive lavere. Dette ville have resulteret i en højere værdiansættelse grundet den lavere diskonteringsfactor.

Der er ikke foretaget en egentlig konsekvensberegning på baggrund af ovennævnte reguleringer, da dette ikke ville give et entydigt billede, grundet den undladte regulering af samme poster andre steder i opgaven.

For at belyse hvordan vores værdiansættelse ville tage sig ud hvis vores forudsætninger vedr. WACC og vækstrate i terminalperioden havde set anderledes ud, har vi valgt at lave den i tabel 32 viste følsomhedsanalyse.

Tabel 32

		Ændring i vækstrate					
		3,2%	3,7%	4,2%	4,7%	5,2%	5,7%
Ændring i WACC	13,1%	-3,03	-2,69	-2,30	-1,87	-1,38	-0,83
	12,6%	-2,45	-2,05	-1,61	-1,11	-0,54	0,11
	12,1%	-1,80	-1,34	-0,82	-0,24	0,44	1,21
	11,6%	-1,06	-0,53	0,08	0,77	1,57	2,51
	11,1%	-0,22	0,41	1,12	2,08	2,91	4,06
	10,6%	0,74	1,48	2,33	3,33	4,52	5,94
	10,1%	1,86	2,74	3,77	4,99	6,46	8,26
	9,6%	3,15	4,22	5,48	6,99	8,86	11,2
	9,1%	4,68	5,98	7,55	9,47	11,89	15,02

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af tabel 32, er værdien af Cimber meget afhængig af forudsætningerne og fastsættelsen af både den forventede vækst og WACC'en. Fastholdes den forventede vækst og WACC'en stiger med 1% mere end fastsat i most likely case scenariet, bliver kursen pr. aktie decideret negativ. Det samme gør sig gældende hvis WACC'en fastholdes og den forventede vækstrate i terminalperioden falder til 3,2% hvilket kun er lidt under den forventede BNP vækst.

7.4 Delkonklusion

I værdiansættelsen har vi beregnet tre scenarier. Disse scenarier påviser hvor følsom værdiansættelsen er, specielt i henhold til udvikling i flyflåden og omsætning. Forskellene i de tre scenarier, relaterer sig specielt til load factor udviklingen som afledt effekt af kapaciteten og omsætningsvæksten. Hvis Cimber gennemfører den fulde forventede udvidelse af flåden i henhold til prospektet uden at kunne generere den ekstra omsætning pga. øget konkurrence, vil deres load factor falde voldsomt og som påvist i worst case scenariet vil det betyde negativ egenkapitalvækst i budgetperioden og ophør af "going concern" antagelsen.

Most likely scenariet, er vores bedste bud på hvad der mest realistisk vil ske. Grundet de forpligtelser om investeringerne i nye fly, og den øgede konkurrence vil Cimbers load factor blive presset. Most likely scenariet er meget afhængig af at det lykkedes Cimber at udskyde yderligere kapacitetsudvidelser efter tilgangen af 3 leasede fly. Følsomheden på dette er stor, da et ekstra fly uden omsætningsstigning vil have store negative konsekvenser på load factoren.

Best case scenariet derimod påviser også det potentiale der trods alt er i Cimbers virksomhed. Best case scenariet er ekstremt, men ikke urealistisk hvis Cimber formår til fulde at finde nye markeder, evt. med charter rejse selskaber som nævnt i den strategiske analyse, efter CPH swift terminal vil øge konkurrencen og presse prisen på LCC markedet.

Vi mener at det er meget realistisk at Cimbers ledelse er opmærksom på dette og derfor vægter vi most likely scenariet med 80 % og de to andre med 10% hver.

8 Konklusion

I problemformuleringen stillede vi spørgsmålet:

Hvilken værdi bør én enkelt Cimber Sterling Group A/S aktie handles til den 1 Marts 2010, på stand alone basis?

Derudover stillede vi følgende delspørgsmål som ville være relevante i forhold til besvarelse af hovedspørgsmålet:

- Er vækstplanen beskrevet i prospektet realistisk i forhold til Cimber Sterling Group A/S' interne forhold, samt udviklingen i markedet?
- Hvordan har Cimber historisk set klaret sig i forhold til øvrige aktører på markedet?
- Hvordan understøtter Cimber Sterling Group A/S' historiske drift, de i prospektet fremførte vækstplaner?

Vi har i den strategiske analyse, og regnskabsanalysen analyseret Cimbers marked, position, styrker og svagheder samt vurderet Cimbers muligheder i fremtiden under hensyntagen til markedets generelle udvikling. Derudover har vi analyseret deres drift, deres indtjening og omkostninger og sat dem i forhold til deres primære konkurrenter for at vurdere deres indtjeningspotentiale komparativt med deres peer group. Dette har resulteret i en budgettering som danner grundlag for en værdiansættelse af Cimbers aktie på skæringsdatoen.

Er vækstplanen beskrevet i prospektet realistisk i forhold til Cimber Sterling Group A/S' interne forhold, samt udviklingen i markedet?

Markedsudviklingen understøtter ikke en vækst i det omfang Cimber regner med i deres prospekt. Hvis Cimber skal vokse i det beskrevne omfang, kræver det en markant erobring af markedsandele, og eventuelt også indtrængen på nye markeder med højere indtjening end på LCC markedet.

På LCC markedet er omkostningsbasen altafgørende for succes. Den primære kilde til en lav omkostningsbase og en høj omsætning, er en høj load factor. På grund af Cimbers hybridflåde og deres generelle drift har de en lavere load factor end deres peer group. Dette ses også i den realiserede ROIC som igen er lavere end i peer group hvor Cimber har den laveste ROIC. Konkurrencen forventes derudover at blive øget væsentlig med etableringen af CPH Swift terminalen som vil trække nye lavpris selskaber til Københavns lufthavn. Dette forventes at sætte blandt andet Cimbers markedsandel samt billetpriser under pres. I det eksisterende marked er det derfor meget usandsynligt at Cimber kan realisere en så stor omsætningsvækst. Cimber kan med fordel overveje en yderligere ekspansion på charter markedet, som kræver samarbejdsaftaler med rejseselskaber. Prisen pr. flysæde er i dette marked højere og kan dermed skabe et højere dækningsbidrag for Cimber end de opnår i LCC markedet. Der foreligger ingen konkrete planer tilgængelige for denne ekspansion på chartermarkedet eller andre nye markeder, hvorfor vi med baggrund i det eksisterende marked mener at have påvist at vækstpotentialet ikke kan realiseres.

Hvordan har Cimber historisk set klaret sig i forhold til øvrige aktører på markedet?

I regnskabsanalysen dekomponerede vi Cimbers resultatopgørelse og balance da vi mente det var nødvendigt, at reklassificere posterne for at vurdere den primære drift. I den forbindelse reklassificerede vi posten DKK 44,9 mio. fra en vundet momssag og isolerede den fra driften. Dette påvirkede Cimbers resultat af primær drift væsentligt. Igennem konkurrentsammenligning af value og cost drivers påviste vi, at Cimber i den nuværende konkurrence situation ikke formår at skabe en positiv indtjening. Derudover påviste vi, at vurderet imod en peer group af sammenlignelige LCC selskaber, leverer Cimber det dårligste resultat på samtlige key performance indicators. Vi påviste af Cimbers load factor og deres samlede ROIC var lavere i analyseperioden end deres peer group. Vi mener at have påvist, at Cimber i forhold til de definerede primære konkurrenter, ikke leverer et godt resultat, og at udsigterne med konkurrencesituation vil forværre Cimbers indtjening yderligere.

Hvordan understøtter Cimber Sterling Group A/S' historiske, og fremtidige drift de i prospektet fremførte vækstplaner?

Vi budgetterede Cimbers indtjening, omkostninger og cash flows i en 6 årig periode for at få et bedre grundlag, at besvare hovedproblemformulering på. Vi fandt at Cimbers fremtid er meget volatil overfor ændringer i nogle få enkelte KPI's. Load factoren er her den vigtigste KPI for Cimbers resultat. Vi budgetterede tre scenarier for at analysere de usikkerheder der ligger i

Cimbers nærmeste fremtid. Disse usikkerheder relaterer sig til Cimbers evne til at trænge ind på nye markeder, tab af markedsandele som følge af øget konkurrence fra CPH Swift terminalen, og muligheden for at begrænse den planlagte kapacitetsudvidelse, hvis omsætningen ikke kan leveres. Vi fandt her en risiko for negativ egenkapitaludvikling i budgetperioden hvis Cimber gennemfører kapacitetsudvidelsen som fremlagt i prospektet, og vi mener derfor ikke at Cimbers drift og omsætningsvækst kan bære kapacitetsudvidelsen til fulde. Derudover fastslog vi at Cimber er præget af høj drifts og finansiell risiko, på grund af deres høje gearing og uafdækket valuta eksponering. Vi mener derfor ikke at Cimber er solid nok fundere til at kunne gennemføre vækstplanerne på LCC markedet til fulde som beskrevet i prospektet.

Vi startede opgaven med at stille det overordnede spørgsmål:

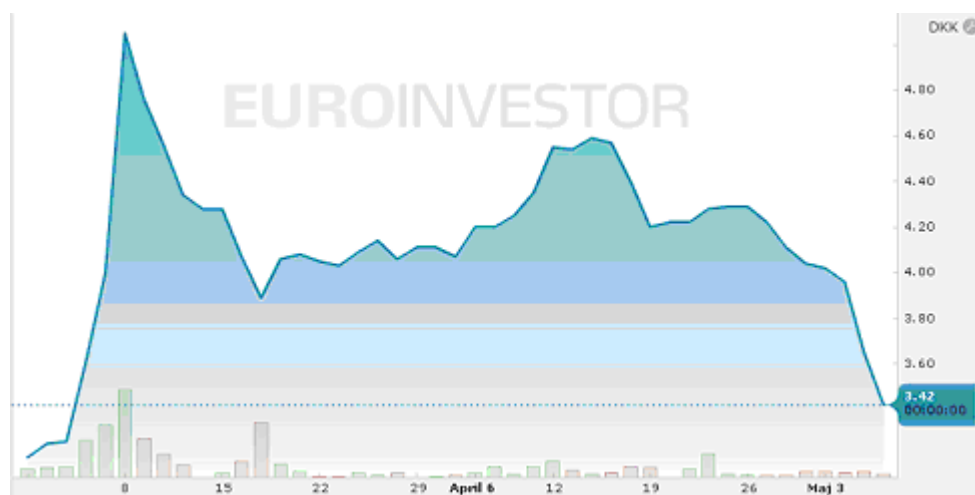
Hvilken værdi bør én enkelt Cimber Sterling Group A/S aktie handles til den 1 Marts 2010, på stand alone basis?

Baseret på den strategiske analyse og regnskabsanalysen gennemførte vi en detaljeret budgettering af de fremtidige pengestrømme, og ved brug af DCF modellen tilbagediskonterede vi disse med den fastsatte WACC. Vi gennemførte tre scenarier og vægtede dem i henhold til vurdering af sandsynlighed. Vi konkluderede at en enkelt Cimber aktie på stand alone basis burde være handlet til DKK 4,75 den 1. marts 2010. Dermed kan det konkluderes at Cimbers aktie var undervurderet på skæringsdatoen.

9 Perspektivering

Vi ønsker i dette afsnit at se på hvad der er sket efter vores deadline fastsat til 1 marts 2010, og hvordan udviklingen i Cimber har været. Til at belyse dette har vi valgt at tage udgangspunkt i aktiekursen.

Graf 18



Kilde: <http://www.euroinvestor.dk/Stock/ShowStockInfo.aspx?StockId=2187062>

Efter kvartalsmeddelelsen 17 marts 2010 ses det at kursen faldt drastisk. Dette er et resultat af nedjusteringen til det konsoliderede samlede regnskabsår 2009/2010, hvor forventningerne gik fra EBIT mellem DKKt -10 til -40 til et EBIT mellem DKKt -200 til -220, og forventningerne til den nærmeste fremtid også gik fra et positivt EBIT til +/- DKKt 30.

De nedjusterede forventninger blev specielt drevet af en øget konkurrence fra hovedsageligt Norwegian.

Efter aktiemarkedet havde genvundet tiltroen til Cimbers ledelse og fremtidige vækst, begyndte aktiekursen igen at stige, og trenden i Cimber var positiv.

Denne positive udvikling bliver dog imidlertid afløst af et relativt drastisk fald, som hovedsageligt kan henføres til lukningen af det europæiske luftrum i forbindelse med udbruddet af vulkanen på Island. Faldet i kursen bliver afløst af stabilitet og en mindre stigning, da Cimber

meddeler at lukningen af luftrummet koster Cimber DKKm 5-8 om dagen⁶², hvilket er væsentlig mindre end de tal der blev gisnet om i pressen.

Omkostningerne relateret til tabt indtjening og øvrige omkostninger til kompensationer vedr. det lukkede luftrum løber ifølge Cimber selv op i omkring DKKm 25-30.

Faldet som fremgår i slutningen af perioden relatere sig dels til risikoen for endnu et udbrud af vulkanen, og dels til det generelle fald i aktiemarkedet som opstod i forbindelse med nedsmeltningen af den græske økonomi, og den deraf følgende beslutning om långivning fra øvrige europæiske lande.

Hvis man isolerer for den seneste tids ret ekstreme hændelser der har påvirket aktiemarkedet, ses en positiv trend hvor kursen bevæger sig opad fra niveauet på skæringsdatoen, men endnu ikke på noget tidspunkt har nået den kursværdi på 4,75 dkk (tættest på var 4,65 dkk som åbningskurs den 13 April). pr aktie som var resultatet af vores værdiansættelse.

⁶² <http://investor.cimber.dk/releasedetail.cfm?ReleaseID=461066>

10 Fordeling af arbejdsopgaver

- EXECUTIVE SUMMARY - Mattias & Søren**
- 1 INDLEDENDE AFSNIT - Mattias & Søren**
- 2 PRÆSENTATION AF CIMBER - Mattias**
- 3 FORRETNINGSMODEL OG STRATEGI - Mattias**
- 4 REGNSKABSANALYSE - Søren**
- 5 BUDGETTERING - Mattias & Søren**
- 6 KAPITAL INDSKYDERNES VEJEDE GENNEMSITLIGE KAPITALOMKOSTNINGER -
Mattias & Søren**
- 7 VÆRDIBEREGNINGER - Mattias & Søren**
- 8 KONKLUSION Mattias & Søren**
- 9 PERSPEKTIVERING – Søren**
- 10 FORDELING AF ARBEJDSOPGAVER – Mattias & Søren**
- 11 KILDEFORTEGNELSE - Mattias & Søren**
- 12 BILAG - Mattias & Søren**

11 Kildefortegnelse

Nedenstående kildefortegnelse indeholder alle de offentligt tilgængelige medier vi har valgt at benytte som datagrundlag for vores opgave.

Ved kildehenvisningerne har vi igennem opgaven valgt at henvise til titlen på kildematerialet. Kildefortegnelsen er inddelt efter kildetyper for at øge overskueligheden.

11.1 Faglitteratur

Jens O. Elling og Ole Sørensen (2. udgave, 2005), **Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang**, Gjellerup ISBN 87-13-04903-8

Richard A. Brealey, Stewart C. Myers & Franklin Allen (9. udgave, 2008), **Principles of Corporate Finance**, McGraw-Hill, ISBN 978-007-126675-8

John Thompson with Frank Martin (5. udgave, 2005), **Strategic Management – Awareness and Change**, Thomson, ISBN 1-84480-083-0

Johnson, Scholes, & Whittington (8th edition 2007), **Exploring Corporate Strategy**, Financial Times Pitman Publishing

Michael E Porter, (Januar 2008), **The five competitive forces that shape strategy**, Harvard Business Review

Tirole & Jean, (1988), **The theory of industrial organization**, MIT press

Rådgivningsudvalget FSR, (2002), **Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele**

11.2 Publikationer

Price Waterhouse Coopers: Economic Profit (EVA TM)

11.3 Virksomheds- og branchemateriale

Airbus global market forecast

11.4 Internetsider og søgemaskiner

www.cimber.dk

www.easyJet.com

www.norwegian.com

www.ryanair.com

www.boarding.dk

www.borsen.dk

www.cbs.dk

www.epn.dk

www.google.dk

www.nordea.dk

www.pwc.dk

www.nnerhverv.dk

www.standardandpoors.com

www.airbus.com

www.euroinvestor.dk

www.erhvervsbladet.dk

www.rd.dk

12 Bilag

Bilag 1

Norwegian

Reformuleret Balance i NOKt

	2006	2007	2008
Driftsaktiver			
Airplanes	160.528	209.820	523.676
Installations on leased planes	37.430	0	0
spare parts	16.462	0	0
Equipment and fixtures	14.025	24.313	31.014
other receivables	8.819	28.507	32.404
prepayment boing contract	0	316.546	705.165
buildings	0	3.933	3.933
Inventory	19.341	28.000	34.124
Trade and other receivables	443.492	491.543	914.379
Driftsaktiver i alt	700.097	1.102.662	2.244.695
Driftsforpligtelser			
Provision for periodic maintenance	81.734	101.042	114.090
trade and other payables	395.850	644.837	694.832
air trafic settlement liabilities	291.795	83.673	598.162
tax payable	30	33.434	267
Driftsforpligtelser i alt	769.409	862.986	1.407.351
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	-69.312	239.676	837.344

Bilag 2

Ryanair

Reformuleret Balance i EURt

	2006	2007	2008
Driftsaktiver			
Property plant and Equipment	2.532.988	2.884.053	3.582.126
Other assets	29.453	77.707	169.580
Inventory	3.422	2.420	1.997
trade receivables	29.909	23.412	34.178
Driftsaktiver i alt	2.595.772	2.987.592	3.787.881
Driftsforpligtelser			
trade payables	79.283	54.801	129.289
Accrued expenses	807.136	570.614	919.349
other creditor	112.177	46.066	101.950
Derred income tax liability	127.260	151.032	148.088
current tax	15.247	20.822	0
Driftsforpligtelser i alt	1.141.103	843.335	1.298.676
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	1.454.669	2.144.257	2.489.205

Bilag 3

easyJet

Reformuleret Balance i GBP Mio

	2006	2007	2008
Driftsaktiver			
Property plant and Equipment	695,7	935,8	1.102,6
Other assets	54,8	58,1	61,1
Derred tax assetts	0,3	0,4	0,5
assets held for sale	0,0	0,0	194,9
trade receivables	227,2	223,6	239,9
Driftsaktiver i alt	978,0	1.217,9	1.599,0
Driftsforpligtelser			
trade payables	414,1	461,7	653,0
Maintenance provisions	149,9	127,9	216,3
Current tax liability	46,8	89,7	73,2
Derred tax liability	32,0	35,0	107,8
other noncurrent liability	74,8	86,8	0,0
Non-current deferred income	0,0	0,0	68,8
Driftsforpligtelser i alt	717,6	801,1	1.119,1
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	260,4	416,8	479,9

Bilag 4

Selskabsspecifikke KPI's

Cimber	2006/2007	2007/2008	2008/2009
ASK	485.372.000	621.281.000	857.994.000
RPK	283.960.000	390.101.000	498.060.000
Load Factor	59,4%	61,9%	56,6%
Passengers	865.000	1.020.000	1.075.000
Number of routes	15	18	32
Number of Destinations			
Number of Aircrafts	12	13	17
seats flown	1455000	1648000	1899000
Unit cost pr ASK			
Blockhours pr dag pr fly	5,8	5,5	6,9
gennemsnits km pr flyv	347	390	425
total antal flyvninger	26700	30420	32265
Nubmer of employees	541	633	762
Blockhours pr år pr fly	2117	2008	2519
Norwegian NOK	2006	2007	2008
ASK	5.371.000.000	7.561.000.000	11.530.000.000
RPK	4.223.000.000	6.059.000.000	9.074.000.000
Load Factor	79%	80%	79%
Passengers	5.104.814	6.934.376	9.136.553
Number of routes	86	114	170
Number of Destinations	57	70	87
Seats Fflown	6.461.790	8.667.970	11.565.257
Number of Aircrafts	19	33	40
Unit cost pr ASK	0,54	0,53	0,56
Blockhours pr dag pr fly	10,4	10,3	10,2
Number of employees	882	1417	1596
Blockhours pr år	3796	3760	3723
EasyJet GBP	2006	2007	2008
ASK	43.501.000.000	55.687.000.000	58.165.000.000
RPK	36.976.000.000	47.690.000.000	58.566.000.000
Load Factor	84%	84%	86%
Passengers	37.200.000	43.700.000	45.200.000
Number of routes	289	380	422
Number of Destinations			
Number of Aircrafts	137	165	181
Unit cost pr ASK			
Seats flown	44.500.000	51.900.000	52.800.000
Blockhours	518.410	631.804	645.446
gennemsnits km pr flyv	978	1073	1101
Blockhours pr dag pr fly	11,6	11,9	11,0
number of employees	5674	6107	6666
Blockhours pr år	4234	4344	4015
Ryan Air	2006/2007	2007/2008	2008/2009
ASK	24.282.100.345	41.342.195.458	47.102.503.388
RPK	20.342.377.824	34.452.733.067	39.202.293.374
Load Factor	82%	82%	81%
Passengers	42.509.474	50.929.760	59.000.000
Number of routes	408	609	845
Number of Destinations			
Number of Aircrafts	133	163	181
Unit cost pr ASK			
Seats flown	51.840.822	62.109.463	72.839.506
Blockhours pr dag pr fly	9,77	9,87	9,59
Number of employees	4462	5920	6616
Blockhours pr år	3566	3603	3500

Bilag 5

Reformuleret resultatopgørelse i DKKt

	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Nettoomsætning	970.791	1.148.192	1.297.757
Driftsomkostninger			
Produktion	-471.021	-549.151	-673.504
Personale	-288.790	-356.472	-401.771
Bruttoresultat	210.980	242.569	222.482
Andre eksterne omkostninger	-47.865	-59.781	-72.103
Af -og nedskrivninger	-109.521	-154.099	-152.098
Driftsoverskud før skat	53.594	28.689	-1.719
Skat driftsoverskud			
Skatteomkostninger	-9.938	-13.281	20.210
Skattefordel af nettofinansielle poster	-4.453	-1.064	-19.354
Skat af anden drift	0	11.214	0
Driftsoverskud efter skat	39.203	25.558	-863
Andre driftsindtægter		44.854	
Skat af andre driftsindtægter		-11.214	
Anden drift efter skat	0	33.641	0
Finansielle indtægter	6.231	32.585	1.472
Finansielle omkostninger	-24.042	-36.840	-78.888
Netto finansielle indtægter/omkostninger	-17.811	-4.255	-77.416
Skat af netto finansielle poster	4.453	1.064	19.354
Nettofinansielle poster efter skat	-13.358	-3.191	-58.062
Totalindkomst	25.845	56.007	-58.925

Bilag 6

Reformuleret Balance i DKKt

	2006/2007	2007/2008	2008/2009
Driftsaktiver			
Varemærker			5.081
Rettigheder			4.627
Udviklingsprojekter	1.729	1.793	1.451
Grunde og bygninger	16.707	16.871	15.609
Fly og flydele	569.567	759.470	731.969
Andet driftsmateriel og inventar	8.494	16.468	19.091
Materielle aktiver under udførelse	1.435	2.476	9.080
Varelager	45.652	60.834	82.145
Tilgodehavender fra salg	138.845	137.956	123.184
Andre tilgodehavender	33.059	42.052	70.575
Forudbetalinger	6.264	4.752	22.985
Tilgodehavende Skat	183	93	5
Driftsaktiver i alt	821.935	1.042.765	1.085.802
Driftsforpligtelser			1,739
Hensatte forpligtelser - korte			4.872
Hensatte forpligtelser - lange	51.947		750
Leverandørgæld	78.496	83.673	102.117
Driftskredit	22.968	33.434	12.964
Forudbetalinger fra kunder	34.736	90.221	177.527
Anden gæld	121.176	91.797	106.914
Udskudt skat netto	55.897	65.012	51.762
Driftsforpligtelser i alt	365.220	364.137	456.906
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	456.715	678.628	628.896
Netto finansielle forpligtelser			
Prioritetsgæld			
kort	1.253	1.012	1.596
lang	6.914	7.378	20.210
Leasing			
kort	6.256	6.758	7.300
lang	45.520	38.762	31.462
Kreditinstitutter			
kort	28.966	55.857	59.523
lang	217.681	354.762	350.837
Afledte finansielle instrumenter Netto	-1.052	16.546	
Værdipapirer	-26.228	-1.066	-128
Likvide beholdninger	-25.565	-1.814	-4.282
Netto finansielle forpligtelser i alt	253.745	478.195	466.518
Egenkapital	202.970	200.433	162.378

Bilag 7

Budgetteret Resultatopgørelse - Most likely case

Budgetteret Resultatopgørelse i DKKt										
	2006/2007	2007/2008	2008/2009	E2009/2010	E2010/2011	E2011/2012	E2012/2013	E2013/2014	E2014/2015	Terminal
Nettoomsætning	970.791	1.148.192	1.297.757	1.427.533	1.334.743	1.334.743	1.381.459	1.457.439	1.537.598	1.609.866
Driftsomkostninger										
Produktion	-471.021	-549.151	-673.504	-744.596	-740.854	-740.854	-761.683	-761.683	-782.262	-798.227
Personale	-288.790	-356.472	-401.771	-437.484	-435.252	-433.020	-447.454	-449.760	-457.126	-457.126
Bruttoresultat	210.980	242.569	222.482	245.453	158.637	160.869	172.322	245.996	298.210	354.513
Andre eksterne omkostninger	-47.865	-59.781	-72.103	-79.313	-79.313	-78.512	-80.715	-80.301	-82.892	-82.464
Leasing	-63.930	-69.908	-58.257	-71.701	-71.701	-85.145	-89.626	-89.626	-94.107	-133.648
Af- og nedskrivninger	-45.591	-84.191	-93.841	-93.841	-87.160	-87.160	-87.160	-85.344	-85.344	-85.344
Driftsoverskud før skat	53.594	28.689	-1.719	597	-79.537	-89.948	-85.179	-9.276	35.867	53.056
Skat driftsoverskud										
Skatteomkostninger	-9.938	-13.281	856	-149	19.884	22.487	21.295	2.319	-8.967	-13.264
Driftsoverskud efter skat	39.203	25.558	-863	448	-59.653	-67.461	-63.885	-6.957	26.900	39.792
Anden drift efter skat	0	33.641	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto finansielle indtægter/omkostninger	-17.811	-4.255	-77.416	-42.551	-42.977	-37.896	-33.532	-30.013	-27.734	-25.908
Skat af netto finansielle poster	4.453	1.064	19.354	10.638	10.744	9.474	8.383	7.503	6.934	6.477
Nettofinansielle poster efter skat	-13.358	-3.191	-58.062	-31.913	-32.233	-28.422	-25.149	-22.510	-20.801	-19.431
Totalindkomst	25.845	56.007	-58.925	-31.465	-91.886	-95.883	-89.033	-29.466	6.099	20.361

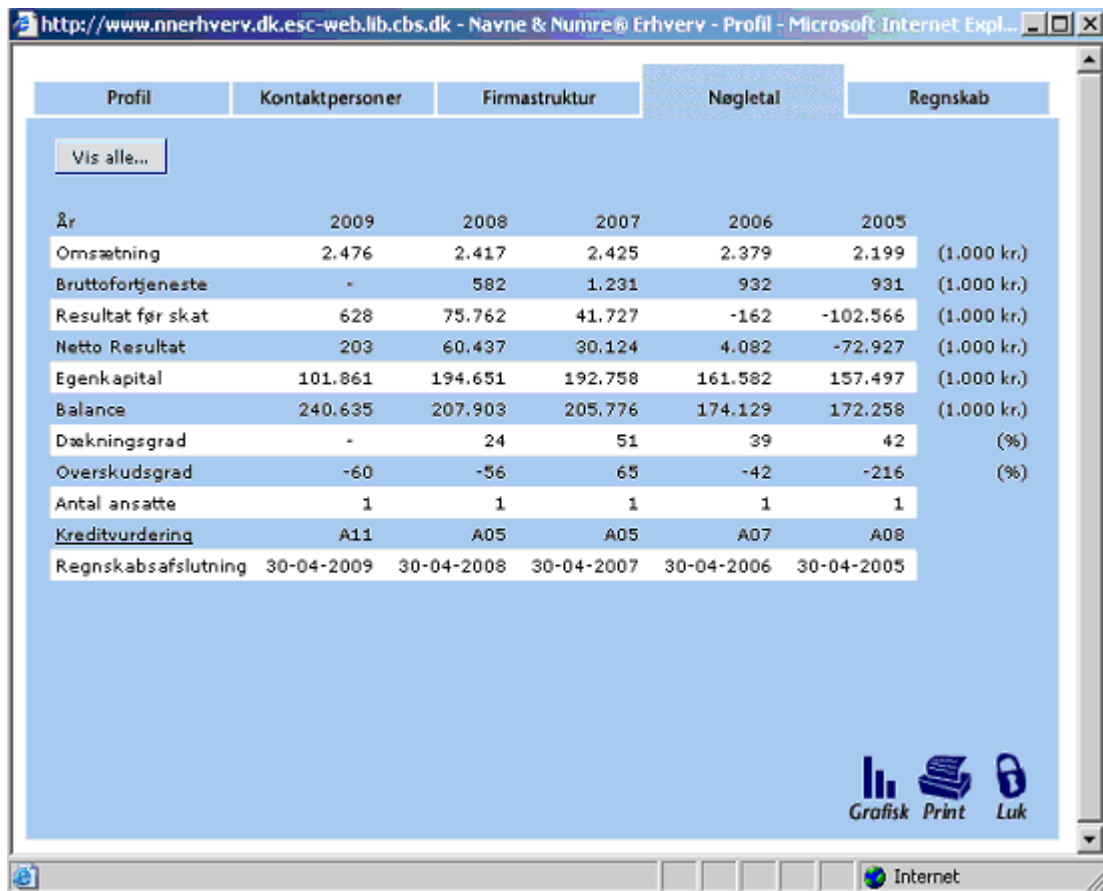
Bilag 8

Budgetteret balance – Most likely case

Budgetteret Balance i DKKt										
	2006/2007	2007/2008	2008/2009	E2009/2010	E2010/2011	E2011/2012	E2012/2013	E2013/2014	E2014/2015	Terminal
Driftsaktiver										
Varemærker			5.081	4.556	4.030	3.505	2.979	2.454	1.928	1.403
Rettigheder			4.627	4.154	3.682	3.209	2.737	2.264	1.791	1.319
Udviklingsprojekter	1.729	1.793	1.451	663	0					
Grunde og bygninger	16.707	16.871	15.609	14.160	12.711	11.262	9.813	8.364	6.915	5.466
Fly og flydele	569.567	759.470	731.969	704.468	676.967	649.466	627.858	606.250	584.642	563.034
Andet driftsmateriel og inventar	8.494	16.468	19.091	16.705	14.318	11.932	9.546	7.159	4.773	2.386
Materielle aktiver under udførelse	1.435	2.476	9.080	7.264	5.448	3.632	1.816	0		
Varelagre	45.652	60.834	82.145	101.102	101.102	120.058	126.377	126.377	132.696	132.696
Tilgodehavender fra salg	138.845	137.956	123.184	125.623	117.457	104.110	96.702	102.021	107.632	112.691
Andre tilgodehavender	33.059	42.052	70.575	69.949	58.729	53.390	55.258	58.298	61.504	64.395
Forudbetalinger	6.264	4.752	22.985	16.985	10.985	10.753	0			
Tilgodehavende Skat	183	93	5			22.487	43.782	46.101	37.134	23.870
Driftsaktiver i alt	821.935	1.042.765	1.085.802	1.065.628	1.005.429	993.803	976.868	959.287	939.015	907.259
Driftsforpligtelser			1.739							
Hensatte forpligtelser - korte			4.872	5.996	5.996	7.121	7.495	7.495	7.870	7.870
Hensatte forpligtelser - lange	51.947		750	923	923	1.096	1.154	1.154	1.212	1.212
Leverandørgæld	78.496	83.673	102.117	32.956	36.908	40.968	46.332	50.519	51.909	52.841
Driftskredit	22.968	33.434	12.964							
Forudbetalinger fra kunder	34.736	90.221	177.527	225.550	238.919	266.949	276.292	291.488	307.520	321.973
Anden gæld	121.176	91.977	106.914	121.939	125.486	127.002	130.572	130.508	134.099	136.507
Udskudt skat netto	55.897	65.012	51.762	43.277	34.792	28.125	21.458	14.791	8.124	1.458
Driftsforpligtelser i alt	365.220	364.137	456.906	430.641	443.023	471.260	483.303	495.955	510.734	521.861
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	456.715	678.628	628.896	634.987	562.405	522.543	493.565	463.332	428.281	385.398
Netto finansielle forpligtelser				6.091	-72.581	-39.863	-28.978	-30.233	-35.051	-42.883
Netto finansielle forpligtelser i alt	253.745	478.195	466.518	263.537	282.841	338.862	400.098	401.630	362.900	301.606
Egenkapital	202.970	200.433	162.378	371.450	279.564	183.681	93.467	61.702	65.381	83.792

Bilag 9

Nøgletaloversigt taget fra www.nnerhverv.dk



	2009	2008	2007	2006	2005	
År						
Omsætning	2.476	2.417	2.425	2.379	2.199	(1.000 kr.)
Bruttofortjeneste	-	582	1.231	932	931	(1.000 kr.)
Resultat før skat	628	75.762	41.727	-162	-102.566	(1.000 kr.)
Netto Resultat	203	60.437	30.124	4.082	-72.927	(1.000 kr.)
Egenkapital	101.861	194.651	192.758	161.582	157.497	(1.000 kr.)
Balance	240.635	207.903	205.776	174.129	172.258	(1.000 kr.)
Dækningsgrad	-	24	51	39	42	(%)
Overskudsgrad	-60	-56	65	-42	-216	(%)
Antal ansatte	1	1	1	1	1	
Kreditvurdering	A11	A05	A05	A07	A08	
Regnskabsafslutning	30-04-2009	30-04-2008	30-04-2007	30-04-2006	30-04-2005	

kilde: <http://www.nnerhverv.dk.esc-web.lib.cbs.dk/Result.asp>