

Strategisk analyse samt værdiansættelse af Cimber Sterling A/S

Udarbejdet af

Morten Krogh Jensen

Michael Jespersen



Vejleder: Niels Vendelbo

Afleveringsdato: 17. maj 2010

Hovedopgave nr. 111



Indhold

1. Executive summary	4
2. Indledning	5
2.1 Problemstilling	6
2.2 Problemformulering	7
2.3 Afgrænsning	8
2.4 Metode	9
2.5 Dataindsamling og kildekritik	13
3. Virksomhedsbeskrivelse	15
3.1 Cimber Sterling A/S - Historie	15
3.1.1 Begyndelsen på Cimber	15
3.1.2 Sterling transaktionen	16
3.2 Cimber Sterling A/S - I dag	17
3.2.1 Vision	17
3.2.2 Strategi	18
3.2.3 Forretningsmodel	19
3.3 Forretningsgrundlag samt ejer- og kapitalforhold	20
3.3.1 Økonomi	20
3.3.2 Ejer- og kapitalforhold	21
4. Strategisk analyse	22
4.1 Omverdensanalyse	22
4.1.1 PESTEL	22
4.1.2 Delkonklusion på omverdensanalyse	33
4.2 Brancheanalyse	33
4.2.1 Porters Five Forces	34
4.2.2 Strategic Groups	43
4.2.3 Konkurrentanalyse (sammenligning af nøgletal for vækst)	47
4.2.4 Delkonklusion på brancheanalyse	48
4.3. SWOT – Opsummering på strategisk position	49
4.3.1 Styrker og svagheder	49
4.3.2 Muligheder	51
4.3.3 Trusler	51
4.3.4 Cimbers strategiske position	52
4.4 Mulige strategiske retninger for Cimber Sterling A/S	53
4.4.1 Porters generiske strategier / Strategic clock	53
4.4.2 Ansoff's vækstmatrice	54
4.4.3 Organisk vækst kontra strategiske alliancer og fusion/opkøb	57
4.4.4 Delkonklusion på strategiske muligheder	58
5. Regnskabsanalyse	59
5.1 Rentabilitetsanalyse	59
5.1.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)	60
5.1.2 Finansiell gearing	61
5.1.3 Afkastningsgrad (ROIC)	62
5.1.4 Overskudsgraden (OG)	63



5.1.5 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	64
5.1.6 Delkonklusion på rentabilitetsanalyse	65
5.2 Estimering af kapitalomkostninger (WACC).....	65
5.2.1 Kapitalstruktur.....	65
5.2.2 Afkastkrav til fremmedkapital.....	67
5.2.3 Afkastkrav til egenkapital	67
5.2.4 Beregning af WACC	69
6. Budgettering	70
6.1 Fastlæggelse af budgetperiode	70
6.2 Prognose for fremtidigt Cash Flow.....	70
6.2.1 Budgetforudsætninger	71
6.2.2 Budget for fremtidigt Cash flow	75
7. Værdiansættelse	76
7.1 Værdiansættelse ved den tilbagediskonterede Cash Flow model	76
7.2 Følsomhedsanalyse på ændringer i omsætning / g, OG, AOH, og WACC	77
7.2.1 Ændring i omsætningsvækst / g (vækstrate)	77
7.2.2 Ændring i OG	78
7.2.3 Ændring i AOH	78
7.2.4 Ændring i WACC.....	79
7.3 Sammenligning af beregnet og faktisk værdi af aktie i Cimber Sterling A/S.....	79
7.3.1 Delkonklusion på værdiansættelse	80
8. Hovedkonklusion.....	81
8.1 Konklusion	81
8.2 Perspektivering.....	82
9. Litteraturoversigt.....	84
9.1 Faglitteratur.....	84
9.2 Regnskabsmaterialer og lignende	84
9.3 Øvrige rapporter	85
9.4 Avis og internetartikler.....	85
9.5 Andre medier	86
9.6 Diverse.....	86
10. Bilag.....	87
10.1 Bilag 1 – Forklaring af tekniske udtryk/betegnelser (uddrag):	87
10.2 Bilag 2 – Cimber Sterling A/S flyflåde	88
10.3 Bilag 3 – SAS rutenet	89
10.4 Bilag 4 – Konkurrentanalyse med beregnede nøgletal	90
10.5 Bilag 5 – Reformuleret resultatopgørelse.....	91
10.6 Bilag 6 – Reformuleret balance.....	92
10.7 Bilag 7 – Reformuleret egenkapitalopgørelse	93
10.8 Bilag 8 – Budgetforudsætninger	94
10.9 Bilag 9 – Oversigt over afsnit	95



1. Executive summary

The main purpose of this report is to perform a strategic analysis, with focus on the future strategic options, and valuation of the Danish airline Cimber Sterling A/S.

Cimber Sterling in its present form is the result of the transaction in the end of 2008, where Cimber bought a series of rights as well as routes, from the bankrupt company Sterling A/S, and the recent introduction on the stock market in December 2009. An introduction which did not go as planned, with 2 negative adjustments within 3 months to expected EBIT of 2009/10, and a 70 per cent reduction in company value, as a result.

Through a strategic analysis it is shown that Cimber Sterling A/S' main strengths is the newly achieved risk diversity and the flexible air fleet, but also shows a company with a considerably financial risk. The opportunity for Cimber Sterling lies in the potential future increase in demand, while the extreme competition for market share is a real threat, especially due to the current financial crisis.

The future strategic options for Cimber Sterling have been narrowed due to the poor financial performance since the stock introduction, which has put a big pressure on the normal cash flow, and forced the company to focus on optimization of the existing capacity.

Based on the fundamental analysis and an analysis of the historic financial performance a valuation has been made. Based on the FCFF valuation model Cimber Sterling's share price has been estimated to 5,48 DKK. This indicates that the share is underrated, but based on a sensitivity analysis it is shown that just small changes to the underlying assumptions such as the growth rate or WACC, causes big changes to the estimated price. Especially changes to the EBIT-margin, causes big fluctuations in the share price.

Therefore the main conclusion of this thesis is not a bullet proof recommendation of the Cimber Sterling share, but more a recognition of the possibilities for the company in the future, if they can manage the current situation regarding to the financial crisis and drop in demand etc.

So if Cimber Sterling can make the normal operations profitable, there is good potential in the company, but yet they need to show that it is possible to do this.



2. Indledning

Det danske luftfartsselskab Cimber Sterling A/S, med base i Sønderborg, har siden børsintroduktionen d. 1. december 2009 levet en omtumlet tilværelse i mediebilledet. På 3 måneder har flyselskabet nedjusteret sine forventninger til sit resultat for regnskabsåret 2009/2010 intet mindre end 2 gange. Første gang d. 17. december 2009, bare 17 dage efter introduktionen, hvor resultatet blev nedjusteret til et underskud på 60 mio. kr., og senest d. 24. februar 2010, hvor det forventede underskud blev yderligere forværret til et underskud i størrelsesordenen 200-220 mio. kr.

Udover den problematiske start på Københavns Fondsbørs, har Cimber Sterling A/S samtidig kæmpet med dårlig omtale, som følge af en række uheldige handlinger fra visse nøglemedarbejdere, som valgte at opkøbe 1 kr. billetter fra konkurrenten Norwegian, under fiktive navne.

Aktionærerne har reageret prompte og således har selskabet siden børsintroduktionen, tabt omkring 70 procent af sin værdi, hvilket har medført en del usikkerhed omkring den reelle værdi af virksomheden.

Da Cimber Sterling A/S 1. december 2009 blev børsnoteret, kostede aktierne 10 kr. stykket. Den 25. februar 2010 lå de på 3,15 kr., hvilket er under en tredjedel af den oprindelige pris og mange eksperter mente derfor, at der var en begrundet risiko for selskabets kollaps.¹

Siden bunden, ultimo februar 2010, har kursen dog rettet sig en smule op bl.a. som følge af offentliggørelsen af positive trafik tal for januar/februar, hvor selskabet kunne præsentere en stigning i såvel antallet af passagerer, som en bedre udnyttelse af kapaciteten.²

På baggrund af den turbulente tid efter aktieemissionen fremstår Cimber Sterling A/S i dag, som en yderst interessant virksomhed at analysere, med henblik på en reel vurdering af virksomhedens strategiske muligheder samt værdi.

¹ Kilde: <http://borsen.dk/finans/nyhed/177512/> artikel af d. 25.2.2010 i Børsen online

² Kilde: Selskabsmeddelelse nr. 30/2010 – Trafiktal – Januar/Februar 2010 af d. 5/3 2010 på www.cimber.dk

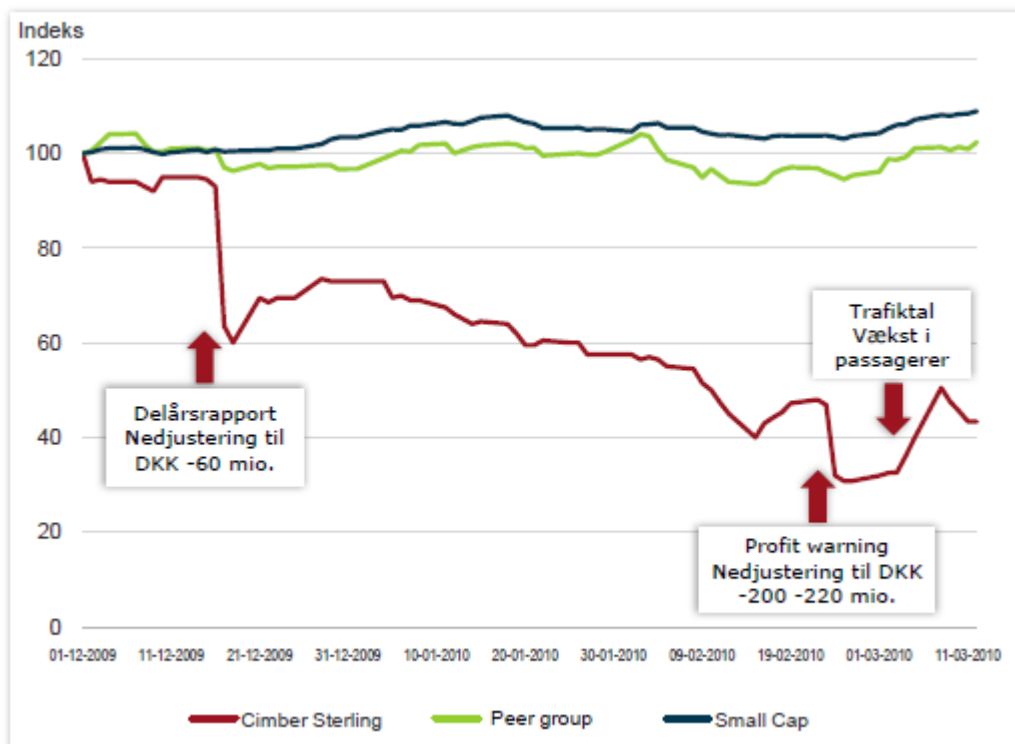


2.1 Problemstilling

Cimber Sterling A/S har i sin nuværende form kun eksisteret siden efteråret 2008, hvor virksomheden valgte at opkøbe dele af det konkursramte selskab Sterling A/S. Efter transaktionen har virksomheden oplevet massiv vækst, men har også mødt utallige nye udfordringer.

Omkring samme tidspunkt, som Sterling transaktionen, startede den globale finansielle krise, som bl.a. medførte vigende efterspørgsel på markedet for flytrafik og som øgede kravene til virksomhedernes finansielle beredskab.

Samtidig har antallet af aktører på det danske indenrigs og udenrigs luftfartsmarked været stigende. Presset på priserne har formentlig aldrig været større, som følge af især den øgede konkurrence fra lavprisselskaberne.



Kilde: Cimber Sterling A/S, Præsentation af periodemeddelelse for 3. Kvartal 2009/10, s. 25

Som det ses af ovenstående graf, har der været store udsving i Cimber Sterling A/S' aktiekurs, hvilket har medført en del usikkerhed omkring selskabets reelle potentiale samt værdi.



2.2 Problemformulering

Set i lyset af de seneste års øgede konkurrence i den europæiske luftfartsbranche, Cimber Sterling A/S' omdiskuterede børsintroduktion samt den kendsgerning at selskabet indenfor de seneste år har overtaget dele af det konkursramte selskab Sterling A/S, defineres denne hovedopgaves formål, ud fra følgende spørgsmål:

Hvilke strategiske muligheder har Cimber Sterling A/S, samt hvad er selskabets aktie værd pr. 31.marts 2010?

Dette søges afdækket gennem en strategisk analyse, hvor følgende delspørgsmål søges besvaret:

- 1) Hvilke eksterne faktorer påvirker luftfartsindustrien?
- 2) Hvordan er konkurrencesituationen på det danske marked for luftfartstrafik?
- 3) Hvilke styrker/muligheder og svagheder/trusler er der ift. Cimber Sterling A/S?
- 4) Hvad er de mulige strategiske retninger for Cimber Sterling A/S?

Yderligere foretages en generel værdiansættelse baseret på ovenstående, samt henholdsvis en regnskabsanalyse og budgetlægning, hvor følgende delspørgsmål søges besvaret:

- 1) Hvordan har Cimber Sterling A/S' finansielle nøgletal været historisk?
- 2) Hvad er Cimber Sterling A/S' vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)?
- 3) Hvilke forventninger kan stilles til Cimber Sterling A/S' økonomiske resultater i fremtiden?
- 4) Hvad er Cimber Sterling A/S' værdi i markedet?



2.3 Afgrænsning

Idet denne opgave er bygget op omkring en investor synsvinkel, baseres den udelukkende på offentlig tilgængelig information. Af denne årsag er opgaven afgrænset fra de interne forhold og disse er derfor ikke forsøgt analyseret, på baggrund af teoretiske modeller.

Opgaven er baseret på information, som var tilgængeligt d. 31. marts 2010, hvorfor det er den faktiske kurs på denne dato, som den beregnede værdi af aktiekursen holdes op imod. Hændelser som er indtruffet efter denne dato, er derfor ikke medtaget i analyserne samt beregningsgrundlaget.

Denne opgave er på grund af plads- og omfangsmæssige årsager samt manglende informationer, afgrænset til at se bort fra Cimber Sterling A/S' forretningsområde som kapacitetsudbyder i form af deres leasingaktiviteter. Disse relaterer sig dog stadig til flydriften, hvorfor selskabets omsætning er set som en samlet enhed. Derudover har det ikke været muligt at skaffe information omkring de enkelte forretningsområder, Indenrigs, Charter, og Fokuserede europæiske destinationer og disses andel af den samlede omsætning, hvorfor en meningsfyldt opdeling ikke har kunnet foretages.

I afsnittet omkring metode vil de teoretiske modeller, der anvendes i opgaven blive gennemgået. Løbende igennem opgaven vil der blive henvist til teori, som er relevant i forhold til udregninger og analyser. Det forudsættes at læseren af denne afhandling har kendskab til de grundlæggende teorier og modeller, hvorfor disse ikke er beskrevet detaljeret.

Den foretagne konkurrentanalyse er afgrænset til at være en sammenligning af primære nøgletal for vækst. Det antages at SAS og Norwegian, som de to næststørste spillere på de danske indenrigsruter³, er Cimber Sterling A/S' største konkurrenter.

³ Jf. den strategiske analyse (P5F), s. 42



2.4 Metode

I dette afsnit beskrives de metoder og modeller, som danner grundlag for besvarelsen af opgavens problemformulering og underliggende delspørgsmål.

Målgruppe

Denne opgave er bygget op omkring en investorsynsvinkel. Den primære målgruppe er vores vejleder og censor samt medstuderende, mens den sekundære målgruppe er nuværende og potentielle investorer i Cimber Sterling A/S.

Opgavens struktur

Denne opgave er bygget op omkring nedenstående overordnede struktur:



Kilde: Egen tilvirkning (viser opdeling på de respektive kapitler iht. indholdsfortegnelsen)

I det indledende afsnit defineres opgavens problem og formål, der oplistes de faktiske afgrænsninger, samt der defineres hvilke teorier og modeller, som vil blive benyttet.

Herefter gives der en kort introduktion til virksomheden Cimber Sterling A/S, både den historiske baggrund samt selskabets nuværende struktur.



Med udgangspunkt i beskrivelsen foretages henholdsvis en strategisk analyse og en regnskabsmæssig analyse, for at kunne evaluere på selskabets strategiske position og performance.

Disse to analyser danner grundlag for fastlæggelse af budget for Cimber Sterling A/S' fremtidige Cash Flow, som er nødvendigt for, at kunne lave den endelige værdiansættelse af virksomheden.

I forbindelse med selve værdiansættelsen, er der foretaget en række følsomhedsbetragtninger, som igen er med til at danne grundlag for den overordnede konklusion, idet relativt små ændringer i budgetforudsætningerne kan betyde en stor forskel i den beregnede aktiekurs.

Strategisk analyse⁴

Den strategiske analyse har til formål at fastlægge Cimber Sterling A/S' overordnede strategiske position og muligheder, samt at identificere de ikke-finansielle værdidrivere, som skal danne grundlag for budgetlægningen.

PESTEL

Idet luftfartsbranchen er påvirket af utrolig mange eksterne faktorer, er PESTEL modellen fundet velegnet til omverdensanalyse, da modellen kortlægger de politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer af betydning for Cimber Sterling A/S.

Porters Five Forces

Til analyse af luftfartsbranchen benyttes Porters Five Forces. Modellen analyserer branchens attraktivitet ud fra henholdsvis forhandlingsstyrken overfor leverandører og kunder, truslen fra nye indtrængere og substituerende produkter samt konkurrenceintensiteten.

Strategic Groups

Til at belyse de strategiske og selskabsmæssige grupperinger i luftfartsindustrien er modellen Strategic Groups inddraget. Grundlaget for dette er betragtningen omkring de to yderpunkter blandt flyselskaber, nemlig i form af netværksselskaber og lavprisselskaber (LCC). I modellen er der taget

⁴ De benyttede modeller og teorier i den strategiske analyse stammer fra "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008 (præcise kildehenvisninger forefindes ved hver enkelt delanalyse)



udgangspunkt i SAS og Norwegian, men disse repræsenterer blot de 2 grupper henholdsvis netværksselskaber og LCC selskaber.

Konkurrentanalyse

For bedst muligt at kunne vurdere Cimber Sterling A/S' fremtidige vækstpotentiale, er der foretaget en analyse af 3 vigtige luftfartsspecifikke nøgletal for vækst. Dette er foretaget, som en sammenligning af Cimber Sterling A/S og de to største konkurrenter, SAS og Norwegian.

Ud fra en generel betragtning omkring konkurrencen på det danske indenrigsmarked antages det, som tidligere nævnt, at SAS og Norwegian er Cimber Sterling A/S' største konkurrenter.

Analysen er baseret på det nyeste tilgængelige trafikdata, som er for februar 2010 holdt op imod februar 2009.

SWOT

Som opsummering på de strategiske analyser er benyttet en SWOT model, hvor de væsentligste styrker, svagheder, muligheder og trusler beskrives. På baggrund af SWOT er Cimber Sterling A/S' strategiske position således fastlagt.

Strategic Clock samt Ansoff's vækstmatrice

Til at vurdere Cimber Sterling A/S' fremtidige strategiske muligheder, er henholdsvis Strategic Clock samt Ansoff's vækstmatrice anvendt. Dette er gjort for at anskueliggøre de faktiske muligheder indenfor en teoretisk modelramme, samt for at fastlægge den optimale fremtidige strategiske retning for virksomheden.

Regnskabsanalyse

Det primære formål med den regnskabsmæssige analyse, er at få belyst udviklingen⁵ i de finansielle nøgletal og dermed sammen med den strategiske analyse, danne grundlag for budgetteringen af det fremtidige Cash Flow.

⁵ Udvikling = Trend, niveau og styrke



Regnskabsanalysen udarbejdes på grundlag af de seneste 3 års regnskabstal, samt halvårsregnskab for 2009/10. Regnskaberne i perioden er alle aflagt eller tilrettet efter IFRS, hvorfor de er direkte sammenlignelige. Analyseperioden på 3½ år vurderes at være tilstrækkelig til at danne grundlag for en vurdering af Cimber Sterling A/S' fremtidige indtjeningspotentiale, idet selskabet er ændret væsentligt i struktur efter Sterling transaktionen, i december 2008, hvor nye forretningsområder, som eksempelvis Ferierejser er blevet tilføjet.

Til brug for rentabilitetsanalysen er udarbejdet reformulerede data, i form af resultatopgørelse, balance samt egenkapitalopgørelse, med henblik på at opsplitte drifts- og finansieringsrelaterede aktiviteter. I analysen dekomponeres egenkapitalens forrentning (ROE), i form af henholdsvis afkastningsgraden med de underliggende drivere, overskudsgraden (OG), aktivernes omsætningshastighed (AOH), samt den finansielle gearing.

Budgettering

På grundlag af valget af værdiansættelsesmodellen FCFF⁶, er der opstillet budget for en 5-årig periode med tilhørende terminalværdi.

Budgettet er udarbejdet med udgangspunkt i Jens O. Elling & Ole Sørensens model til budgetopbygning⁷. De enkelte forudsætninger for value driverne er estimeret på baggrund af den strategiske analyse og regnskabsanalyse.

Værdiansættelse

Det endelige output af de tidligere nævnte analyser er den egentlige værdiansættelse, som har til formål at beregne værdien af Cimber Sterling A/S, på baggrund af det estimerede Cash Flow.

I denne opgave er det valgt at benytte den kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodel FCFF⁸ til beregning af virksomhedsværdien. Dette stiller naturligvis krav om opstilling af budget med terminalværdi, hvor der anvendes en konstant vækstrate (g), samt estimering af de vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC).

⁶ For begrundelse af valg se afsnit om værdiansættelse

⁷ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Gjellerup 2005, s.225

⁸ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Gjellerup 2005, s.42



Valget af værdiansættelsesmodel, baseres på henholdsvis modellens vide udbredelse i praksis⁹, idet den ikke fordrer eksplicitte forecasts af de netto finansielle forpligtelser, samt at den giver et estimat af virksomhedens værdi, ud fra en række forudsætninger og dermed er let anvendelig til formålet.

Opdeling af afsnit

Idet denne hovedopgave er skrevet af 2 personer, skal det klart angives, hvilke afsnit der er skrevet af hvem. Derfor er der udarbejdet en samlet oversigt over de dele af opgaven, som er skrevet af kun den ene¹⁰.

Overordnet set er opgaven dog udtryk for en fælles produktion og samtlige dele af opgaven har været genstand for fælles diskussion.

2.5 Dataindsamling og kildekritik

Til besvarelse af denne hovedopgaves problemformulering og de deraf følgende underspørgsmål, er der udelukkende benyttet offentligt tilgængeligt datamateriale og information.

Det udarbejdede børsprospekt i forbindelse med Cimber Sterling A/S' aktieemission, ultimo 2009, har været en væsentlig informationskilde, men også diverse årsrapporter og kvartalsregnskaber fra både Cimber Sterling A/S og deres konkurrenter er blevet brugt. Kendetegnende for alle disse kilder er, at virksomheden selv har med været med i udarbejdelsen af dem. Det har derfor været nødvendigt, at forholde sig kritisk til disse, da virksomheden kan have en tilbøjelighed til at præsentere diverse resultater og budskaber i et mere positivt perspektiv. Da både børsprospektet, årsrapporterne og kvartalsregnskaberne er officielle rapporter, vurderes det dog, at disse er forholdsvis objektive og dermed valide.

Endvidere er der benyttet artikler fra forskellige medier i den danske presse. Det har været vanskeligt at vurdere validiteten af disse artikler, da journalister mange gange ikke er 100 % objektive og kan ofte have en skjult dagsorden. Det samme er gældende for de aktieanalyser, der er benyttet. Dette har medvirket til, at vi har måttet forholde os kritiske til disse artikler og analyser og har

⁹ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen, "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", Gjellerup 2005, s.42

¹⁰ Se bilag 9



som følge af dette, forsøgt at benytte artikler fra mere end blot én enkelte publikation. Yderligere er der kun benyttet artikler fra anerkendte og respekterede tidsskrifter og internetsider. Dette har medført at de indsamlede artikler og analyser vurderes til at være anvendelige.

Derudover er der benyttet data fra diverse anerkendte brancheorganisationer indenfor luftfartsbranchen, som eksempelvis IATA og AEA, som vurderes at være tilstrækkelig valide, om end de naturligvis repræsenterer flyselskaberne i særdeleshed.

Hvad angår bøger der omhandler teorier indenfor denne hovedopgaves fagområder, er der udelukkende benyttet litteratur, som har været eksamens pensum på HD 1. del samt HD (R) på Copenhagen Business School siden 2005. Det vurderes derfor, at denne litteratur er tilpas valid og anvendelig.



3. Virksomhedsbeskrivelse¹¹

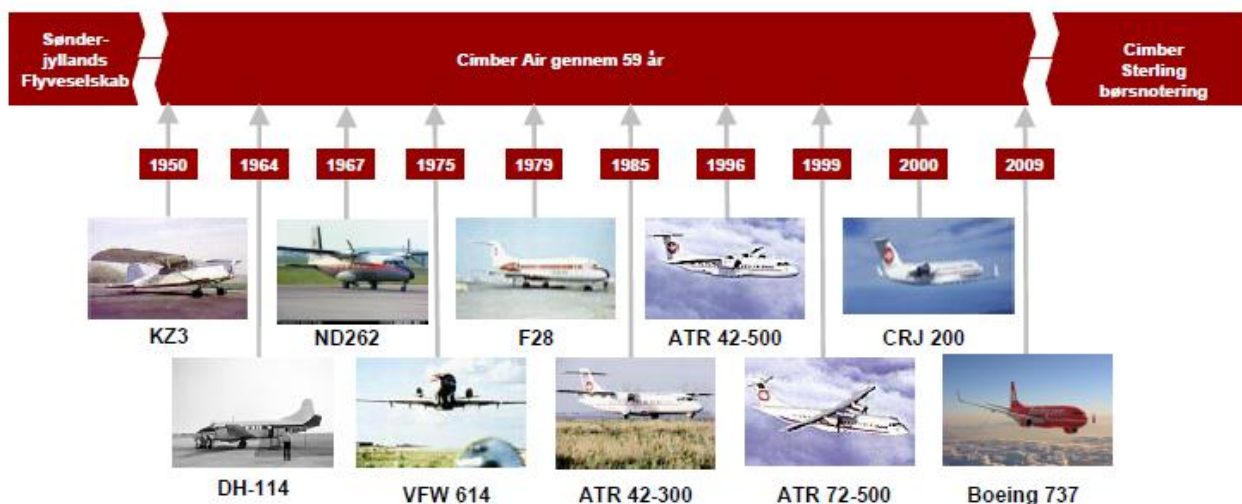
I de efterfølgende afsnit vil Cimber Sterling A/S (herefter Cimber) meget kort og overordnet blive beskrevet, for at give en introduktion til selskabet, samt det forretningsområde virksomheden operere på. Der vil i den strategiske analyse af selskabet, blive gået mere i dybden med relevante temaer.

3.1 Cimber Sterling A/S - Historie

3.1.1 Begyndelsen på Cimber

Cimbers første aktiviteter kan føres tilbage til Ingolf L. Nielsen, som i 1949 var ansat som både pilot og mekaniker ved det, der dengang hed Sønderjyllands Flyveselskab i Rødekro. Året efter købte Ingolf L. Nielsen selskabet, som senere skulle blive til Cimber Sterling A/S.

Selskabets aktiviteter bestod fra begyndelsen primært af luftfotografering og rundflyvning i Danmark mv., men blev henover de efterfølgende år udvidet med traditionel indenrigsflyvning.



Kilde: Præsentation fra pressemøde d. 12. november 2009 i forbindelse med offentliggørelsen af Cimber Sterling A/S på børsen, tilgængelig på www.cimber.dk

¹¹ Virksomhedsbeskrivelsen er primært baseret på data fra Cimber Sterling A/S børsprospekt af d. 12. november 2009



Siden er der sket en løbende udvikling med tilføjelse af nye ruter, samt nye flytyper. I 2008 blev en del af konkursboet efter Sterling Airlines A/S (herefter Sterling) overtaget og i den forbindelse også en række udenrigsruter, samt de store Boeing 737 fly¹².

Cimbers rutenet blev landsdækkende i Danmark i september 2008, hvor ruten København-Århus blev tilføjet og siden da har Cimber befløjet samtlige væsentlige indenrigsruter i Danmark.

Cimber er i Danmark et velrenommeret firma, hvilket understøttes af den kendsgerning, at der i hele selskabets mere end 50-årige levetid, kun har været en enkelt arbejdsnedlæggelse blandt de ansatte. En kendsgerning der selvfølgelig også er et vigtigt fundament for en virksomhed i en branche, hvor det ikke er atypisk med strejker¹³.

3.1.2 Sterling transaktionen

Den 3. december 2008 blev det offentliggjort at Cimber, havde købt dele af aktiverne fra konkursboet efter Sterling. Købesummen udgjorde ca. kr. 9 millioner og indeholdt bl.a. den tekniske dokumentation og manualer for opretholdelse af et certifikat til B737, alle brands og varemærker, domænenavne, kundedatabase og slot-rettigheder¹⁴.

Med købet af Sterling rettighederne har Cimber, som tidligere nævnt, øget sin andel af udenrigsruter for især det private ferierejse-segment, således at Cimber efterfølgende har væsentligt flere flyvninger på udenrigsruter end indenrigs.

En af bevæggrundene for at overtage Sterling aktiviteterne, var muligheden for, at foretage en sæsonudjævning – både henover året, men også henover dagene i ugen, samt i løbet af de enkelte dage. Dette gjorde Cimber for at opnå en bedre udnyttelse af den eksisterende kapacitet, i form af fly såvel som medarbejdere.

Og som det ses af nedenstående grafer, er denne udjævning indtil videre lykkedes for Cimber, idet udsvingene er blevet mindsket. Fra en nedgang på 23% og 24% i henholdsvis sommerperioden i 2007 og 2008 til en nedgang på bare 1% i 2009.

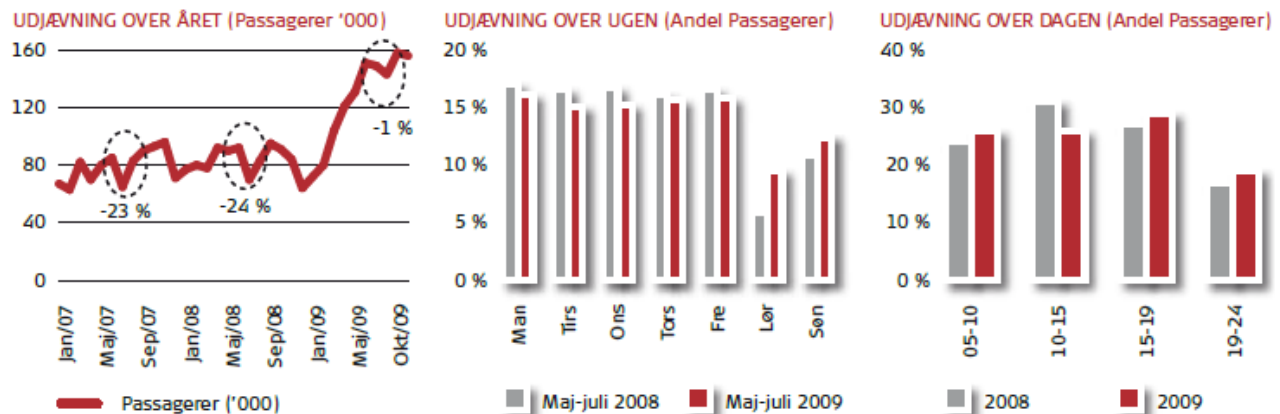
¹² Selve Sterling transaktionen beskrives i det efterfølgende afsnit

¹³ Kilde: <http://politiken.dk/erhverv/article293036.ece>

¹⁴ Se bilag 1 (Definitioner)



Udjævning af sæsonudsving over året, ugen og enkelte dage



Kilde: Cimber Sterling

Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, tilgængelig på www.cimber.dk

En anden fordel ved opkøbet af Sterling rettighederne er, at Cimber nu i endnu højere grad har opnået en yderst fleksibel flyflåde, i kraft af de forskellige flytyper, som kan indsættes på de enkelte ruter efter behov.

3.2 Cimber Sterling A/S - I dag

Overordnet, og kort fortalt, er Cimber i dag et dansk luftfartsselskab med hovedkontor i Sønderborg. De har lidt mere end 850 ansatte, ca. 1.000 flyvninger om ugen, ca. 2,2 millioner passagerer om året og har en flyflåde bestående af 28 fly, hvoraf de 10 er ejet. For sommeren 2010 har selskabet i alt 54 ruter, hvoraf de 6 er indenrigs.

I det efterfølgende afsnit vil Cimbers nuværende vision, strategi og forretningsmodel inkl. de seneste procesoptimerende aktiviteter, kort blive gennemgået.

3.2.1 Vision

I forbindelse med købet af rettigheder mv. fra Sterling er Cimbers fokusområde skiftet - fra tidligere udelukkende at være et dansk og regionalt flyselskab, til i dag at være et europæisk luftfartsselskab med base i Danmark.¹⁵

¹⁵ Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 33, tilgængelig på www.cimber.dk



Cimbers overordnede vision er at være Danmarks førende luftfartsselskab. En vision, som skal opnås via følgende fokusområder, Markedsleder på det danske marked for indenrigsflyvning, Fokuseret luftfartsselskab til europæiske storbyer, samt at være Det foretrukne luftfartsselskab i Danmark for privatrejsende.

Cimber Sterlings Vision



Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, tilgængelig på www.cimber.dk

3.2.2 Strategi

Efter opkøbet af rettighederne fra Sterling har Cimber justeret sin strategi, således at de i dag ser sig selv som et hybrid-selskab. Dette vil sige, at de både kan agere som netværksselskab med forbindelsestrafik, men også som lavprisselskab selskab kendetegnet ved Point-to-Point ruter og en lav omkostningsbase.¹⁶ De to typer af flyselskaber beskrives mere detaljeret i Strategic Groups analysen.

Med Sterling transaktionen har selskabet skabt et solidt fundament for den vækststrategi, der skal gøre, at Cimber kan leve op til deres vision om blive Danmarks førende luftfartsselskab.

For at understøtte den overordnede strategi har Cimber valgt at sammensætte deres flyflåde, med en kombination af store og små fly, for på den måde at have den største fleksibilitet i forhold til ruteplanlægning mv. Flyflåden består af henholdsvis 9 mindre ATR turbopropelfly, 13 CRJ200 regi-

¹⁶ Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, tilgængelig på www.cimber.dk

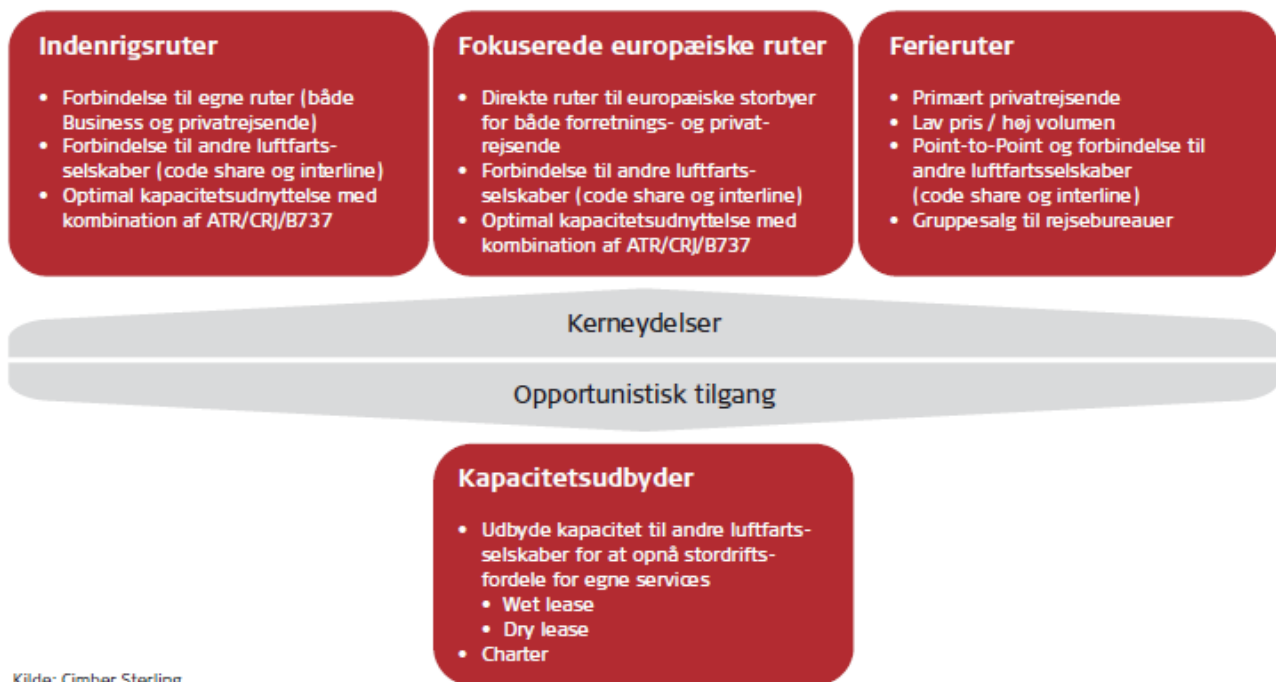


onale jets, samt 6 større Boeing 737'ere¹⁷. Ulempen ved denne fleksible flyflåde er naturligvis den formentlig medfølgende højere omkostningsbase, idet lavprisselskaberne typisk har en mere ensartet flyflåde, som eksempelvis Norwegian der pr. oktober 2009, kun opererer med 1 flytype, nemlig Boeing 737¹⁸ og dermed har lettere ved at optimere på denne.

3.2.3 Forretningsmodel

For at underbygge strategien har Cimber opdelt deres forretningsmodel i 3 hovedområder som underbygger visionen, nemlig: Indenrigsruter, Fokuserede europæiske ruter samt Ferieruter. Der ses jf. afgrænsningen, i denne opgave bort fra området omkring Cimber, som kapacitetsudbyder.

Cimber Sterlings forretningsmodel



Kilde: Cimber Sterling

Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, tilgængelig på www.cimber.dk

På indenrigsruterne er Cimbers kundekreds primært bestående af forretningsrejsende, mens den på de fokuserede europæiske ruter er en blanding af både Business og privatrejsende, hvor sæderne sælges efter det princip, at flyene først fyldes op med de privatrejsende, som bestiller i god tid før afgang, for til sidst at sælge de resterende sæder til forretningsrejsende, som typisk køber

¹⁷ Se bilag 2

¹⁸ Kilde: <http://www.norwegian.dk/om-norwegian/presse2/pressemeddelende>



billetter tættere på afgang. De typiske destinationer er storbyer, som Oslo, Rom, London, Barcelona og Paris.

Ferieruterne er hovedsagligt for privatrejsende, til deres foretrukne feriedestinationer, som Gran Canaria, Mallorca, Malaga og Kreta. På ferieruterne benyttes udelukkende de store B737 for at kunne tilbyde en lavere pris, via høj volumen og høj load factor.

Inden for det seneste år hvor konkurrencen er skærpet væsentligt, med et deraf følgende pres på priserne, har Cimber søsat to forretningsoptimerende projekter. Fokus er på henholdsvis salgsfremmende og omkostningsreducerende/lønsomhedsforbedrende aktiviteter, under navnene Odin og Thor. Aktiviteterne indeholder elementer, som ny prispolitik for servering, bagage og seating mv., reduktion af personaleomkostningerne hvor medarbejderne bl.a. har givet hensigtserklæring med tilsagn om en reduktion på 10 %, samt lukning af ikke-lønsomme ruter¹⁹.

3.3 Forretningsgrundlag samt ejer- og kapitalforhold

3.3.1 Økonomi

Som følge af bl.a. den øgede kapacitet, i form af udbudte flysæder og opstart af nye ruter, har Cimber de seneste regnskabsår oplevet en stigning i deres nettoomsætning, som især skyldes en stigning i antallet af passagerer. Fra 2006/07 til 2008/09 har Cimber øget omsætningen med mio. kr. 327, nemlig fra mio. kr. 970,8 til mio. kr. 1.287,8 hvilket er en stigning på 33,7%.

Men den øgede kapacitet har også medført højere omkostninger og har derved trukket resultatet i negativ retning. Eksempelvis er de variable produktionsomkostninger, som eksempelvis brændstof, flyvedligeholdelse, diverse afgifter og handling/catering med mere, steget fra mio. kr. 471,0 i 2006/07 regnskabsåret til mio. kr. 673,5 i 2008/09, hvilket er en stigning 42,9%. Da omkostninger fra 2006/07 til 2008/09 er steget relativt mere end omsætningen, har det derfor betydet at Cimber kom ud af regnskabsåret 2008/09 med et negativt resultat på mio. kr. 58,9.

Som følge af bl.a. det negative resultat i 2008/09 blev Cimbers egenkapital reduceret til mio. kr. 162,4 fra mio. kr. 203,0 i 2006/07. Dette niveau var egenkapitalen stort set også på ved regnskabsafslutningen i 2007/08. Virksomhedens forpligtelser beløber sig i alt på mio. kr. 927,8 i

¹⁹Kilde: Cimber Sterlings A/S, Periodemeddelelse for den 1. november 2009 – 31. januar 2010, s. 7



2008/08, fordelt på mio. kr. 455,0 i langfristet gæld og mio. kr. 472,8 i kort fristet gæld. Dette er en stigning på 38,1% fra 2006/07.

Ultimo 2009 gennemførte Cimber en aktieemission og blev derved børsnoteret på NASDAQ OMX. Nettoprovenuet blev på mio. kr. 250 og er bl.a. blevet brugt på at styrke egenkapitalen, nedbringe nettorentebærende gæld samt nedbringe leverandørkreditter. Risikoen for konkurs, blev i denne sammenhæng derved reduceret og Cimber havde efter 3. kvartalsregnskab en likvidbeholdning på mio. kr. 100 og en egenkapital på mio. kr. 280²⁰.

3.3.2 Ejer- og kapitalforhold

Før Cimbers børsintroduktion var selskabet en familieejet virksomhed bestående af 3 hoveaktionærer, henholdsvis Koch & Nielsen, Helenia Holding samt Bardin, hver ejende 33,3 %.

Aktionær	Antal aktier før Udbuddet	Ejerandel før Udbuddet	Ejerandel ved Minimums-udbud	Ejerandel ved Minimumsudbuddet og salg af samtlige Eksisterende Udbudte Aktier
Koch & Nielsen ApS Korshøj 2, DK-6440 Augustenborg Koch & Nielsen er ejet af Lone Marie Koch og familie. Lone Marie Koch er VP Product management i Cimber Sterling samt næstformand for Bestyrelsen og er desuden søster til de to øvrige Eksisterende Aktionærer	6.000.000	33,3%	18,9%	15,9%
Helenia Holding ApS Propelstien 2, DK-6400 Sønderborg Helenia Holding ApS er ejet af Hans Ingolf Nielsen og familie. Hans Ingolf Nielsen er bror til de to øvrige Eksisterende Aktionærer	6.000.000	33,3%	18,9%	15,9%
Bardin ApS Lufthavnsvej 2A, DK-6400 Sønderborg Bardin ApS er ejet af Jørgen Nielsen og familie. Jørgen Nielsen er medlem af Direktionen og Bestyrelsen og er desuden bror til de to øvrige Eksisterende Aktionærer	6.000.000	33,3%	18,9%	15,9%

Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 130, tilgængelig på www.cimber.dk

Med børsintroduktionen er Cimbers ejerstruktur ændret med antal små investorer samt to nye hovedinvestorer, nemlig Ree Kredit og B&MC Holding. Derfor er ejerforholdet for hovedaktionærerne i dag således: Bardin 13,2 %, Helenia Holding 13,2 %, Koch & Nielsen 13,2 %, Ree Kredit 11,0 %, B&MC Holding 6,6 %.

Det samlede udbud udgør 45.500.000 stk. aktier og det samlede antal aktionærer er steget fra ca. 1.000 ved emissionen til at udgøre ca. 4.000 d. 17/3-2010²¹.

²⁰ Kilde: Cimber Sterlings A/S, Periodemeddelelse for den 1. november 2009 – 31. januar 2010, s. 7

²¹ Kilde: Cimber Sterlings A/S, Periodemeddelelse for den 1. november 2009 – 31. januar 2010, s. 25



4. Strategisk analyse

I de følgende afsnit vil der, på basis af en række eksterne analyser, blive foretaget en opsummering af Cimbers muligheder og trusler i markedet, på basis af deres styrker og svagheder. Denne strategiske position vil herefter danne grundlag for en gennemgang af de fremtidige strategiske muligheder for selskabet.

4.1 Omverdensanalyse

Formålet med denne omverdensanalyse er at belyse de eksterne faktorer, som påvirker flybranchen, og dermed Cimber, men som de ikke har direkte mulighed for at påvirke. Dette søges gjort gennem en PESTEL analyse²².

4.1.1 PESTEL

PESTEL modellen anvendes til at analysere hvordan og i hvilket omfang, en branche påvirkes af udviklingen i relevante makroforhold. Analysen bygges op omkring en beskrivelse af de 6 dele, politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige påvirkninger. Alle som har forholdsmæssigt stor indflydelse på luftfartsindustrien, hvorfor modellen er et velegnet analyseværktøj.

Politisk

Liberalisering af luftfartsindustrien

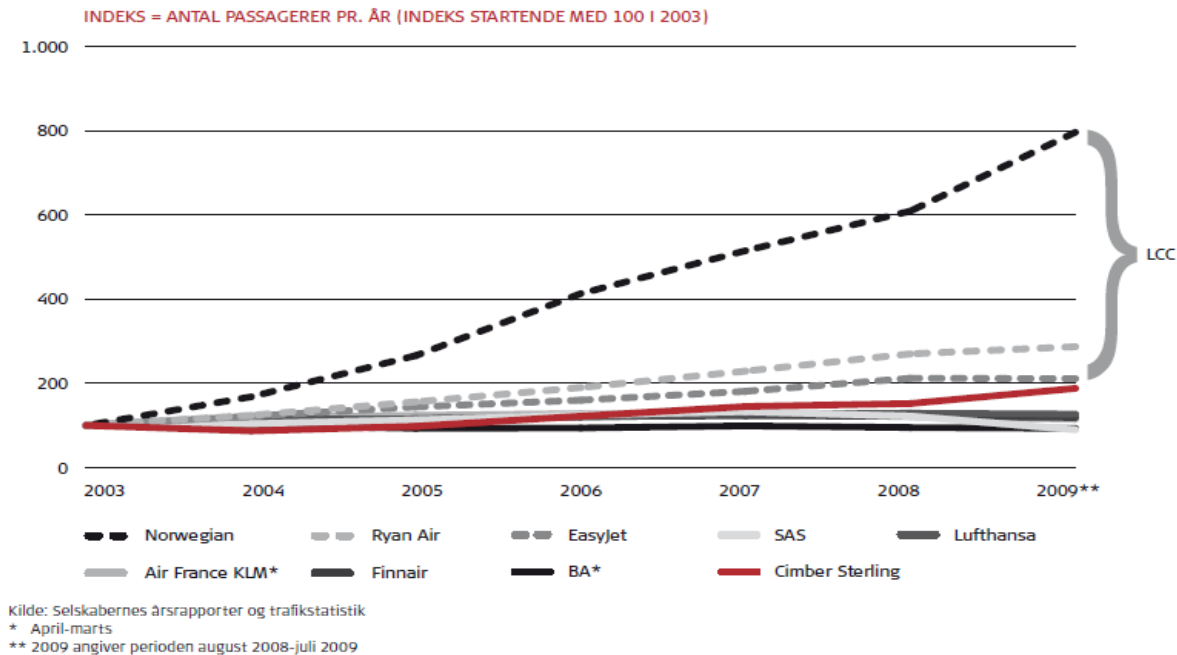
Luftfartsindustrien har altid været genstand for stor interesse fra politisk hold. I mange af de vestlige lande, herunder Danmark, findes statsejede nationale selskaber. Denne situation har naturligvis været en væsentlig barriere for den fri konkurrence, fordi disse selskaber har været beskyttet af statslige interesser og har dermed kunnet opretholde stærke positioner med meget høje markedsandele på hjemmemarkederne.

²² Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 55



Men siden 1990'erne er der sket en liberalisering af industrien, hvor passertrafikken i eksempelvis EU i 1993 blev frigivet. Dette er dog først rigtigt kommet til udtryk indenfor de seneste år, hvor især lavprisselskaberne har erobret betydelige markedsandele på det europæiske luftfartsmarked.

Passagertal for udvalgte europæiske flyselskaber med afgange til og fra Danmark



Kilde: Cimber Sterling A/S – Børsprospekt af d. 19. november 2009, s. 110

Denne trend har også været gældende på det danske marked for passagerluftfart, hvor selskaber som især Norwegian, men også Ryanair og Easyjet har haft de største vækstrater målt på passagertal. Imens har de traditionelle netværksselskaber stået i stampe eller haft decideret tilbagegang. En trend som ikke umiddelbart ser ud til at stoppe.

Skærpede krav til sikkerhed, som følge af eksempelvis terrorangreb

Der er i dag en hel stribe krav til sikkerheden i luftfartsbranchen. Sikkerhedskrav der siden terrorangrebet 9/11 har været et enormt fokus på fra politisk side. Det øgede fokus, samt intensiveringen af kravene, har naturligvis påvirket markedet for passagerflyvning negativt som følge af højere omkostninger og forlængede rejsetider.

Også utrygheden i befolkningen påvirker rejselysten i negativ retning, en utryghed som indtræffer hver gang, begivenheder af international karakter opstår. Dette var tilfældet i forbindelse med



9/11, men også eksempelvis udbruddet af SARS i 2003 og USA's invasion i Irak i 2003, har haft en negativ indflydelse.

I forlængelse af lignende internationale begivenheder vil de politiske holdninger og beslutninger være særdeles afgørende for de mulige meromkostninger i luftfartsindustrien.

Økonomisk:

Makroøkonomiske faktorer

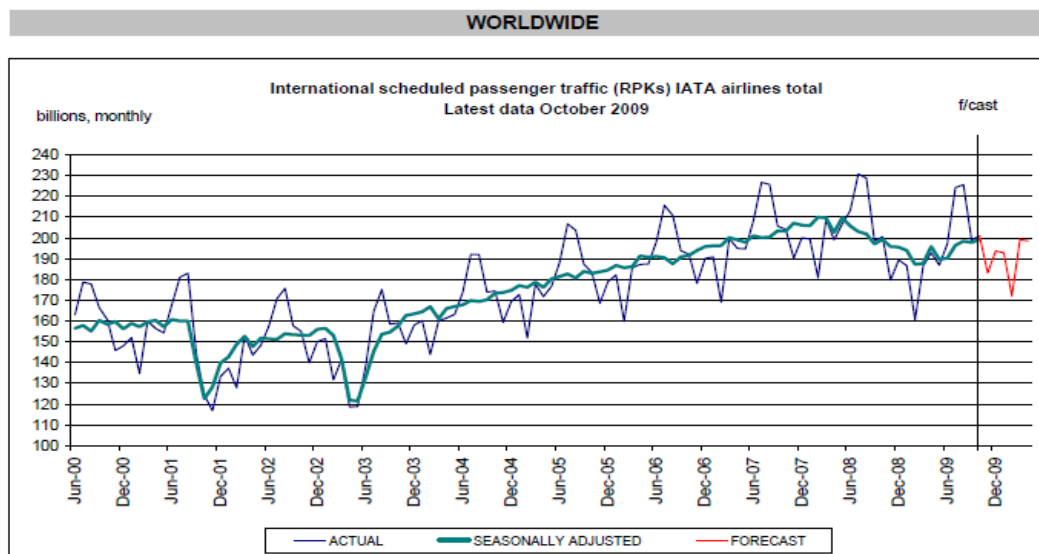
Luftfartsindustrien er kendetegnet ved at være cyklisk²³ og ved at være yderst konjunkturfølsom. Væksten målt på antal betalte fløjne passagerkilometre (RPK), er i høj grad korreleret med væksten i BNP. Set over en længere tidsperiode har væksten i RPK været cirka 1,5 gange højere end væksten i BNP, primært drevet af strukturelle ændringer såsom kraftig vækst blandt Lavprisselskaberne.²⁴

Den historiske udvikling indikerer dels, at efterspørgslen i luftfartsindustrien relativt hurtigt kan rette sig op i takt med, at den økonomiske krise fortager sig. Men for hver måned recessionen varer ved, vil det tage endnu længere tid at genvinde det tabte.

Bortset fra 1991 (Golfkrigen) og 2001 (terrorangrebet på USA), har der hvert år i de seneste 50 år været vækst i passagertrafikken. Denne trend er dog blevet brudt, som følge af den nuværende økonomiske krise, der i modsætning til de to tidligere nævnte begivenheder, ikke relaterer sig til bekymringer om sikkerhedssituationen. En økonomisk krise, der medførte, at banker og finansielle institutioner gik i betalingsstandsning i USA og Europa, hvilket medførte en mangel på risikovillig kapital. Dette afstedkom indskrænkninger i såvel virksomhedernes økonomiske dispositioner som i det private forbrug.

²³ Se nedenstående graf

²⁴ Kilde: Cimber Sterling A/S – Børsprospekt af d. 19. november 2009, s. 111



Kilde: International Scheduled Operations Traffic Analysis - IATA Economics 2009

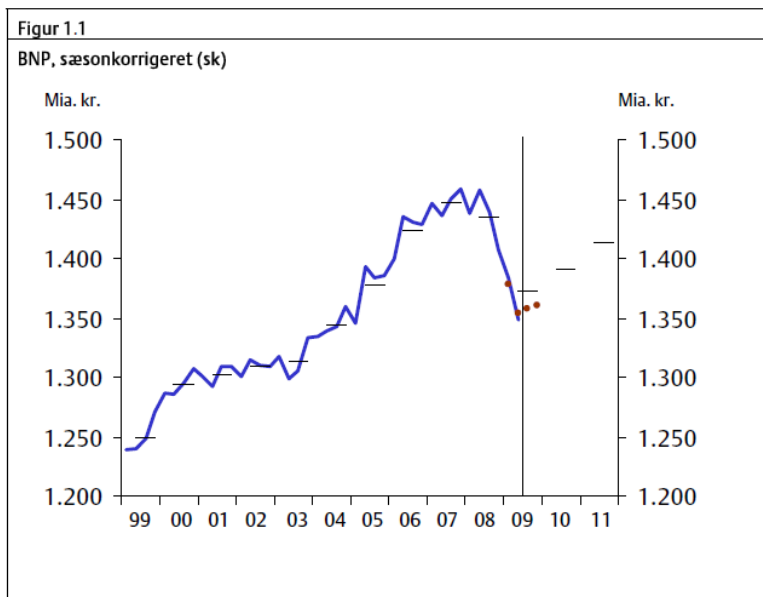
Nedgangsperioden i den globale økonomi og dermed RPK, i 2. halvdel af 2008 og 1. halvår af 2009, adskiller sig fra de tidligere nedgangsperioder, som var forårsaget af pludselig usikkerhed (terrorangrebet i 2001 og SARS-epidemien i 2003), ved mere konstante fald i RPK over en betydelig længere periode.

De seneste tal viser, at RPK i 2009 er faldet med 2,5 % i forhold til 2008 på verdensplan og med 3,3 % i Europa. Der er dog masser af tegn på bedring, i januar 2010 steg RPK med 6,9 % i forhold til januar 2009 på verdensplan og 3,1 % i Europa.²⁵

I forbindelse med IATA's offentliggørelse af statistik for den internationale ruteflyvning i januar 2010, kom IATA's generaldirektør og administrerende direktør, Giovanni Bisignani, med følgende udtalelse *"Efterspørgslen bevæger sig i den rigtige retning. 3,0 pct.s stigningen i luftfragten fra december til januar er særligt opmuntrende, og vi kan begynde at gå fremtiden i møde med en forsigtig optimisme. Men større volumen betyder ikke nødvendigvis bedre indtjening"*. Han påpeger samtidig, at flyselskaberne i krisetiderne har tabt, hvad der svarer til to-tre års vækst.²⁶

²⁵ Kilde: IATA: Monthly Traffic Analysis January 2010, side 1

²⁶ Kilde: <http://www.finansnyheder.dk/news/ShowNewsstory.aspx?StoryID=1091450>



Kilde: DK Nationalregnskab for 4. kvartal 2009, Finansministeriet (Stregerne i '10 og '11 angiver Forecast)

Ses der på udviklingen i det danske BNP (grafnen herover), under antagelse af, at den tidligere beskrevne globale sammenhæng mellem BNP og RPK også er gældende for udviklingen i Danmark og er anvendelig som indikator for den fremtidige udvikling, forventes der en moderat vækst i RPK på det danske marked fra begyndelsen af 2010. Med den estimerede udvikling i BNP fra 2009 til 2011 er der derfor begrundet håb om, at luftfartsbranchen i løbet af en kortere årrække kan rette sig op til niveauet før krisen.

Finansielle beredskaber

Den nuværende finansielle krise, har trukket lange spor på tværs af alle konjunkturfølsomme brancher og industrier, hvilket har gjort at banker og kreditinstitutter i høj grad, har øget deres fokus på virksomhedernes finansielle beredskaber.

Dette har haft den effekt, at kravene til flyselskabernes soliditet er steget og samtidigt har gjort det langt vanskeligere, at indhente nødvendig kapital til at finansiere deres drift i tider, der i forvejen er trængte.

Dette har naturligvis haft den dominoeffekt at virksomheder, der ikke har haft økonomiske midler til den fortsatte drift, har måttet lukke, som derved har lagt pres på deres samarbejdspartnere osv.

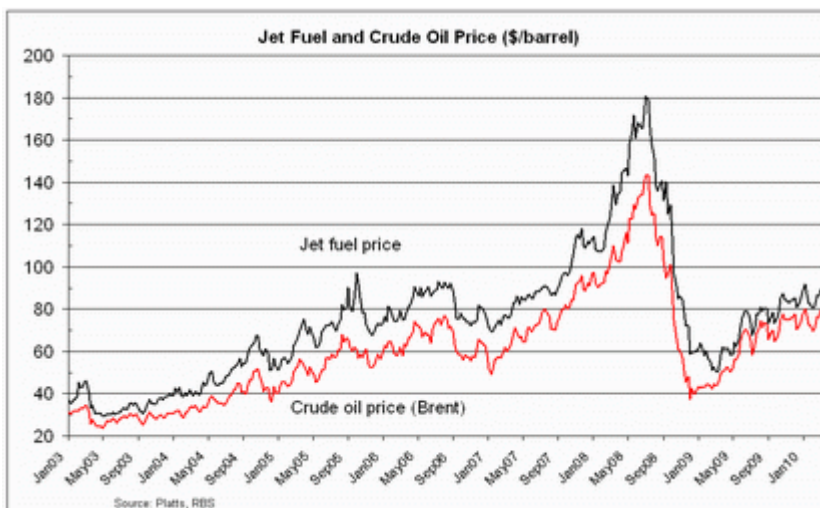


Antallet af konkurser i Danmark steg således i 2009 til historiske 5.879, som er en stigning på mere end 50% i forhold til året før.

Der er dog den positive side, at kurven over antallet af konkurser rent faktisk knækkede i december 2009, hvilket er første gang siden december 2007.²⁷

Brændstofpriser, valuta og tilgængelighed

En af de væsentligste faktorer for luftfartsselskabernes økonomiske performance er udviklingen i brændstofprisen. Derfor er luftfartsindustrien i høj grad påvirket af den volatile pris på brændstof, som skyldes en lang række underliggende faktorer som eksempelvis tilgængelighed. Flyselskaberne bruger derfor i vid udstrækning forskellige former for hedging, enten i form futures eller andre derivater, for at afdække deres risiko overfor de store udsving i brændstofpriserne.



Kilde: http://www.iata.org/whatwedo/economics/traffic_analysis.htm

Som det ses af ovenstående graf toppede priserne på flybrændstof omkring september 2008, hvilket vil sige lige før finanskrisen, men er efter et kraftigt fald begyndt at stige stødt igen fra midten af 2009, om end fra et væsentligt lavere niveau. Faldet i 2008 har naturligvis været gavnligt for luftfartsbranchen, på et tidspunkt hvor de i forvejen var presset. Men en løbende stigning i prisen fremover vil være naturligt at forvente, hvilket gerne skulle følge af en løbende vækst i den globale økonomi og dermed den generelle efterspørgsel.

²⁷ Kilde: <http://politiken.dk/erhverv/article873037.ece>



Brændstofprisen handles typisk i USD, og har derfor en yderligere dimension af risiko, i form af svingende valutakurser. Derfor søges denne som regel afdækket via eksempelvis futures. Dette betyder en yderligere udfordring for flyselskaberne i forhold til driften.

Sociokulturelle:

Privat- og forretningsrejsendes forbrugsmønstre

Flybranchen er, som så mange andre brancher, følsom overfor ændringer i forbrugsmønstre. Der skal dog i relation til flybranchen som helhed og Cimber i særdeleshed, sondres mellem ændringer indenfor de privat- og de forretningsrejsende.

I dag er der den væsentlige forskel mellem privat- og forretningsrejsende, at mens de privatrejserende er mere fokuseret på prisen, så er de forretningsrejsende både fokuseret på frekvensen af afgange, samt muligheden for at ændre afgangstidspunkt undervejs, på en allerede planlagt rejse, gebyrfrit.²⁸

Ændringer i forbrugsmønstre kan i høj grad, være direkte påvirket af den generelle økonomiske udvikling (som tidligere er beskrevet), hvor en højkonjunktur typisk vil medføre øget efterspørgsel på dyrere højkvalitets ydelser, mens der ved lavkonjunkturer, vil være mere efterspørgsel efter eksempelvis lavprismønstre.

Nationale / internationale forskelle i rejseadfærd

Der er generelt stor forskel på rejseadfærden på tværs af landegrænser, hvilket i særdeleshed er gældende inden for flyrejser. En kendsgerning som selvfølgelig er relevant i forhold til at vurdere et givent markeds potentiale, som eksempelvis det danske. Indbyggerne i Danmark og de øvrige skandinaviske lande rejser betydeligt mere med fly end indbyggerne i resten af Europa. Således var der i 2007 i EU-27 landene ifølge Eurostat 1,6 flyvninger pr. indbygger. Til sammenligning var der i Danmark 4,4 flyvninger pr. indbygger (Sverige 3,0; Norge 7,4; Finland 2,7).²⁹

²⁸ Kilde: CEO, Jakob Krogsgaard, på pressemøde i forbindelse med præsentationen af 3. kvartals regnskab for Cimber Sterling A/S d. 17. marts 2010

²⁹ Kilde: Cimber Sterling A/S – Børsprospekt af d. 19. november 2009, s. 114



Dermed ses det, at Danmark ligger i den høje ende, hvad angår flyrejsefrekvensen pr. indbygger. Men det ses også at der er et stykke vej op til lande som eksempelvis Norge, som med deres infrastruktur og lange afstande, har et naturligt behov for flytrafik.

Teknologisk

Brændstof reducerende flyvemaskiner

Den teknologiske udvikling på flymarkedet har specielt omhandlet reduktionen af flybrændstof (fuel), samt mulighederne for at benytte andre typer af brændstof end fuel. Dette er der primært to årsager til, nemlig at olieprisen er steget de seneste år³⁰ og derved har udgjort en større og større post i flyselskabernes budgetter. Derudover har det øgede miljø fokus fra græsrodsorganisationer, politikere samt den almindelige rejsende fået flyproducenter, som europæiske Airbus og amerikanske Boeing, til at udvikle nye flymotorer, der lever op til kravene fra flyselskabernes side om bl.a. fuel reduktion. Det vil sige, at der er en dobbelt siddet gevinst ved at udvikle brændstofbesparende flyvemaskiner, nemlig ved at der sker en mindre miljøbelastning, samtidig med at omkostningerne til fuel falder i form af et mindre forbrug.

Security service /check-in faciliteter

Det at flyve har i mange år været både besværligt og omstændigt, fordi hele set uppet fra booking af flybillet, til check-in af bagage og tilhørende security check og til man sad i flyvemaskinen, var en lang og tung proces for den rejsende, at skulle igennem og ikke mindst dyr for flyselskaberne. Men med optimering og innovation er det lykket, at gøre det lettere at rejse, da man nemt, sikkert og hurtigt kan booke en flybillet over internettet. Selve check-in processen er også blevet forenklet til gavn for både den rejsende og for flyselskaber, da man i dag kan foretage check-in via diverse medier, såsom internet og mobiltelefon, udover de opstillede self-service automater, der er placeret i lufthavnene, som alternativ til de gammeldags og traditionelle check-in skranke. Security service tjekket er specielt siden 9/11 blevet mere omfattende, hvilket har besværliggjort processen med at rejse og det lader ikke til, at kravene til disse sikkerhedstjek vil blive lempet i den nærmeste fremtid. Teknologien med bagage/-body scannere er dog forbedret de seneste år, hvilket har

³⁰ Se graf omkring olieprisudvikling s. 27



reduceret noget af rejsetiden i forhold til, hvis den gammeldag form for security tjek var blevet bibeholdt.

Telekonferencer

Teknologien bag telekonferencer er i de seneste år blevet både væsentlig forbedret og væsentligt billigere og henvender sig primært til forretningsrejsende. Det har betydet, at flere virksomheder har valgt at investere i dette kommunikationsudstyr, hvilket har medført, at rejsebudgetterne i de forskellige virksomheder er kommet under pres eller er direkte reduceret. Men teknologien er dog endnu ikke på et niveau, hvor denne kommunikations form er en direkte substitution for det at flyve og derved mødes "face to face" med kolleger og andre samarbejdspartnere. Men udviklingen indenfor telekonferencer er dog noget som flyselskaberne, skal være opmærksomme på, da flere virksomheder helt sikkert vil benytte sig mere af denne kommunikationsform i årene fremover i stedet for at sende deres ansatte ud på lange og dyre forretningsrejser.

Alternative brændstoftyper

Som følge af den øgede miljøinteresse samt stadig større fokus på omkostningerne i flyselskaberne, forskes der mere i alternative brændstoftyper til fuel, end der nogensinde tidligere er blevet. Der er dog ikke på nuværende tidspunkt fundet en direkte substitution til fuel, som er bæredygtig og i det lange løb, men der er dog foretaget flyvninger af kommercielle flyselskaber, hvor fuel ikke blev anvendt som eneste brændstof.³¹

Miljømæssige

CO₂

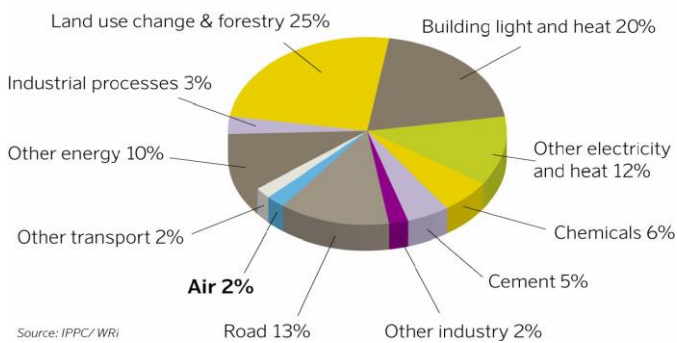
Af det samlede CO₂ udslip på verdensplan kan 2 % direkte henføres til luftfartsindustrien og med den stigende efterspørgsel, der har været på flyrejser det seneste årti³², kan denne relative andel meget vel stige i fremtiden.

³¹ Kilde: <http://www.wired.com/autopia/2008/02/virgin-atlantic>

³² Jf. Graf s. 25, omkring udviklingen i RPK



Global CO₂ Emissions



Kilde: Powerpoint præsentation fra SAS til Transporterhvervets Klima Konference 2008

Et udslip på 2 % lyder umiddelbart ikke af meget, men da der er meget stor fokus fra både politisk hold og fra diverse miljøorganisationer, har det medført, at flere flyselskaber har indført en til-lægsydelse i form af at kunne rejse CO₂ neutralt. Dette foregår ved at man som rejsende betaler et mindre beløb, som flyselskaberne så giver videre til bl.a. forskellige forskningsprojekter³³ med fo-kus på miljø.³⁴

På den måde kan man som rejsende bidrage til, at det i fremtiden kan blive muligt at rejse 100% CO₂ neutralt.

Miljøstøj

På trods af udviklingen af flyvemaskiner og deres tilhørende motorer har været stødt fremafgåen-de, så er luftfartsindustrien stadig en stor miljøbelastning. Udover at fuel forurener ved at udlede CO₂, så er der også en stor miljøbelastning i form af støj fra flyvemaskinerne. Denne støj generer ikke kun de mennesker der bor tæt på en lufthavn, men også flypersonale og i særdeleshed dyreli-vet bliver negativt påvirket af den støjende flytrafik.

³³ Kilde: <http://www.sas.dk/da/Om-SAS-Danmark2/Presserum/Nyhedsarkiv/45079/?vst=true>

³⁴ Kilde: <http://www.cph.dk/CPH/DK/Miljø/Støj/Stojbelastning.htm>



Lovgivning

Restriktioner vedrørende konsolideringer (EU)

I en tid med finanskriser samt så hård konkurrence, som der er i luftfartsindustrien, er der meget fokus på omkostningsminimering. En måde at minimere sine omkostninger på, er via konsolidering eller opkøb af konkurrenter/samarbejdspartnere, for derved at forsøge at opnå synergier mellem den opkøbte og den opkøbende virksomhed. Disse konsolideringer kan have stor betydning for markedet, da den opkøbende virksomhed kan få for store markedsandele og derved lave skævridding af markedet, ved eksempelvis at dumpe sine priser væsentlig under markedsniveau og derved presse mindre konkurrenter ud af markedet. Det modsatte kan også forekomme, ved at den opkøbende virksomhed hæver sine priser, da denne kan have opnået en monopollignende status, som især rammer den rejsende negativt. For at beskytte forbrugerne – de rejsende – mest muligt, skal en konsolidering mellem to eller flere virksomheder, derfor godkendes af konkurrencemyndighederne i EU, så ovenstående scenarier undgås.

Lovgivning ang. afgifter

I en lufthavn skal der betales forskellige afgifter, for at kunne beflyve denne. Disse afgifter kan dække over bl.a. start/landing, støj, passagerer og security. Disse afgifter kommer typisk i stand via forhandling mellem den enkelte lufthavn og de flyselskaber, der beflyver denne lufthavn. Resultatet af denne forhandling bliver efterfølgende indskrevet og underskrevet i et takstregulativ, som typisk har løbetid på 3-5 år³⁵. Men inden afgifterne kan træde i kraft, skal de godkendes af Statens Luftfartsvæsen, som også er den institution som bryder ind i forhandlinger mellem lufthavnen og flyselskaberne, hvis disse er brudt sammen på grund af eventuelle uenigheder.

Grundet den megen fokus på miljø og i særdeleshed CO₂ udslip de seneste år, vil det være meget naturligt at der i fremtiden, vil komme flere miljøafgifter, som flyselskaberne skal betale. En reduktion af de nuværende afgifter, kan dog komme på tale, men dette vurderes til at være usandsynligt.

³⁵ Kilde: <http://www.cph.dk/CPH/DK/B2B/Flyselskaber/Takster+og+slot/Takster/>



4.1.2 Delkonklusion på omverdensanalyse

Den politiske beslutning om at liberalisere den europæiske luftfartsindustri i starten af 1990'erne har haft stor indflydelse på konkurrencesituationen på markedet, idet flere statsejede flyselskaber fik deres monopolstatus ophævet.

Luftfartsindustrien er i høj grad påvirket af makroøkonomiske faktorer, som udsving i konjunkturerne og de deraf følgende udsving i efterspørgslen. Faktorer som brændstofpriser og valutakurser spiller også en afgørende rolle for flyselskabernes indtjening, idet der er tale om væsentlige omkostningsposter. For at minimere risikoen for udsving i pris og kurs, søges denne typisk afdækket via hedging.

En afledt effekt af udsving i konjunkturerne er ændringer i forbrugernes adfærd. I lavkonjunkturer, som vi har i øjeblikket, er der fra forbrugernes side større fokus på prisen, og derved efterspørgsel på lavprisprodukter. Mens der når udviklingen vender, vil være stigende efterspørgsel på andre faktorer end pris, såsom 'gode' afgangstider, lounge faciliteter og flyvninger uden mellemlandinger.

Idet omkostninger til brændstof er en så betydelig post i flyselskabernes regnskab³⁶, er der stor fokus på den teknologiske udvikling af nye brændstofreducerende fly. Det er hensigten at disse brændstofreducerende fly, både skal reducere flyselskabernes omkostninger, men samtidig også være til gavn for miljøet. Som følge af det øgede fokus på miljøet, pålægges flyselskaberne i stigende grad afgifter på eksempelvis udledning af CO₂.

4.2 Brancheanalyse

I det foregående afsnit er makro faktorerne, som påvirker luftfartsindustrien behandlet. I denne brancheanalyse vil det primære fokus være på henholdsvis branchens konkurrence intensitet, en beskrivelse af de primære aktører på markedet samt en analyse af de største konkurrenters primære nøgletal for vækst.

³⁶ Kilde: Cimber Sterling A/S børsprospekt af d 12. november 2009, s. 162



Branchens konkurrence intensitet søges afdækket via Porters Five Forces³⁷, mens de primære aktører søges beskrevet via en Strategic Groups analyse³⁸. For at kunne vurdere på den fremtidige udvikling på markedet, er en række luftfartsspecifikke nøgletal for vækst analyseret i konkurrentanalysen.

4.2.1 Porters Five Forces

Porters Five Forces anvendes til at analysere luftfartsindustrien, fordi den tager udgangspunkt i branchens væsentligste interaktioner mellem de interessenter, der påvirker luftfartsselskabernes konkurrenceevne, ligesom den interne konkurrencesituation i branchen behandles.

Analysen gælder som udgangspunkt på brancheniveau, men med fokus på Cimber og de specifikke forhold, som påvirker selskabets strategiske position.

Leverandør:

I luftfartsbranchen er der nogle elementære leverandører, som det er helt nødvendigt at det enkelte flyselskab har et samarbejde med. I de følgende afsnit, vil de mest relevante leverandører blive nærmere gennemgået.

Lufthavne

Uden et samarbejde med lufthavnene vil det være helt umuligt, for et flyselskab at kunne opretholde sine operationer, da det er et myndighedskrav, at kommercielle flyselskaber benytter sig af professionelt drevne lufthavne. Derudover har mange lufthavne en monopollignende status, da der ikke er særlig mange lufthavne pr. indbygger – hverken i Danmark eller resten af verden. Det skyldes bl.a. det store set-up og de store krav til infrastrukturen, som gør det meget dyrt at bygge og opretholde en lufthavn. I og med at der både er krav fra myndigheders side om at benytte lufthavne og at mange lufthavne har monopollignende status, gør at denne leverandør har en betydelig større forhandlingsstyrke i forhold til det enkelte flyselskab, da der ikke er nogen klare substitutionsmuligheder. En måde at stå stærkere i forhold til lufthavnene på, er ved at flyselskaberne kan slutte sig til den internationale luftfartsbranche organisation IATA og derigennem bl.a. forsøge at presse den enkelte lufthavn til lavere afgiftspriser, flere slotstider og generelt bedre service. For et

³⁷ Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s.59

³⁸ Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008 s. 73



typisk flyselskab, er omkostningerne til afgifter til lufthavne den tredje største post i regnskabet³⁹, hvilket også er en indikator på, hvor afhængige flyselskaberne er af lufthavnene og hvor lidt magt disse har i forhold til lufthavnene.

Brændstofleverandører

Så længe der ikke er fundet et bæredygtigt alternativ til fuel, er dette materiale en nødvendighed for at kunne drive et flyselskab. Prisen på fuel er sat på verdensmarkedet ud fra olieprisen og derfor er flyselskaberne underlagt disse priser, uden de store muligheder for at kunne påvirke disse. Yderligere er der kun relativt få forhandlere af fuel, hvilket rykker magtbalancen mellem det enkelte flyselskab og fuelleverandøren over på leverandørens side. Som tidligere beskrevet kan det enkelte flyselskab melde sig ind i IATA, for derigennem at forsøge at påvirke producenter og forhandlere af fuel. I regnskabet for mange flyselskaber ville posten vedr. fuel typisk være en af de største poster⁴⁰, efter personaleomkostningerne, hvilket kan være et tegn på afhængighedsforholdet til fuelleverandørerne, samt den manglende forhandlingsstyrke til at kunne presse prisen.

Medarbejdere

En tredje væsentlig leverandør er virksomhedens ansatte og i denne forbindelse tænkers der specielt på persongrupper som kaptajner og stewardesser, i det denne gruppe er virksomhedens ansigt udadtil i form af den service de yder ombord på flyene.

En loyal medarbejderstab med de korrekte kompetencer kan være guld værd for en virksomhed i denne branche og kan være med til, at skabe konkurrencemæssige fordele i forhold de andre aktører i branchen. Yderligere kan medarbejderne spille en betydelig rolle i differentieringen i forhold til konkurrenterne i form af den service personalet leverer. Det er bl.a. derfor vigtigt at den enkelte virksomhed formår at tiltrække de mest kompetente medarbejdere, samt at kunne opretholde et godt forhold mellem medarbejderstab og ledelse.

Flere aktører har i de seneste år oplevet flere arbejdsnedlæggelser i luftfartsbranchen som følge af bl.a. ovenstående eller som følge af overenskomstmæssige stridigheder⁴¹. Andre aktører har væ-

³⁹ SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2009, s. 45

⁴⁰ Kilde: Cimber Sterling A/S børsprospekt af d 12. november 2009, s. 162

⁴¹ Kilde: <http://politiken.dk/erhverv/article293036.ece>



ret bedre til at undgå disse uheldige situationer og kun oplevet en eller ganske få strejker gennem tiderne⁴², hvilket vurderes til at være en stor fordel. Disse arbejdsnedlæggelser rammer virksomheder særdeles hårdt, idet der med det samme en strejke indtræder, lukkes af for al indtjening i den periode strejken varer. Herudover skal også påregnes tab af goodwill og markedsandele.

Generelt vurderes det at forhandlingsstyrken mellem medarbejdere og virksomhed er neutralt, da begge parter er gensidigt afhængige af hinanden, men at denne forhandlingsstyrke kan variere fra virksomhed til virksomhed. For Cimbers vedkommende vurderes forhandlingsstyrken til at være neutral som følge af deres loyale⁴³ medarbejdere og gode forhold mellem medarbejderstab og ledelse. Mens den for eksempel for SAS's vedkommende vurderes til at være mindre, da de faglige grupper i virksomheden er stærkt repræsenteret⁴⁴ og hvor der er en anden holdning til bl.a. arbejdsnedlæggelser, som følge af virksomhedens mangeårige kultur.

Flyproducenter

Et hvert flyselskab er naturligvis afhængig af have fly til rådighed, for at kunne opretholde sine operationer. På verdensplan er der to rigtig store flyproducenter, nemlig europæiske Airbus og amerikanske Boeing, som også laver nogen af de største fly i verden, eksempelvis typer som A380 og B747⁴⁵. Men derudover er der en række mindre flyproducenter, som producerer mindre fly, som typisk benyttes af flyselskaberne på kortere ruter. Det er svært at sige noget entydigt om forhandlingsstyrken mellem flyproducenter på den ene side og flyselskab på den anden, da det kommer an på hvilken type flyselskab der er tale om, da der kan være stor forskel på hvilken flytype det enkelte flyselskab har brug for. Nogen selskaber har brug for langdistance fly, der kan flyve mellem Tokyo og Paris, mens andre selskaber blot har brug for fly, der kan flyve mellem København og Billund. Men generelt vurderes det at flyselskaberne har en lidt bedre forhandlingsstyrke i forhold til flyproducenter på grund af antallet af flyproducenter på verdensplan.

⁴² Cimber Sterling Group A/S - Børsprospekt af d. 12. november 2009

⁴³ Cimber Sterling Group A/S - Børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 65

⁴⁴ SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2007, s. 91

⁴⁵ Kilde: www.boeing.com



Overordnet set har flyselskaberne en lille forhandlingsstyrke i forhold til leverandørerne, idet disse enten har monopol lignende status eller sælger produkter, hvis pris flyselskaberne ikke kan påvirke.

Nye indtrængere:

Nedenstående vil de meste relevante indtrængningsbarriere for at kunne etablere et flyselskab blive gennemgået.

Investeringer

For at starte et flyselskab er der store investeringer der skal foretages, som eksempelvis investeringer i fly. En måde at sænke sine investeringer på, er ved at lease fly i stedet for at købe dem. På den måde er både indgangsbarriererne og udgangsbarriererne reduceret, da det er lettere at komme ud af et kontraktforhold med en leasingleverandør, end det er at sælge et fly, da både salgsprocessen kan være lang, samt prisen på brugte fly kan være lav. Udover investering i fly, så skal der også investeres i diverse software, til at kunne opretholde operationen og derved holde styr på bl.a. økonomi, personale, flyflåde samt billetsystemer. Yderligere skal der naturligvis også investeres i personale, hvor piloter er den dyreste personalegruppe at aflønne.

Slots

For et flyselskab er det altafgørende, at have adgang til de rigtige afgangstider – slots – og derved flyve på de tidspunkter, som kunderne ønsker det. Der er derfor meget fokus på disse slots fra flyselskabernes side og kan derved være en bekostelig affære at anskaffe. Specielt i de store lufthavne, hvor der er mange flyselskaber, som alle ønske at have afgangstider i de samme intervaller/ tidspunkter på dagen, kan slots være dyre at erhverve.

Licenser/certifikater

Der er store krav fra myndigheders side til at kunne oprette og drive et flyselskab. De fleste af kravene vedrører sikkerhed og i Danmark er det Statens Luftfartsvæsen (SLV) der udstikker og kontrollerer, at disse krav bliver overholdt af det enkelte flyselskab. Hvis et selskab ikke lever op til kravene, kan selskabets certifikat til at måtte drive kommerciel flyvning blive inddraget. Udover at flyselskaberne skal leve op til store krav til bl.a. sikkerhed, så skal selskabets personale – piloter og



stewardesser - også uddannes og certificeres til at måtte arbejde i luftfartsbranchen. Disse certifikater skal yderligere løbende fornyes og personalet skal løbende testes i deres færdigheder, hvilket også kan være en bekostelig affære. Derfor er det typisk, at eksempelvis én pilot blot har ét certifikat til at flyve én type fly, da flere certifikater er meget dyre. For et ny startet flyselskab, kan selve opbygningen af selskabet være meget dyrt, da det skal leve op til en masse procedurekrav fra myndighedernes side om bl.a. sikkerhed.

Overordnet må luftfartsbranchen betegnes som værende en svær branche at indtrænge, som følge af de især store og dyre indgangsbarrierer til certifikater og investeringer i fly. Exit barriererne kan dog reduceres ved at lease fly frem for at købe disse.

Kunder

I forbindelse med denne analyse af kundernes forhandlingsstyrke, er det relevant med en sondring mellem de privatrejsende og de forretningsrejsende der, som nævnt under PESTEL analysen, har forskellige forbrugsmønstre og præferencer i forhold til flyrejser.

Denne sondring er relevant for alle flyselskaber i branchen, men i særdeleshed for Cimber, der med sin nye strategi opererer indenfor begge kundesegmenter, på to adskilte markeder. På indenrigsruterne er der en høj andel af forretningsrejsende, mens der på ferieruterne fra Danmark til de Europæiske destinationer, er en høj andel af privatrejsende⁴⁶.

Privatrejsende

Som nævnt tidligere er efterspørgslen fra de privatrejsende langt mere priselastisk end forretning segmentet⁴⁷. Dette sammenholdt med bl.a. den nemme adgang via internettet, til at sammenligne billetpriser på tværs af flyselskaberne, har gjort dette segment til den oplagte målgruppe for LCC selskaberne, men har også gjort kundernes forhandlingsstyrke større.

Den nuværende makroøkonomiske situation har også medført et øget prispres, idet kunderne nu i endnu højere grad søger de billigste billetter. Det kan dog forventes, at i takt med at den økonomi-

⁴⁶ Jf. virksomhedsbeskrivelsen s. 20

⁴⁷ Jf. PESTEL analysen s. 28



ske situation vender⁴⁸, så vil forbrugerne efterspørge flere rejser, men formentlig også 'trade' op til dyrere billetter.

Forretningsrejsende

Modsat de privatrejsende så er de forretningsrejsende ikke så følsomme over for prisændringer og er generelt mere fokuseret på fleksibilitet i afgang og lignende. Dette gør at forretningssegmentet, alt andet lige er mere profitabelt.⁴⁹

Det kan i forhold til forretningssegmentet, mange gange svare sig, at have et godt samarbejde med større organisationer, hvor der muligvis gives loyalitetsbonusser og tilsvarende, som flittigt benyttes af især netværksselskaberne, som eksempelvis SAS. Også det at være kendt i markedet, via eksempelvis et godt brand, er en vigtig faktor,

Hvor de privatrejsendes forhandlingsstyrken ligger i det meget transparente marked, så er forhandlingsstyrken størst i forretningssegmentet hos de store virksomheder, der i kraft af deres størrelse, kan presse prisen ned hos det enkelte luftfartsselskab.

Overordnet set vurderes kundernes forhandlingsstyrke til at være over middel, dels på grund af internettets gennemsækelighed, og dels pga. større organisationer i forretningssegmentet.

Substituerende produkter

De typiske substitutter til luftfart er transport med enten bil, tog eller båd. Alt efter de geografiske forhold, vil konkurrencen til disse substitutter være højere eller lavere. I eksempelvis Danmark, hvor der er tale om relativt korte afstande, vil der alt andet lige være større konkurrence fra eksempelvis bilen, end i eksempelvis Norge, hvor afstandene typisk er længere og terrænet typisk er sværere fremkommeligt.

I takt med stigende interesse for miljørigtige transportformer, kan det vise sig at luftfartsbranchen kommer under stigende pres fra miljørigtige alternativer. Men der ligger også den mulighed, at branchen selv kommer op med bæredygtige løsninger, som omvendt vil gøre det mere attraktivt at flyve og som altid vil have den fordel, at på længere distancer, er det den hurtigste transport-

⁴⁸ Jf. PESTEL analyse s. 28

⁴⁹ Jf. PESTEL analyse s. 28



form. Det vurderes at den umiddelbare trussel indenfor de næste 3-5 år, fra ovenstående substitutter ikke er særlig stor, bl.a. fordi flyindustrien er i en proces med at kunne producere mere miljørigtige fly.

Udover de traditionelle substitutter findes der også alternativer, som eksempelvis tele/videokonferencer, hvor virksomheder i stedet for at sende deres medarbejdere af sted udenlands, blot stiller konferenceværktøjer til rådighed, som så kan benyttes til at kommunikere med andre dele af organisationen. Dog vurderes disse konferencer ikke som værende bæredygtige substitutter, idet der stadig vil være et behov for at rejse fysisk og derved mødes ansigt til ansigt.

Samlet set vurderes truslen fra substituerende produkter til at være moderat.

Konkurrence intensitet på markedet

For bedst muligt at kunne vurdere konkurrenceintensiteten i luftfartsbranchen, vil det være hensigtsmæssigt at opdele analysen i de to markeder Cimber driver flydrift indenfor, samt de typer af konkurrenter som opererer herpå.

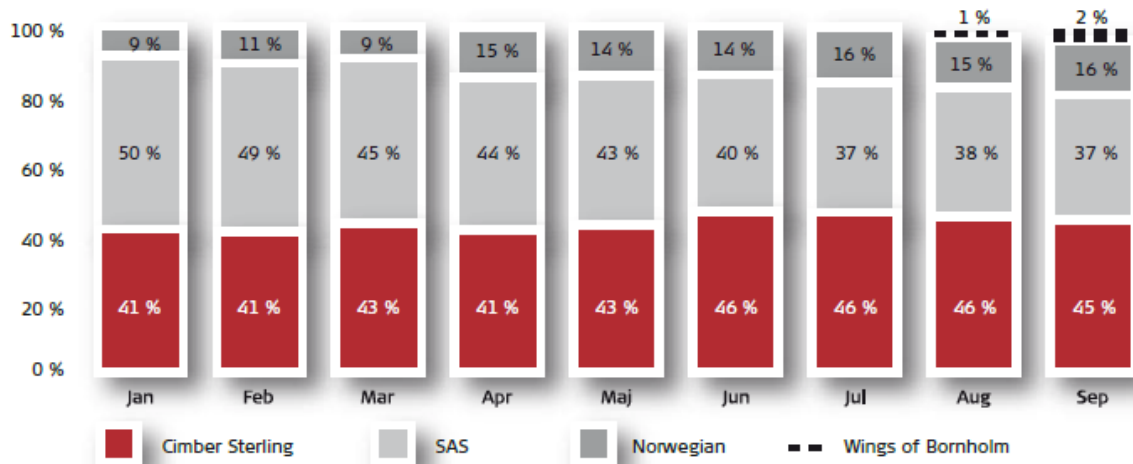
Som det kort er nævnt i den indledende virksomhedsbeskrivelse, så opererer Cimber primært på to markeder, nemlig henholdsvis det danske indenrigsmarked samt markedet for flyvninger til Europa ud af Danmark. På begge markeder findes der to hovedtyper af flyoperatører, nemlig lavpris-selskaberne som eksempelvis Norwegian, Ryanair og Easyjet og netværksselskaberne som eksempelvis SAS, Lufthansa og British Airways.

Indenrigsruter i Danmark

På de danske indenrigsruter opererer der primært 3 større flyselskaber, nemlig SAS, Norwegian og Cimber. Ved udgangen af 3. kvartal 2009 havde disse 3 selskaber henholdsvis 37 % (SAS), 16 % (Norwegian) og 45 % (Cimber) markedsandele. De sidste 2 % sidder Wings of Bornholm på, med kun 1 rute.



Indenrigsflyvninger: Udvikling i markedsandele i 2009 i Danmark (totalt antal passagerer)



Kilde: Amadeus market Information (MIDT)

Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 113, tilgængelig på www.cimber.dk

I løbet af 2009 er Norwegian gået fra at have 9 % af det danske indenrigsmarked, til at have 16 % med udgangen af 3. kvartal, svarende til en stigning på næsten 80 %. Cimber har i samme periode opnået en øget markedsandel på 4 %, fra 41 % til 45 % og er derved markedsleder. Den store taber i perioden har været SAS, som har tabt intet mindre end 13 % og har således kun en andel på 37%.

Som den eneste operatør, af de ovenstående flyver Cimber alle seks danske indenrigsruter⁵⁰ (hvis der ses bort fra Billund-Rønne, som kun flyves få gange om året), hvor SAS kun flyver på to ruter mens Norwegian og Wings of Bornholm kun flyver på en rute.

Siden 2003 er der sket en voldsom vækst i antallet af passagerer på indenrigsruterne i Danmark. Passager antallet er steget fra 1,3 millioner passagerer i 2003 til 2,0 millioner i 2008, hvilket svarer til en stigning på 49 %. Der er ingen andre europæiske indenrigsmarkeder, som har oplevet en lignende vækst i samme periode⁵¹. Set på tværs af de europæiske indenrigsmarkeder har den gennemsnitlige vækst i antallet passagerer blot været på ca. 5 %. Det vil sige, at det er lykkedes, at øge antallet af flypassagerer på trods af, at den danske infrastruktur er blevet forbedret via bl.a. introduktionen af flere hurtigfærger i de danske farevande.

⁵⁰ Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009

⁵¹ Kilde: Cimber Sterling børsprospekt af d. 12. november 2009



Markedet for flyvninger til Europa ud af Danmark

I forhold til det danske indenrigsmarked er antallet af operatører, der har en europæisk destination fra en dansk lufthavn væsentlig højere, idet der alene ud af Københavns lufthavn flyver mere end 19 flyselskaber, som har en markedsandel på over 1 % i Danmark⁵². De 3 største selskaber i 2008 var SAS med en markedsandel på 48,1 %, Sterling Airlines med 8,6 % og Cimber med en andel på 3,7%⁵³.

I De seneste 10 år er konkurrencen på det europæiske luftfartsmarked intensiveret, som følge af især øget konkurrence fra lavprisselskaberne.

Siden 2003 er der sket en betydelig vækst i antallet af passagerer, der flyver fra eller til en europæisk destination. Således er antallet passagerer i 2003 steget fra 16,1 millioner passagerer til 22,4 millioner i 2008, hvilket er en stigning på 25 %. Det er primært selskaberne Ryanair, Air Berlin samt Cimber, der har stået for denne vækst, idet de alle har åbnet nye ruter i perioden. Dog er udenrigstrafikken faldet med 14 % i løbet af det første halve år af 2009⁵⁴, hvilket formentlig kan tilskrives udviklingen i den globale økonomi.

Københavns Lufthavn har annonceret og i gang sat byggeriet af den nye terminal, Swift, som vil stå klar i 2010. Med åbningen af denne terminal håber Københavns Lufthavne, at kunne tiltrække flere nye lavprisselskaber til lufthavnen, som følge af de lavere annoncerede afgifter og de gode faciliteter. Dette vil uden tvivl intensivere konkurrencen på flyvninger til og fra det europæiske marked, da der allerede inden terminalen er færdig bygget, er flere flyselskaber der har meldt deres interesse for at åbne flere eller nye ruter til og fra Københavns Lufthavn.⁵⁵

Delkonklusion på Porters 5 Forces

På baggrund af ovenstående analyse kan det konkluderes, at luftfartsbranchen er en mindre attraktiv branche at operere i.

⁵² Kilde: Cimber Sterling A/S børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 116

⁵³ Kilde: Cimber Sterling A/S børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 113

⁵⁴ Kilde: Cimber Sterling A/S børsprospekt af d. 12. november 2009, s. 114

⁵⁵ Kilde: Berlingske Business, fredag d. 26. marts 2010, s.14-15



Dette skyldes den meget hårde konkurrence, i form af mange aktører, og den deraf følgende overkapacitet samt det store prispres fra især lavprisselskaberne. Derudover har man som aktør på markedet en dårlig forhandlingsstyrke overfor leverandørerne, da disse enten har monopol lignende status eller sælger produkter, hvis pris flyselskaberne ikke kan påvirke. Forhandlingsstyrken overfor kunderne må betegnes som værende relativt dårlig, bl.a. som følge af det meget transparente marked for flybilletter, som har gjort det nemt at sammenligne selskabernes priser.

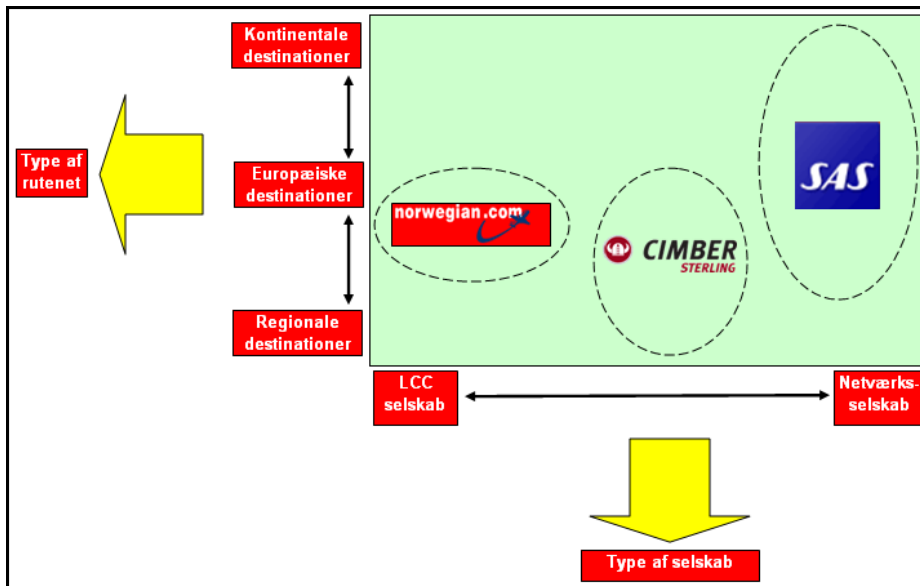
Dog er truslen fra nye aktører i branchen relativt lille som følge af høje adgangsbarrierer, i form af eksempelvis investering i fly. Samtidig er den umiddelbare trussel fra substitutter beskeden, primært som følge af tidsperspektivet, som gør andre transportformer mindre attraktive på især længere rejser.

Over de seneste 7 år har der, med undtagelse af 2009, været en markant stigning i efterspørgslen på flyrejser, med vækstrater på mellem 25-49 % i Danmark, hvilket har muliggjort øget indtjening.

Generelt set, må luftfartsbranchen betegnes som værende mindre attraktiv.

4.2.2 Strategic Groups

I luftfartsbranchen er der to yderpunkter i forhold til hvilken virksomhedstype, den enkelte operatør er, nemlig lavprisselskab eller netværksselskab. Men da det enkelte selskabs strategi og rutenet er anderledes end konkurrenternes, er virkeligheden ikke nødvendigvis så sort-/hvid. I og med at alle luftfartsbranchens operatører konkurrerer på samme markedsvilkår, kan det være hensigtsmæssigt, at placere operatørerne i industrien i strategic groups. Både for at få et illustrativt overblik af markedet, men også for at få at danne sig et indtryk af hvilke forskelle og ligheder der er mellem de forskellige operatører. I nedenstående vil Cimber og deres to største konkurrenter blive gennemgået med henblik på strategic groups.



Kilde: Egen tilvirkning på grundlag af "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 73 og illustration 2.5 s. 74

SAS er et typisk traditionelt netværksselskab, som har tilrettelagt sit rutenet, så man som rejsende typisk flyver via én af de fire hovedstader i Skandinavien⁵⁶. Lufthavnene i disse byer fungerer der- ved som hubs, hvor man som rejsende flyver via disse, for så at tage et nyt fly videre til sin ende destination. Købehavn lufthavn er den lufthavn, der både har fleste SAS-flyvninger og som forbin- der flest af SAS' destinationer. SAS har mere end 130 forskellige destinationer⁵⁷, hvor de fleste er til Skandinaviske byer. Men SAS har også flyvninger til mere fjernt liggende destinationer som To- kyo, Beijing og Chicago. Det vil sige at SAS i kraft af sit store rutenet både har kontinentale, euro- pæiske og regionale ruter. Yderligere er SAS medlem af luftfartsbranchen største alliance, nemlig Star Alliance⁵⁸, som flyver til 175 lande og har mere end 19.000 daglige afgangse til 1.100 forskellige destinationer.

Som rejsende spiller prisen en ikke uvæsentlig rolle, men SAS kan bl.a. på grund af sit store rute- net, konkurrerer på andet end pris. SAS har nemlig mere at tilbyde end blot en flyvetur fra A til B i og med, at man som rejsende kan købe sig til en bedre service i form af flere afgangstider på den samme dag til den samme destination. Yderligere tilbyder SAS loungefaciliteter i flere lufthavne og

⁵⁶ Se bilag 3

⁵⁷ Kilde: SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2009, s.3

⁵⁸ Kilde: <http://www.staralliance.com/en/about/>



klasseopdelt kabine i sine fly, så man som rejsende, selv kan vælge, om man vil rejse på business class, economy ekstra eller blot almindelig economy class⁵⁹.

Norwegian er modsat SAS, et typisk lavprisselskab, som ikke har samlet sine ruter⁶⁰ i hubs i samme grad som SAS. Norwegian flyver nemlig mere point to point og har derved nemmere ved at korrigere og tilrettelægge sit rutenet alt efter hvor efterspørgslen og indtjeningspotentialer er størst. Norwegian flyver til 85 destinationer i 27 forskellige lande, hvor det typisk er de store byer i Europa, der er målet.

I forhold til SAS har Norwegian bl.a. på grund af sit fleksible rutenet en lavere omkostningsbase. Dette betyder at Norwegian som regel udelukkende konkurrerer på prisen, da Norwegian har mulighed for at tilbyde de laveste priser i markedet⁶¹. Som rejsende kan man dog typisk ikke vælge flere forskellige afgangstider på den samme dag til den samme destination. Yderligere er der heller ikke adgang til loungefaciliteter eller mulighed for, at købe en anden billet end til economy class. Som rejsende med Norwegian har man typisk kun betalt for selve flyveturen, hvilket betyder, at hvis man har bagage, som man ønsker at der skal tjekkes ind, så skal man betale et gebyr for dette. Denne form for ekstra betaling, er helt normal ved rejser med et lavprisselskab.

Som det ses af ovenstående figur, så er Cimber hverken et rent lavprisselskab eller rent netværkselskab, men derimod en hybrid mellem disse to selskabstyper⁶². Cimber har samlet de fleste af sine ruter i København, men har også hen del ruter fra Billund til både danske og udenlandske destinationer. De har derved samme opbygning som SAS i deres rutenet, men med langt færre afgang og destinationer. Cimber flyver til i alt 60 destinationer⁶³ og er det eneste flyselskab der betjener de syv største lufthavne i Danmark. Samtidig har Cimber samarbejdsaftaler med andre flyselskaber, bl.a. med SAS, som gør at deres kunder nemmere kan komme til en ønsket destination, som Cimber ikke selv beflyver.

⁵⁹ Kilde: http://www.sas.dk/da/Alt_om_rejsen/Om-bord/Interkontinentale-ruter/Komfort1/

⁶⁰ Kilde: <http://www.norwegian.no/fly/rutekart/>

⁶¹ Kilde: Egen undersøgelse på www.sas.dk, www.norwegian.dk og www.cimber.dk på ruten København - Alicante

⁶² Kilde: Cimber Sterling A/S - Børsprospekt, af d. 19. november 2009, s. 11

⁶³ Kilde: <http://www.cimber.dk/omcimber/kort/historien/2001-2008.html>



På grund af sin relative smalle⁶⁴ flyflåde⁶⁵ og sine overenskomsttaler med de ansatte har Cimber en forholdsvis lav omkostningsbase, som gør at virksomheden er i stand til at tilbyde flybilletter til attraktive lave priser. Men som følge af Odin⁶⁶ projektet skal man som rejsende med Cimber udover billetprisen også tillægge et gebyr for hver stk. bagage man vil tjekke ind. Cimbers flyflåde er opbygget med blot én klasse, nemlig economy class. Men som rejsende med Cimber, kan man købe forskellige typer af billetter, som indeholder forskellige restriktioner i forhold til bl.a. ombookning. Det er den samme service SAS tilbyder sine kunder, men er ikke en service Norwegian har valgt at udbyde.

Delkonklusion på Strategic Groups

Den store forskel på lavprisselskaberne og netværksselskaber er måden hvor på rutenettet er opbygget. Hvor lavprisselskaber som udgangspunkt flyver point to point, har netværksselskabernes rutenet en mere kompleks opbygning, da de samler deres flyvning i større lufthavne, nemlig i de såkaldte hubs. Dette betyder at netværksselskaberne typisk har flere destinationer og derved dækker et større geografisk område, som eksempelvis SAS gør med sine kontinentale ruter.

En anden forskel på lavprisselskaber og netværksselskaber er selve prisen på flybilletterne. Lavprisselskaberne kan typisk tilbyde en lavere pris bl.a. på grund af deres lavere omkostningsbase. Men når man ser på de totale rejseomkostninger, er det ikke nødvendigvis billigere at flyve med disse selskaber, da der mange gange skal tillægges ekstra gebyrer for bl.a. indtjekning af bagage.

Cimber har valgt en hybrid strategi, som er en mellemting af et lavprisselskab og netværksselskab. Cimber har nemlig et forholdsvis komplekst rutenet, men kan samtidig tilbyde billigere billetter på grund af deres lavere omkostningsbase, i forhold til eksempelvis SAS. Yderligere skal man som rejsende med Cimber også betale gebyrer for hver styk bagage, man ønsker at medbringe udover sin håndbagage, hvilket er et typisk kendetegn på et lavprisselskab.

⁶⁴ I forhold til SAS – Kilde: SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2009, s. 123

⁶⁵ Kilde: Cimber Sterling A/S, Præsentation af periodemeddelelse for 3. Kvartal 2009/10, s. 7 + Se bilag 2

⁶⁶ Kilde: Cimber Sterling A/S, selskabsmeddelelse nr. 31/2010, 17. marts 2010, s. 3



4.2.3 Konkurrentanalyse (sammenligning af nøgletal for vækst)

I denne analyse vil en række nøgletal for Cimber blive sammenlignet med deres to største konkurrenter, nemlig SAS og Norwegian⁶⁷.

Når der ses på udviklingen⁶⁸ i ASK (Available Seat Kilometres) er Cimber det, af de 3 selskaber, der har haft den højeste vækst fra 2009 til 2010 med 63 %, mod 32 % for Norwegian mens SAS har haft en tilbagegang på 10 %. Årsagen til Cimbers stigning i ASK, skyldes primært deres ekspansion i antallet af ruter, som følge af Sterling transaktionen. Samtidig har SAS fokuseret på at tilpasse deres kapacitet i forhold til efterspørgslen og har som følge af dette bl.a. reduceret antallet af ruter. Målt på ASK er Cimber den klart mindste operatør af de tre, idet selskabet blot har en ASK på ca. 176 millioner, svarende til henholdsvis 1/6 del og 1/14 del af Norwegians og SAS' ASK.

Med henhold til den relative udvikling i RPK (Revenue Passenger Kilometres) har Cimber også haft den klart største vækst, med hele 84 %, svarende til en vækst fra 62 millioner til 114 millioner RPK, mod en vækst i henholdsvis Norwegian og SAS på 28 %, og -3 %. Denne vækst kan igen tilskrives udvidelsen af Cimbers rutenet i forbindelse med Sterling transaktionen, men skal også ses, som et udtryk for at Cimber rent faktisk har præsteret, at sælge de tilgængelige sæder, idet stigningen i RPK er større end stigningen i ASK. Igen ses det på størrelsen, at Cimber med sine 114 millioner RPK, er den klart mindste operatør.

Udviklingen i Load Factor, som er forholdet mellem RPK og ASK, følger naturligvis udviklingen i de to tidligere nævnte nøgletal. Det ses derfor også at Norwegian, som den eneste af de tre konkurrenter har haft en nedgang i deres Load Factor på 2 % point. Dette kan formentlig tilskrives deres relativt voldsomme ekspansion med stort fokus på udvidelse af deres rutenet (heriblandt i Danmark). SAS har, som følge af en mindre nedgang i RPK end ASK, haft en forbedring i deres Load Factor på 5 % point, hvilket viser at de har formået at tilpasse deres kapacitet bedre end tidligere. Cimber har til trods for deres store udvidelse, præsteret at øge sin Load Factor med hele 7 % point, som den bedste af de tre, dog fra et væsentligt lavere niveau end især Norwegian. Set på niveauet i februar 2010, er Norwegian dog stadig det selskab, som har den bedste Load Factor, liggende på 76 %, mens Cimber og SAS' Load Factor lå på henholdsvis 65 % og 67 %.

⁶⁷ Jf. beskrivelsen i metode afsnittet

⁶⁸ Se bilag 4 (oversigt over de beregnede nøgletal)



Set på udviklingen det seneste år har både Cimber og Norwegian haft en passager vækst på 25 %, mens SAS stort set har samme antal passagerer. Det ses igen af passagerantallene at Cimber er det mindste af de tre flyselskaber, med en passagervolumen på 174.334 i februar, mod 834.884 passagerer hos Norwegian og 1.835.000 hos SAS.

Delkonklusion på konkurrentanalysen

Samlet set er Cimber en relativ lille spiller i forhold til Norwegian og SAS, men er samtidig det selskab, der viser den bedste relative udvikling inden for det seneste år, set i forhold til de vurderede nøgletal. Især Cimbers forbedring i udnyttelsen af kapaciteten er værd at bemærke, idet selskabet har været inde i en eksplosiv vækst efter Sterling transaktionen. Det skal dog noteres at Norwegian med en Load Factor liggende ca. 10 % point over både Cimber og SAS, stadig er bedre til at fylde deres fly og dette til trods for udvidelse på nye markeder som eksempelvis det danske marked for indenrigsflyvning.

4.2.4 Delkonklusion på brancheanalyse

Grundet den voldsomme rivalisering i luftfartsbranchen og den dårlige forhandlingsstyrke over for leverandører og kunder, må branchen betegnes som værende mindre attraktiv at operere i. Dette skal dog ses i lyset af forventningen om stigende efterspørgsel på luftfartstrafik de kommende år, på trods af en igangværende finanskrisen. Men med en verserende finanskrisen og den store overkapacitet der generelt er i branchen i mente, er sandsynligheden for, at der kommer nye konkurrenter til i branchen relativt lille.

I luftfartsbranchen er der to hovedgrupperinger af flyselskaber, nemlig lavprisselskaber og netværksselskaber. Forskellen i omkostningsbasen og måden hvor på flyselskabernes rutenet er opbygget, er de to faktorer der typisk adskiller lavprisselskaberne fra de traditionelle netværksselskaber. Lavprisselskaberne flyver point to point, med den der tilhørende fleksibilitet i at kunne lukke og åbne ruter forholdsvis hurtigt og billigt, alt efter hvor efterspørgslen og indtjeningspotentialet er størst. Netværksselskaberne har derimod typisk samlet deres trafik i hubs, hvor de derved har videre forbindelser til deres andre destinationer.



Cimber har med opkøbet af Sterling, valgt en hybrid strategi, hvor de har valgt at fokusere på en så lav omkostningsbase som mulig, men samtidig har netværksselskabernes fordele i form af at kunne tilbyde kunderne en mere sammenhængende rejse.

Målt på kapacitet og antal passagerer, er Cimber mindre end deres to største konkurrenter, Norwegian og SAS. Cimber har dog indenfor det seneste år, haft en betydelig større vækst og samtidig formået at øge kapacitetsudnyttelsen mere end sine konkurrenter. Norwegian har dog stadig den bedste udnyttelse af kapaciteten, med en load factor på 76 %, svarende til ca. 10 % point mere, end Cimber og SAS.

4.3. SWOT – Opsummering på strategisk position

Som opsummering på de foretagne strategiske analyser er i dette afsnit opstillet en SWOT⁶⁹, der skal munde ud i en egentlig beskrivelse af Cimbers strategiske position.

Intern situation	
Styrker	Svagheder
➤ Risikospredning (3 forretningsområder)	➤ Muligt forvirret forretningsfokus (Hybrid)
➤ Fleksibel flyflåde	➤ Størrelse
➤ Samarbejdsaftaler	➤ Stigende gældsforpligtelser
Ekstern situation	
Mulighed	Trusler
➤ Udnytte stigende efterspørgsel i fremtiden	➤ Nye og forhøjede lufthavnsafgifter
➤ Søge nye alternative indtægtskilder via ny prispolitik	➤ Stigende brændstofspriser
	➤ Stigende konkurrence

Kilde: Egen tilvirkning

4.3.1 Styrker og svagheder

Cimbers formentlig største styrke kan samtidig også nævnes som en kilde til svaghed, nemlig den nyvundne risikospredning i forbindelse med købet af Sterling. En risikospredning baseret på forretningsområderne: Det danske indenrigsmarked, De fokuserede flyrejser til europæiske destinationer samt Ferieruterne for de privatrejsende. Som følge af dette er Cimber nu strategisk placeret

⁶⁹ Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 119



midt i mellem lavprisselskaberne på den ene side og netværksselskaberne på den anden, som et hybrid-selskab⁷⁰.

Cimber har med sin flyflåde, som på grund af de nuværende ruters forskellighed, nødvendigvis krævet forskellige flytyper, opnået en stor fleksibilitet. Dette gør, at der kan indsættes den rette flytype på ruterne alt efter behov, for derigennem at opnå bedre kapacitetsudnyttelse. Men omvendt vil det alt andet lige betyde en højere omkostningsbase end eksempelvis lavprisselskaberne, idet disse som eksempelvis Norwegian kun opererer med én flytype på alle deres ruter⁷¹ – ruter som derfor ofte kan være mere eller mindre ens i længde og efterspørgsel.

Cimbers relativt beskedne størrelse gør også at selskabet står over for en svær opgave i de kommende år, idet de europæiske konkurrenter bliver større og større. Med et passagertal i størrelsesordenen 1/5 og 1/10 af henholdsvis Norwegian og SAS⁷², må Cimber betegnes som klassens lillebror. Når samarbejdsaftaler, leverandøraftaler mv. skal forhandles, er det helt sikkert en svaghed, at Cimber er så lille en virksomhed.

Især samarbejdsaftalerne med eksempelvis SAS er noget, som Cimber stolt fortæller om og som gør at de kan slå på at være et netværksselskab med forbindelsestrafik til stort set alle destinationer, hvilket naturligvis i sig selv er en fordel. Men spørgsmålet er, hvor let det vil være for Cimber at fastholde de gode samarbejdsrelationer med netop SAS, når virksomheden konstant stjæler markedsandele på eksempelvis det danske marked for indenrigsflyvninger.

En af de største svagheder for Cimber i den seneste tid, har været en stigende gældsandel, hvilket i de nuværende trængte økonomiske tider, kan vise sig at være livstruende for det gamle luftfartsselskab. En kendsgerning, som sammen med dårlige økonomiske resultater, nødvendiggjorde børsintroduktionen i december 2009, for at få tilført den nødvendige kapital til den fortsatte drift og som kan nødvendiggøre en yderligere kapitaltilførsel inden for en overskuelig fremtid.

⁷⁰ Jf. analysen omkring Strategic Groups

⁷¹ Kilde: <http://www.norwegian.dk/om-norwegian/presse2/pressemeddelende>

⁷² jf. konkurrentanalysen



4.3.2 Muligheder

I en tid med finanskrisen og generelt afvigende efterspørgsel på flyrejsemarkedet, har Cimber formået at øgede antallet af passagerer⁷³. Det vil med andre ord sige, at Cimber har taget markedsandele fra deres nærmeste konkurrenter, hvilket er meget vigtigt, i et marked med så intens konkurrence, som der er i luftfartsbranchen. Cimber bør i fremtiden forsøge at holde fast i denne udvikling, så virksomheden vil stå stærkere end sine konkurrenter, når den generelle efterspørgslen igen stiger.

Cimber har introduceret en ny prispolitik, hvor der koster passageren kr. 50 for hver styk bagage denne ønsker at medbringe på sin rejse udover håndbagage. Yderligere har Cimber valgt at serveringen på danske indenrigsruter skal fjernes. Disse to nye tiltag forventer Cimber vil bidrage positivt til den primære drift med ca. mio. kr. 25-35 om året. Cimber kunne i denne forbindelse overveje at indføre serveringen igen, men mod betaling. Dette vil øge Cimbers indtjening og da konceptet allerede er kendt fra flere af Cimbers konkurrenter, så er kunderne forberedt på at skulle betale for deres mad og drikke om bord på Cimbers fly.

Yderligere kan Cimber forsøge at optimere deres prispolitik yderligere og derved finde nye alternative indtjeningsmuligheder. Da der er ekstrem prispress i luftfartsbranchen, vil disse alternative indtjeningskilder være særdeles givende for Cimber. Som mulige nye alternative indtægtskilder kan nævnes, betaling for valg af sæde ombord på flyveren, betaling for toiletbesøg ombord og betaling af gebyr, hvis den rejsende ikke ønsker at tjekke ind via de opstillede self-service automater i lufthavnene.

4.3.3 Trusler

Med det øgede miljø og CO₂ fokus der har været de sidste år, vil det være naturligt, at der indføres nye og forhøjede afgifter i de forskellige lufthavne i fremtiden. Dette vil være en klar ulempe for Cimber, da virksomheden i forvejen betaler et ikke uvæsentligt beløb til diverse afgifter.

Omkostninger til brændstof vil for et typisk flyselskab være en af de største poster i regnskabet. Derfor vil en stigning i brændstofprisen være særdeles mærkbar for Cimber. Da brændstof handles i amerikanske dollar, vil en stigning i dollaren også have stor indflydelse på Cimbers indtjening i

⁷³ Kilde: Cimber Sterling A/S, Selskabsmeddelelse nr. 30/2010, 5. marts 2010, Trafiktal – januar/februar 2010



fremtiden. Dette er trussel som Cimber må leve med, da virksomheden ikke kan påvirke disse faktorer. Dog kan Cimber hedge brændstofprisen, valutasikre sig og håbe at flyproducenterne vil finde alternative brændstoffer til det nuværende brændstof.

Med åbningen af den nye terminal i København Lufthavn ultimo 2010, kan Cimber se frem til en øget konkurrence på deres europæiske ruter i fremtiden. Denne øgede konkurrence er alt andet end godt for Cimber, da der i forvejen er særdeles hård konkurrence i Københavns Lufthavn. Konkurrencen vil komme til udtryk via øgede pres på priserne, hvilket vil sige at Cimber konstant bliver nødt til at se deres forretningsgange igennem for løbende at forsøge at optimere og finde besparelser, for derved at reducere deres omkostningsbase yderligere.

4.3.4 Cimbers strategiske position

Cimber har præsteret at opnå generelt høje vækstrater gennem de seneste halvandet år, hvilket er opnået både via organisk vækst, som følge af den stigende efterspørgsel og i særdeleshed via transaktionen med Sterling og den deraf følgende overtagelse af 737 flyene. Dette har betydet, at Cimber i dag er karakteriseret som en hybrid mellem lavprisselskab og netværksselskab.

Cimber er med deres 6 indenrigsruter i Danmark, samt positionen som markedsleder særdeles velpositioneret på det danske indenrigsmarked. Et marked, hvor konkurrencen dog er blevet intensiveret, især efter lavprisselskabet Norwegians introduktion og senest fra det lille selskab Wings of Bornholm. På markedet for flyvninger til europæiske destinationer, er Cimber en væsentlig mindre aktør, med blot 48 destinationer, hvor eksempelvis SAS har mere end 130 og Norwegian har ca. 85⁷⁴.

Ud over at Cimber har langt færre destinationer i forhold til de to konkurrenter, Norwegian og SAS, er de også det mindste flyselskab både hvad angår antal passagerer, kapacitet samt organisatorisk og økonomisk.

Cimbers kapitalberedskab har været under pres på det seneste, hvilket blev søgt afdækket i forbindelse med børsintroduktionen i december 2009, men spørgsmålet er om denne kapitaltilførsel

⁷⁴ Kilde: www.cimber.dk, www.sas.dk, www.norwegian.dk



er tilstrækkelig på længere sigt. Som følge af bl.a. dette, står Cimber i dag overfor en række strategiske udfordringer, som bliver nærmere belyst i det følgende afsnit.

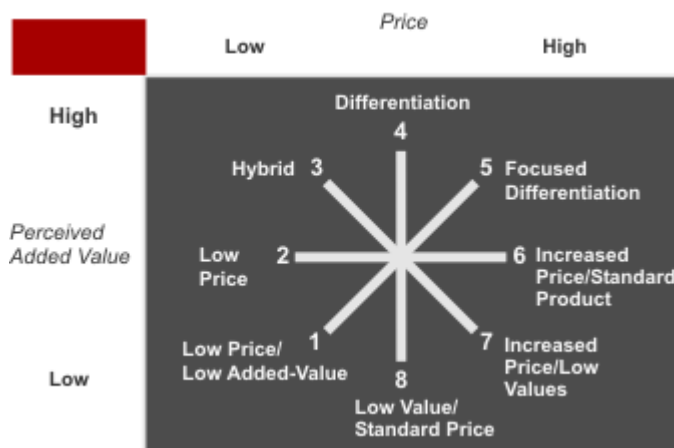
4.4 Mulige strategiske retninger for Cimber Sterling A/S

På basis af ovenstående analyser og den fastlagte strategiske position, søges der i de følgende afsnit at belyse Cimbers strategiske muligheder. Til at kortlægge det generiske fokus benyttes Porters generiske strategier samt det såkaldte Strategic Clock⁷⁵.

4.4.1 Porters generiske strategier / Strategic clock

Før Sterling transaktionen var Cimbers strategi at kategorisere, som en mellemting af fokuseret differentiering og differentiering⁷⁶. Cimber søgte at differentiere sig i forhold til lavprisselskaberne ved at flyve til de europæiske hovedlufthavne og med afgangstider, samt indenrigsflyvninger, der var tilrettelagt efter deres primære målgruppe, nemlig de forretningsrejsende.

Med overtagelsen af Sterling rettighederne, har Cimber i tillæg også bevæget sig over på ferierute segmentet, der er kendetegnet ved at være privatrejsende, som typisk er meget prisfølsomt og som ikke har samme behov til afgangstider og destinationer som de forretningsrejsende⁷⁷. Dette har betydet, at Cimber i dag er at betegne som en virksomhed, der forfølger en hybrid strategi⁷⁸.



Kilde: www.zanthus.com/databank/strategy/business_strategy.php?aspr

⁷⁵ Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s.262

⁷⁶ Jf. modellen Strategic Clock - henholdsvis rute 5 og 4

⁷⁷ Jf. modellen Strategic Clock - henholdsvis rute 2

⁷⁸ Jf. modellen Strategic Clock - henholdsvis rute 3



For at forfølge Cimbers vision om at være Danmarks førende luftfartsselskab, bør fokus fortsat være på vækst. En vækst som senest primært er kommet fra det private ferierejse-segment og hvor det største vækstpotentiale stadig ligger. Derfor vil en hybrid strategi også fortsat være en oplagt mulighed, idet Cimber opnår flere fordele herved, som eksempelvis risikospredning, bedre udnyttelse af den eksisterende kapacitet og muligheden for vækst på flere markeder.

Ulempen ved at forfølge en hybrid-strategi er naturligvis, at Cimber bevæger sig ind på markeder, hvor konkurrencen på prisen er særdeles intensiv og især selskabets omkostningsbase har betydning for indtjeningspotentialet. Da Cimber opererer indenfor flere forskellige forretningssegmenter, er selskabet nødt til at operere med flere forskellige flytyper, som afleder flere omkostninger end eksempelvis lavprisselskabet Norwegian, der kun opererer med én flytype.

Med åbningen af den nye Swift terminal i Københavns lufthavn, kommer der ubetinget større konkurrence på markedet⁷⁹. Men det er også en mulighed for Cimber for at søge yderligere vækst blandt de privatrejsende, som deres hybrid strategi er betinget af. Som følge af de annoncerede lavere afgifter i lufthavnen, vil en række flyselskaber, herunder Cimber, i fremtiden kunne tilbyde lavere billetpriser til kunderne, hvilket formentlig vil skabe en generel øget efterspørgsel på flytrafik. Dog vil det for Cimbers vedkommende betyde, at de er nødt til analysere deres ruter, da denne terminal udelukkende henvender sig til flyselskaber der flyver Point-to-Point. Derfor kan Cimber ikke ukritisk omlægge al deres flytrafik til terminalen, da de fortsat er afhængig af at kunne tilbyde forbindelsestrafik til øvrige destinationer, som netværksselskab for især de forretningsrejsende.

Med udgangspunkt i Cimbers nuværende situation vurderes det derfor, som værende nødvendigt at forsætte deres strategi om at være et hybrid-selskab.

4.4.2 Ansoff's vækstmatrice

Idet Cimber fortsat bør søge vækst i fremtiden, er det relevant af inddrage Ansoffs vækstmatrice⁸⁰ og derved klarlægge hvilken vækstretning Cimber bør følge. I denne hovedopgave er der anlagt følgende tilgang til Ansoff's definitioner, som produkt forstås her ruter, og med markeder, forstås både geografiske samt kundemarkeder.

⁷⁹ Kilde: Transportnyhederne.dk, <http://transportnyhederne.dk/?Id=37297>

⁸⁰ Kilde: "Exploring Corporate Strategy – 8th Edition", Johnson, Scholes & Whittington, 2008, s. 258



	Product Present	Product Future
Market Present	Market Penetration	Product Development
Market Future	Market Development	Diversification

Kilde: www.zanthus.com/databank/strategy/business_strategy.php?aspr

Cimber tilegnede sig ved Sterling transaktionen betydelig erfaring med diversifikation, da de bevægede sig ind på nye markeder samt nye produkter. Denne erfaring kan der naturligvis drages fordel af i fremtiden, hvor der i det følgende afsnit vil blive listet 3 strategiske retninger/muligheder op.

Diversifikation

Fra 1990 til 2003 er kapaciteten på nonstop-fly mellem EU og Kina mangedoblet fra 250.000 sæder til ca. 3 millioner sæder, svarende til procentuel stigning på 1.150 %.⁸¹ En udvikling som ikke forventes at stoppe lige foreløbig. Denne øgning af kapaciteten på langdistance ruterne til asien, er naturligvis et udtryk for en markant øget efterspørgsel.

Derfor vil det da også være en potentiel strategisk retning for Cimber, at udvide med nye og større fly, som vil muliggøre de længere distancer, som er nødvendige hvis en rute til eksempelvis Beijing eller Hongkong skal åbnes. Dette er naturligvis den strategiske retning, som indebærer de største investeringer i materiel, personale samt slots-rettigheder og licenser og som dermed indebærer den største risiko.

Produktudvikling

En anden potentiel retning, vil være en udvidelse af destinationerne i nærmarkederne, eksempelvis Tyskland, Norge eller Sverige eller alternativt at gå ind på de respektive indenrigs rutenet. Dette kunne i givet fald kombineres med åbning af en ny 'hub', som kunne være i Oslo eller Stockholm, som det tidligere Sterling også anvendte.

⁸¹ Kilde: Berlingske Business, 3. sektion, fredag d. 9. marts 2010



En mulighed kunne være at optage konkurrencen med Norwegian og dermed gå ind på deres hjemmebane, nemlig det Norske indenrigsmarked. Det ville i givet fald være oplagt at starte op med ruterne Oslo-Bergen og Oslo-Trondheim, som er blandt de 10 største i Europa⁸². Dette kunne i så fald kombineres med en 'hub' i Oslo, hvorfra man kunne anvende sine ekspertiser, som netværksselskab, samt drage nytte af samarbejdsaftalerne med eksempelvis SAS.

Denne fremtidige udviklingsretning er naturligvis knap så ressourcekrævende, som en diversifikationsstrategi, men er dog stadig krævende, idet det formentlig vil være nødvendigt at anskaffe sig yderligere fly, samt rettigheder mv. til afgang i Norge.

Markedspenetration

Den defensive approach, vil for Cimber være at fokusere på en yderligere markedspenetrering, og dermed øge antallet af afgang på eksempelvis de danske indenrigsflyvninger. Dette giver det klart mindste vækstpotentiale, men er samtidig også den mindst ressourcekrævende strategiske retning for selskabet, hvilket vil give mulighed for at fokusere på at forbedre indtjeningen på de eksisterende ruter.

Dette vil samtidig give bedre mulighed for, at have fokus på den eksisterende konkurrence med eksempelvis Norwegian og man vil forblive på de markeder, hvor man har størst kendskab og ekspertise. For Cimber er muligheden også, at man på det eksisterende hjemmemarked kan slå sig på at være det eneste 100 % danske selskab, hvilket kan give en naturlig fordel i forhold til de danske kunder.

Af de 3 skitserede strategiske retninger, vil det for Cimber med deres vækststrategi, være relevant med en forsat udvidelse i form af diversifikation eller produktudvikling. Men med Cimbers nuværende finansielle situation, hvor selskabet senest har præsenteret en negativ resultatforventning til regnskabsåret 2009/2010 i størrelsesordenen minus mio. kr. 200-220 vil det formentlig ikke være realistisk. Derfor er det meste oplagte scenarie på kort sigt, at Cimber fokuserer på markedspenetrering i form af bedre udnyttelse af eksisterende kapacitet, for derigennem at forbedre indtjeningen.

⁸² Kilde: www.iata.org, traffic charts 2009



4.4.3 Organisk vækst kontra strategiske alliancer og fusion/opkøb

Siden den nuværende finanskrisen begyndte i 2008, har der været et voldsomt pres på indtjeningen i mange virksomheder i hele verden og krisen har især kunne mærkes i luftfartsbranchen. Da denne branche er meget konjunkturfølsom⁸³ og har oplevet en stigende konkurrence⁸⁴ gennem årene, har det resulteret i at flere flyselskaber har indgået alliancer af forskellige art eller er blevet opkøbt af en større konkurrent. Den primære årsag til at fusion og opkøb er blevet interessant for mange flyselskaber, er for at undgå eventuel konkurs, samt at mange flyselskaber er faldet i værdi siden krisens begyndelse og derfor kan erhverves billigere end tidligere.

For Cimbers vedkommende vil en fusion med en anden aktør være en mulighed og specielt i betragtning af virksomhedens økonomiske situation. Fordelene ved en eventuel fusion med en anden carrier, kommer helt an på hvilken type flyselskab der indgår fusion med, samt dennes rutenet. Men alt andet lige, vil en eventuel fusion kunne bidrage med større finansiel sikkerhed og styrke i fremtiden.

En fusion med et netværksselskab vil være det mest oplagte, da Cimbers omkostningsbase er for høj til at virksomheden udelukkende vil kunne drives som profitabelt lavprisselskab. Yderligere vil Cimber kunne drage fordele af sine mange års erfaringer som netværksselskab og derved undgå at skulle transformeres til en ny virksomhedstype.

Som tidligere nævnt, kan en fremtidig mulighed for Cimber være at starte flyvninger indenrigs i Norge og det vil i den henseende være oplagt, at se på mulige samarbejdspartnere på dette marked. Et flyselskab som norske Widerøe kunne være et eksempel på en fremtidig mulig fusionspartner, da Widerøe og Cimber ligner hinanden på flere områder. Der er eksempelvis tale om to velrenommerede virksomheder med mange års erfaring indenfor flytrafik af særligt regional karakter. Derudover fungerer begge flyselskaber som forbindelsesled fra de store nationale lufthavne i henholdsvis Danmark og Norge, nemlig Københavns lufthavn og Gardamoen i Oslo, til de mindre regionale lufthavne i henholdsvis Danmark og Norge. Begge selskabers flyflåde matcher også hinanden godt, da Widerøe udelukkende flyver med propelfly, mens Cimber har både fly med propelmotorer og jetmotorer, hvilket vil betyde at de sammen kan opnå en mere fleksibel flyflåde. En even-

⁸³ Se den strategiske analyse, afsnit omkring PESTEL, s.22

⁸⁴ Se den strategiske analyse, afsnit omkring Porters Five Forces, s. 34



tuel fusion med Widerøe vil betyde, at Cimber bør opstarte flere ruter med flere afgangene til Norge end tilfældet er nu, så de to selskaber kan opnå en større synergi af hinandens rutenet. En betingelse for at fusionen med Widerøe kan gennemføres, er at Widerøes ejerforhold til SAS koncernen ændres.

Der vil naturligvis også være visse ulemper for Cimber, ved at fusionere med en anden aktør. Eksempelvis skal selskabernes strategier og kulturer migreres, hvilket kan være en stor udfordring. Derover skal ledelsen i Cimber også få de ansatte, aktionærerne og ikke mindst kunderne til at kunne forstå det fornuftige i en eventuel fusion. Der til kommer også alle udfordringerne omkring den operationelle del, med at få selskabernes rutenet og flyflåder til at fungere så optimalt som muligt.

Opkøb af konkurrenter er også en fremtidig mulighed for Cimber, men på nuværende tidspunkt vurderes det ikke til være oplagt, da Cimber bør fokusere på at stabilisere forretningen efter den seneste tids store ekspansion.

4.4.4 Delkonklusion på strategiske muligheder

I forhold til Cimbers nuværende situation, er det nødvendigt for selskabet at føre en hybrid strategi, da udvidelsen til de ferierejsende er en betingelse for at opnå fortsat vækst på et meget konkurrenceintensivt marked.

Cimbers nuværende finansielle situation har dog begrænset de fremtidige strategiske muligheder, således at selskabet bør fokusere på de eksisterende markeder, for derigennem at opnå bedre kapacitetsudnyttelse og indtjening. På lang sigt vil yderligere ekspansion i form af relateret diversifikation være en mulighed, såfremt Cimber er i stand til forbedre indtjeningen.

På grund af den globale finansielle krise, vil Cimber kunne drage fordel af en fusion med en anden carrier. Det er dog ikke alle flyselskaber det vil være oplagt at fusionere med og Cimber bør derfor finde en partner, som har samme karakteristika. En fusion vil kunne stille Cimber i en mere sikker og styrket finansiell position.



5. Regnskabsanalyse

Efter at have foretaget en strategisk analyse af Cimber, vil selskabets seneste regnskabstal nu blive analyseret, for at kunne vurdere den historiske performance. Denne opgave tager udgangspunkt i de seneste 3 årsregnskaber samt halvårsregnskab for 2009/10, som er aflagt eller tilrettet efter IFRS, hvilket betyder at de er sammenlignelige. Cimbers årsregnskaber er forskudte og løber fra 1. maj til 30. april.

Analyseperioden på 3½ år vurderes at være tilstrækkelig til at danne grundlag for en vurdering af Cimbers fremtidige indtjeningspotentiale, idet selskabet er ændret væsentligt i struktur efter Sterling transaktionen, i december 2008.

Anden del af regnskabsanalysen relaterer sig til beregningen af Cimbers vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC), som tager udgangspunkt i de 3 dele, kapitalstruktur, afkastkrav til fremmedkapital samt afkastkrav til egenkapitalen.

5.1 Rentabilitetsanalyse

I forbindelse med regnskabsanalysen er det nødvendigt at reformulere resultatopgørelse, balance og egenkapital. Det primære formål med reformuleringen er, at der sker en adskillelse af driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter, således at rentabiliteten for de to områder kan vurderes separat⁸⁵. Driftsaktiviteten vil være den primære driver i forhold til fremtidig værdiskabelse i virksomheden.

Reformuleret resultatopgørelse, balance og egenkapitalopgørelse er vedlagt⁸⁶.

Af væsentlige poster i reformuleringen af resultatopgørelsen kan nævnes:

- Momstilbagebetaling vedr. tidligere år i 2007/08 - placeres under andre driftsindtægter
- Tab/gevinst ved afgang af materielle aktiver - placeres under andre driftsindtægter/omkostninger
- Afskrivninger - opdeles på henholdsvis primær og anden drift

Af væsentlige poster i reformuleringen af balancen kan nævnes:

⁸⁵ Jf. Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 19

⁸⁶ Se bilag 5-7



- Deposita og andre tilgodehavender - flyttet til investeret kapital
- Værdipapirer - flyttet til investeret kapital, som følge af frasalgs af aktie- og obligationsbeholdning i 2006/07
- Likvide beholdninger - flyttet til investeret kapital
- Afledte finansielle forpligtelser aktiv - flyttet til investeret kapital
- Udskudt skat - flyttet til nettodriftsaktiver
- Modtagne forudbetalinger fra kunder - flyttet til nettodriftsaktiver
- Leverandører af varer og tjenesteydelser - flyttet til nettodriftsaktiver
- Anden gæld - flyttet til nettodriftsaktiver
- Hensatte forpligtelser - flyttet til nettodriftsaktiver

På basis af de reformulerede årsregnskaber er udregnet en række nøgletal til analyse af rentabiliteten i Cimber. For at analysen kan afspejle den seneste udvikling er medtaget nøgletal for 1. halvår af regnskab for 2009/10. Nøgletallene er beregnet på gennemsnitsværdier af balanceposterne, ved at tage primo saldo plus ultimo saldo og dividere med to. Der er dog ikke tale om gennemsnitstal for 2006/07, som er baseret på ultimo tal.

5.1.1 Egenkapitalens forrentning (ROE)

Egenkapitalens forrentning (ROE) viser rentabiliteten både ud fra driften og fra den finansielle gearing. Der er tre faktorer, som påvirker niveauet på ROE, nemlig indtjeningen fra driften, nettolånerenten efter skat samt den finansielle gearing.

	<i>Helår</i>	<i>Halvår</i>			
Return on Equity (ROE) i %	2009/10*	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
Egenkapitalens forrentning (ROE)	-90,0%	-35,8%	-21,0%	21,1%	14,2%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede regnskabstal (*Estimeret)

Da der ikke er minoritetsinteresser i Cimber, er det ikke nødvendigt at foretage korrektion for disse.

I gennem analyse perioden har udviklingen i ROE båret præg af store udsving. Fra 2006/07 til 2007/08 er der tale om en stigning på 6,9 procent point, fra 14,2 % til 21,1 %, hvorefter ROE er faldet og faktisk fra 2008/09 har været negativ. Og med en negativ ROE på knap 36 % i 1. halvår



2009/10, samt den kendsgerning at egenkapitalen er reduceret med tæt på 45 % fra 2007/08 til 1. halvår 2009/10, må situationen betegnes som yderst alvorlig. Det til trods for den efterfølgende kapitaltilførsel i december 2009 på ca. 250 millioner kr.

Den negative udvikling kan primært henføres til udvidelsen i forbindelse med Sterling transaktionen i december 2008, hvor Cimber udvidede sin kapacitet betragteligt, den øgede konkurrence og den verdens omspændende finanskrisen. Cimbers vækst er fortsat ind i 2009/10 og kan konstateres ikke at være rentabel endnu.

For nærmere at belyse forholdene, er ROE dekomponeret i form af henholdsvis afkastningsgraden (ROIC), nettolånerenten (r) samt den finansielle gearing (FGear).

Den udvidede DuPont-model anvendes til at dekomponere ROE. ROE kan umiddelbart opgøres til $ROE = \text{totalindkomst} / \text{egenkapital}$. Selv om dette mål selvfølgelig er informativt, kan man ved at dekomponere ROE opnå et endnu højere informationsniveau bl.a. omkring afkastet på netto-driftsaktiver, overskudsgrad og virksomhedens finansielle gearing. Udgangspunktet for den udvidede DuPont-model er $ROE = ROIC + [FGEAR \times (ROIC - r)]$, hvor $FGEAR \times (ROIC - r)$ er den finansielle gearing af virksomheden, mens ROIC i sig selv er driftsrelateret.

5.1.2 Finansiell gearing

Dekomponering af ROE i %	Helår	Halvår	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
	2009/10*	2009/10				
Afkastningsgrad på NDA (ROIC)	-32,2%	-8,6%	-0,2%	10,2%	8,4%	
FGear	2,64	3,31	2,65	1,89	1,28	
Netto finansielle omkostninger i procent (r)	-5,2%	-2,4%	12,0%	0,9%	5,0%	
SPREAD	-27,1%	-6,3%	-12,2%	9,3%	3,4%	

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede regnskabstal (*Estimeret)

FGear viser forholdet mellem de netto finansielle forpligtelser og egenkapitalen. FGear er i hele analyseperioden stigende, hvilket skyldes at de netto finansielle forpligtelser er steget markant fra ca. 260 mio. kr. i 2006/07 til ca. 503 mio. kr. i 2007/08 mens egenkapitalen er faldet fra ca. 200 mio. kr. i 2007/08 til ca. 162 mio. kr. i 2008/09, samt yderligere faldet til ca. 113 mio. kr. i 1. halvår 2009/10.



Stigningen i de netto finansielle forpligtelser kan primært henføres til en stigning i gælden til kreditinstitutter, som følge af den øgede flyflåde, der således er nødvendig at opretholde i forbindelse med deres vækststrategi. Men er naturligvis en dårlig udvikling i finansielle krisetider, som dem vi ser i øjeblikket.

Faldet i egenkapitalen er en direkte følge af de dårlige resultater fra Cimber det seneste halvandet år.

Med kapitaltilførslen vil Cimbers egenkapital naturligvis blive styrket, men med de dårlige forventninger til regnskabsåret 2009/10 vil den positive tilførsel blive reduceret.

Den finansielle gearing medfører øget værdiskabelse såfremt der er et positivt SPREAD mellem afkastningsgraden (ROIC) og de netto finansielle omkostninger i procent (r). Omvendt vil et negativt SPREAD nedbringe værdien i selskabet.

Cimbers SPREAD var positivt i 2006/07 og 2007/08, hvorfor Cimber opnåede øget værdiskabelse i takt med den øgede finansielle gearing, men fra 2008/09 har SPREAD været negativt, hvilket i takt med den øgede gearing faktisk har reduceret værdi. Det skal dog nævnes, at der i 2008/09 var tale om store kurstab på Cimbers rentebærende gæld i USD i størrelsesordenen 43 mio. kr., hvorfor (r) var ekstraordinær høj. Men SPREAD ville stadig alt andet lige være negativt i året.

5.1.3 Afkastningsgrad (ROIC)

I det følgende vil nøgletallet afkastningsgraden (ROIC) blive behandlet, for at belyse Cimbers evne til at forrente den investerede kapital.

	<i>Helår</i>	<i>Halvår</i>			
Afkastningsgrad (ROIC) i %	2009/10*	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
AG på NDA (ROIC)	-32,2%	-8,6%	-0,2%	10,2%	8,4%
AG salg på NDA (ROIC)	-28,7%	-7,9%	0,0%	5,4%	8,2%
AG andet på NDA (ROIC)	-3,5%	-0,7%	-0,2%	4,8%	0,2%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede regnskabstal (*Estimeret)

Fra regnskabsåret 2006/07 til første halvårsregnskab i 2009/10 er ROIC faldet fra et tilfredsstillende niveau til et meget utilfredsstillende niveau, med et fald på mere end 200 %, dog med en stigning på ca. 1,8 procent point i 2007/08. Denne stigning skal dog primært tilskrives den tilbagebe-



talte moms, hvilket har medført en ROIC på 4,8 % på andet driftsresultat. Årsagen til den negative udvikling i ROIC skyldes både faldende OG og faldende AOH, hvor det især er det dårlige resultat på den primære drift, der forsager det negative afkast.

På baggrund af Cimber ledelsens udmelding angående det forventede resultat for år 2009/10⁸⁷, vurderes det at også dette regnskabsår vil vise en utilfredsstillende negativ AG. På længere sigt bør virksomheden dog kunne levere resultater på et mere acceptabelt niveau, da virksomheden i fremtiden bl.a. vil fokusere mere på bedre udnyttelse af eksisterende kapacitet end det har været tilfældet hidtil.

5.1.4 Overskudsgraden (OG)

For at belyse Cimbers evne til at tilpasse omkostningerne til indtægterne, vil nøgletallet overskudsgrad, i det følgende blive behandlet.

	<i>Helår</i>		<i>Halvår</i>		
Overskudsgrad (ROIC) i %	2009/10*	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
OG	-12,2%	-6,1%	-0,1%	5,2%	4,0%
OG salg	-10,8%	-5,6%	0,0%	2,7%	3,9%
OG andet DO	-1,3%	-0,5%	-0,1%	2,4%	0,1%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede regnskabstal (*Estimeret)

Ligesom ROIC falder i perioden fra 2006/07 til første halvår 2009/10, så udvikler OG sig også negativt i denne periode. I 2006/07 havde Cimber en OG på ca. 4 % som steg til 5,2 % i 2007/08, hvilket igen kan tilskrives den tilbagebetalte moms, som påvirker OG på andet driftsresultat positivt. OG faldt til -0,10 % i 2008/09, som følge af bl.a. finanskrisen, hvor Cimber næsten formåede at lave et 'break even' resultat. Som følge af forventningen om et resultatunderskud på mellem kr. mio. 200-220 i årsregnskabet 2009/10, må det forventes af virksomhedens OG vil falde yderligere i forhold til tidligere år og det vurderes på denne baggrund at OGsalg vil blive ca. -10 %.

Udover i 2009/10 vurderes det som sandsynligt at Cimber også for regnskabsåret 2010/11 vil præsentere en negativ OG. Men grundet virksomhedens potentiale, bør Cimber i årene fra 2010/11 og fremover kunne præsentere en positiv OG.

⁸⁷ Kilde: Cimber Sterlings A/S, Periodemeddelelse for den 1. november 2009 – 31. januar 2010, s. 7



5.1.5 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Via nøgletallet aktivernes omsætningshastighed (AOH) vil det i det følgende blive belyst hvor god Cimber er til at genere omsætning, ved at se på hvor mange gange den investerede kapital blive omsat i løbet af året.

	<i>Helår</i>	<i>Halvår</i>			
Aktivernes omsætningshastighed (AOH)	2009/10*	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
AOH	2,70	1,41	1,96	1,97	2,10

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af reformulerede regnskabstal (*Estimeret)

Fra regnskabsåret 2006/07 til 2008/09 falder AOH med ca. 7 %. Denne negative udvikling sker især som følge af transaktionen med Sterling og den der af afledte øgning i netto drift aktiverne. Faldet i AOH i denne periode viser en negativ udvikling i Cimbers evne til at genere omsætning via deres aktiver, men dette vurderes til at være planlagt, idet Cimber i forbindelsen med Sterling transaktionen har anskaffet sig flere fly med hensigt på, at øge deres omsætning på lang sigt.

Nøgletallet for første halvår af 2009/10 kan ikke direkte sammenlignes med de andre år, da der blot indgår omsætning af ét halvt år, mens de gennemsnitlige netto driftsaktiver er beregnet på et 12 måneders niveau.

I betragtning af Cimber ledelsens egne udmeldinger om større fokus på kapacitetsudnyttelse⁸⁸ i fremtiden, samt ved styrkelsen af direktionen primo 2010 med en CCO og en COO, vurderes det at virksomheden vil kunne højne deres AOH i de kommende år. Dette skal især ske via øget omsætning og da det vurderes, som usandsynlig at de gennemsnitlige billetpriser vil stige i fremtiden, bliver virksomheden nødt til at udnytte deres kapacitet bedre. Odin og andre lignende projekter vil naturligvis også kunne bidrage positivt i forsøget på at højne AOH. Med den forventede øgede omsætning vil det være sandsynligt at virksomheden også vil opleve en stigning i deres netto-driftsaktiver, som følge af en stigning i omsætningsaktiverne, da tilgodehavenderne vurderes at ville stige. Udover stigningen i omsætningsaktiverne vurderes det at anlægsaktiverne også vil stige om end ikke i samme grad de første år, som følge af ledelsens udmelding om forbedret udnyttelse af den eksisterende kapacitet.

⁸⁸ Kilde: Cimber Sterlings A/S, Præsentation af periodemeddelelse for 3. Kvartal 2009/10, s.21



5.1.6 Delkonklusion på rentabilitetsanalyse

Overordnet set har Cimber i perioden fra 2006/07 til første halvår af 2009/10 haft en særdeles negativ udvikling i egenkapitalforrentning (ROE). Den primære grund herfor skal findes i Sterling transaktionen og den dertil hørende kapacitetsudvidelse, som har medført faldende omsætnings-hastighed på aktiverne (AOH) og dårligere indtjening på den primære drift (OG). Med faldende AOH og OG har konsekvensen været en forværring af ROIC i analyseperioden. Bl.a. som følge af det seneste 1½ års dårlige resultater, havde selskabet tabt ca. 45% af sin egenkapital inden aktie-emissionen, hvilket har medført en høj finansiell gearing.

På baggrund af ovenstående, vurderes analyseperioden derfor ikke nødvendigvis at være repræ-sentativ for den fremtidige udvikling i nøgletallene, hvorfor parametre fra den strategiske analyse bør inddrages i budgetteringen.

5.2 Estimering af kapitalomkostninger (WACC)

De vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) udtrykker det gennemsnitlige minimums-afkast, som en investor kræver for at investere i virksomheden.

WACC bestemmes via nedenstående formel⁸⁹:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \cdot k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \cdot k_g$$

5.2.1 Kapitalstruktur

Som en del af beregningen af de gennemsnitlige vægtede kapitalomkostninger, skal bl.a. Cimbers fremtidige forhold mellem egenkapital og fremmedkapital estimeres, altså virksomhedens kapital-struktur. I denne forbindelse er det, det gennemsnitlige forhold mellem den bogførte værdi af henholdsvis egenkapitalen og de netto finansielle forpligtigelser for de sidste tre årsregnskaber, der danner grundlaget for den fremtidige forventning til Cimbers kapitalstruktur. Herudover ind-går den strategiske analyse også i estimeringen.

⁸⁹ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 54



	2008/09	2007/08	2006/07
NFF	73,9%	71,5%	56,1%
Egenkapital	26,1%	28,5%	43,9%

Kilde: Egen tilvirkning

Ovenstående figur viser Cimbers historiske kapitalstruktur, hvor det ses at forholdet mellem egenkapital og fremmedkapital har ændret sig betydeligt over årene. Dette hænger bl.a. sammen med Sterling transaktionen, som har ændret virksomhedens kapitalstruktur væsentligt.

Selv om Cimbers netto finansielle forpligtelser er steget relativt mere end virksomhedens egenkapital over de seneste år og derved rykket ved balancen mellem fremmedkapital og egenkapital, så vurderes det, at den fremtidige gældsandel vil falde en smule. Dette begrundes ud fra den gennemførte aktieemissionen ultimo 2009 og at kapitalstrukturen herefter forventes at vil stabilisere sig i forholdet 70-30, eller at der vil være 2,33 gange så meget fremmedkapital i virksomheden som egenkapital.

	Estimat
NFF	0,7
Egenkapital	0,3

Kilde: Egen tilvirkning

Denne kapitalstruktur ligger også på niveau med Cimbers to nærmeste konkurrenter, nemlig SAS og Norwegian, idet disse to virksomheder i seneste regnskaber præsenterede en egenkapitalandel på henholdsvis 27 %⁹⁰ og 28 %⁹¹. Yderligere har SAS et krav til at virksomhedens egenkapital skal udgøre 35 %⁹² af den samlede kapital, men dette har virksomheden ikke på noget tidspunkt kunne leve op til, i de seneste ti år på trods af at virksomheden i 2009 fik indskudt yderligere kapital for ca. SEK 6 mia., hvilket derfor vurderes til at være et urealistisk højt niveau.

⁹⁰ SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2009

⁹¹ Norwegian Annual Report 2009

⁹¹ Jf. www.tax.dk

⁹² Jf. SAS Group Annual Report & Sustainability Report 2009, s. 47



5.2.2 Afkastkrav til fremmedkapital

Da Cash flowet opgøres på efter skat basis, så skal afkastkravet til fremmedkapitalen ligeledes opgøres til efter skat basis. Formlen til beregning af fremmedkapitalens afkastkrav ses herunder⁹³:

$$k_g = (r_f + r_s) \cdot (1 - t)$$

Risikofri rente (Rf) samt risikotillæg (Rs)

Rf er udtrykket for den risikofrie rente, mens rs er udtrykket for det selskabsspecifikke risikotillæg.

Til estimering af den risikofrie rente anvendes den effektive rente på en 10 årig statsobligation. Pr. ultimo december 2009 var den gennemsnitlige risikofrie rente 3,6 %⁹⁴, hvilket er et historisk lavt niveau. Derfor estimeres den fremtidige risikofrie rente til at være højere, nemlig til 4,0 %, da det vurderes at den fremtidige rente vil lægge på dette niveau.

Til estimering af det selskabsspecifikke risikotillæg anvendes den fremtidige forventede risikofrie rente samt Cimbers forventede nettolåneomkostninger. Som følge af Cimbers finansielle situation, vurderes det at virksomhedens nettofinansielle forpligtelser vil stige i fremtiden og som følge af dette vil virksomhedens soliditetsgrad falde. På baggrund af dette, samt en forventning om et højere renteniveau, vurderes risikotillægget til at være 6 %. Det høje niveau skal ses i lyset af Cimbers til en hver tid gældende kreditvurdering og er derfor forbundet med en vis usikkerhed.

Siden 2007 har selskabsskatten i Danmark været på 25 %⁹⁵ hvilket også estimeres til at være det fremtidige niveau, da det ikke vurderes at der er udsigt til hverken skattelettelse eller skattestigninger i fremtiden.

På baggrund af ovenstående estimeres afkastkravet til fremmedkapitalen til at være 10 %.

5.2.3 Afkastkrav til egenkapital

Til brug for estimering af afkastkravet til egenkapitalen anvendes CAPM modellen, som angiver investorernes afkastkrav i forhold til risikoen.

⁹³ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 56

⁹⁴ Kilde: Danmarks Nationalbank - <http://nationalbanken.statistikbank.dk>



Afkastkravet kan via CAPM beregnes som⁹⁶ ;

$$k_e = r_f + \beta \cdot \text{risikopræmie}$$

Ejernes afkastkrav opgøres jf. ovenstående formel, af henholdsvis den risikofrie rente, aktiens systematiske risiko i forhold til markedsporteføljen opgjort ved en Beta værdi, samt den generelle risikopræmie for markedet. Sidstnævnte defineres som forventet afkast ved investering i markedsporteføljen fratrasket den risikofrie rente⁹⁷.

Risikofri rente (Rf)

Den risikofrie rente er jf. ovenstående afsnit om afkastkravet til fremmedkapitalen estimeret til 4%

Beta (β)

β angiver, som nævnt den systematiske risiko på en given aktie i forhold til markedsporteføljen og en værdi på 1 angiver at risikoen er lig markedsporteføljen. En værdi på nul angiver således en risikofri investering, en værdi mellem 0 og 1 angiver en investering med mindre risiko end markedsporteføljen, mens en værdi på over 1 angiver en investering med større risiko end markedsporteføljen⁹⁸.

β værdien kan estimeres på baggrund af den historiske samvariation mellem den enkelte akties afkast og afkastet på aktiemarkedet, typisk via en simpel regressionsanalyse. Ulempen ved denne metode er, at der kun er tale historiske tal, der ikke nødvendigvis siger noget om fremtiden. For Cimbers vedkommende er der dog yderligere tale om en relativ beskeden periode med historisk data, hvorfor vi i denne opgave vælger at estimere værdien på baggrund af simpel 'common sense', med udgangspunkt i virksomhedens risikoprofil⁹⁹.

Baseret på Cimbers nuværende situation vurderes selskabet, at have en relativ høj driftsmæssig samt finansiell risiko. Grundlaget for dette skal findes i henholdsvis de risici, som grundlæggende er

⁹⁶ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 51

⁹⁷ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 51

⁹⁸ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 53

⁹⁹ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 53



til stede i luftfartsindustrien omkring brændstof, valutakurser og øvrige eksterne påvirkninger i form af reguleringer mv. samt Cimbers nuværende finansielle stilling¹⁰⁰.

På baggrund af ovenstående estimeres β til 1,6.

Markedets risikopræmie

Markedets risikopræmie er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier relativt til den risikofrie rente. Denne sættes til 4 %, som har været den gennemsnitlige risikopræmie fra 1998-2005 jf. investor undersøgelse af PriceWaterhouseCoopers¹⁰¹, hvilket antages også at være gældende fremover.

Afkastkravet til egenkapitalen kan herefter via CAPM estimeres til 10,4 %.

5.2.4 Beregning af WACC

På baggrund af de estimerede værdier for henholdsvis kapitalstruktur, afkastkrav til fremmedkapital samt afkastkrav til egenkapital kan WACC nu beregnes som:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NDA}} \cdot k_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{NDA}} \cdot k_g$$

Hvilket giver en WACC på $= 0,0837 = 8,37 \%$

Det kan diskuteres hvorvidt forudsætningerne for ovenstående beregninger, er repræsentative i forhold til den nuværende situation med finansiell krise, samt den deraf afledte effekt på de respektive markeder. Generelt er risikoen ved investering i aktier på nuværende tidspunkt markant øget i forhold til tidligere på grund af den økonomiske ustabilitet. Det antages dog i denne opgave, at disse udsving på længere sigt vil stabilisere sig, hvorfor de estimerede værdier vurderes at være dækkende.

¹⁰⁰ Jf. den strategiske analyse (PESTEL) og Rentabilitetsanalysen

¹⁰¹ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 52



6. Budgettering

På grund af den korte periode siden Sterling transaktionen samt børsintroduktionen, er der lagt mere fokus på den strategiske analyse, samt de identificerede value drivers, end på den regnskabsmæssige analyse. Dette er gjort ud fra en betragtning om, at de historiske data ikke nødvendigvis er repræsentative for den fremtidige udvikling i Cimber, idet selskabet i dag fremstår med en helt anden forretningsmæssig struktur end for bare 3 år siden.

Ved budgetteringen er der foretaget en estimering af nøgleposter i resultatopgørelsen samt i balancen. Omsætningen og omsætningsvæksten vurderes til at være de centrale value drives, som derfor vil danne grundlag for den videre budgettering i form af eksempelvis omsætningshastigheder.

6.1 Fastlæggelse af budgetperiode

Ved brug af en diskonteringsmodel i sin generelle form, som Cash Flow modellen FCFF, foreskrives det, at der skal tilbagediskonteres pengestrømme i det uendelige, hvilket naturligvis ikke er praktisk muligt.

Derfor vælges der som regel en begrænset budgetperiode, typisk fra 3 til 10 år, hvor der for hvert enkelt år fastlægges eksplicitte forecasts for salg, driftsoverskud mv. Når det ikke længere giver værdi, at lave eksplicitte budgetter, forudsættes det at posterne i budgettet vokser med en konstant vækstrate i den såkaldte terminalperiode¹⁰².

I denne opgave er budgetperioden fastsat til 5 år, idet usikkerheden på de enkelte parametre antages at blive for stor herefter. I løbet af de 5 år vil Cimbers omsætningsvækst forventeligt stabilisere sig omkring et niveau svarende til branchegennemsnittet og inflationsniveauet. Derfor forudsættes det, at de enkelte poster i budgettet efter de 5 år følger en konstant vækstrate.

6.2 Prognose for fremtidigt Cash Flow

Som nævnt vurderes de centrale value drivers, at være omsætningen og omsætningsvæksten, som derfor danner grundlag for den øvrige budgettering i form af omsætningshastigheder, samt sepa-

¹⁰² Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 42



rat antagelse om overskudsgraden. De enkelte budgetforudsætninger er beskrevet i det efterfølgende afsnit, som leder frem til det endelige budget for Cimbers fremtidige Cash Flow.

6.2.1 Budgetforudsætninger

I de efterfølgende afsnit vil budgetforudsætningerne for de enkelte hovedposter blive gennemgået¹⁰³.

Omsætning

Omsætningstal for 2009/10 (helår) samt 2010/11 er baseret direkte på Cimbers egne forventninger til driften jf. udmelding fra ledelsen i forbindelse med offentliggørelse af regnskab for 3. kvartal 2009/10¹⁰⁴. Dog er niveauet lagt omkring de laveste forventninger til omsætning og EBIT, hvorfor det vurderes at være validt.

Efter regnskabsåret 2010/11 antages det, at Cimber ikke kan fortsætte den eksplosive vækst, som følge af Sterling transaktionen. Derfor er omsætningsvæksten faldende og vurderes at ramme ca. 15% i 2011/12, 12% i 2012/13, 7% i 2013/14, for at stabilisere sig på et konservativt niveau omkring 4% fra 2014/15 og frem, hvilket er på niveau med inflationen, samt den forventede markedsvækst, som jf. Association of European Airlines (AEA) pt. ligger omkring 5%¹⁰⁵.

Belægget for denne faldende omsætningsvækst skal findes i det faktum, at salgsvækstrater over tid har en tendens til at udligne sig mod et gennemsnit¹⁰⁶. Cimber antages at ville følge denne tendens.

Omsætningen er jf. afgrænsningen vurderet, som en samlet størrelse, til trods for at der på de forskellige forretningsområder (henholdsvis indenrigs, charter, europæiske destinationer) formentlig er forskellige vækstrater. Men da der ikke forefindes info på de respektive forretningsområders andel af Cimbers samlede omsætning, vil det ikke give mening at forsøge en opdeling.

¹⁰³ Se samlet oversigt over budgetforudsætningerne i bilag 8

¹⁰⁴ Kilde: Cimber Sterling A/S, Præsentation af periodemeddelelse for 3. Kvartal 2009/10, s. 4

¹⁰⁵ Kilde: AEA Q&A, <http://www.aea.be/research/qas/indexsempelvis.html>

¹⁰⁶ Kilde: Jens Elling & Ole Sørensen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s. 227



OGsalg

Overskudsgraden for 2009/10 for 2009/10 (helår) samt 2010/11 er som for omsætningens vedkommende, baseret direkte på Cimbers egne forventninger til driften jf. udmelding fra ledelsen i forbindelse med offentliggørelse af regnskab for 3. kvartal 2009/10.

De negative overskudsgrader i 2009/10 og 2010/11, antages dog primært at kunne henføres til den kraftige ekspansion efter Sterling transaktionen og den dertil hørende tidsperiode, som skal bruges for at kunne omstille driften til de nye forretningsområder.

På baggrund af den strategiske analyse, samt de nye tiltag Odin og Thor, som allerede delvist er implementeret, antages det, at Cimber fra 2011/12 kan genererer positiv indtjening. Deres overskudsgrad estimeres til, at ligge i niveauet omkring 4,75% fra 2011/12 og frem, hvilket dog er bekræftet med en del usikkerhed. Til sammenligning realiserede Cimbers, konkurrent Norwegian en EBT-margin på ca. 8,50% i 2009¹⁰⁷.

Derudover lå overskudsgraden blandt luftfartselskaberne i Europa i henholdsvis 2002 og 2003 i niveauet, minus 20% til plus 15% og fra minus 20% til plus 17%, med en gennemsnit omkring 0-1%¹⁰⁸. Derfor vurderes en OG på 4,75% som realiserbar.

Driftsomkostninger

De budgetterede driftsomkostninger er beregnet som en residual af den forventede omsætning og resultatet af den primære drift i regnskabsåret 2010/2011. Årene herefter er driftsomkostninger beregnet som en residual af den forventede omsætning og den forventede overskudsgrad på salget.

Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

I forhold til nettodriftsaktiverne (NDA), vurderes det at anlægsaktivernes omsætningshastighed, primært i form af flyflåden, vil variere mest i budgetperioden. Dette betyder at ændringen i NDA henover årene kan henføres til ændringen i anlægsaktivernes omsætningshastighed, hvorfor de øvrige omsætningshastigheder holdes konstant.

¹⁰⁷ Kilde: Beregning på basis af Norwegians årsrapport for 2009

¹⁰⁸ Kilde: "Luftfarten i Skandinavien – værdi og betydning" rapport af Cowi, fra november 2004, s. 64



På baggrund af Cimber ledelsens udmelding om større fokus på optimering af eksisterende kapacitet i det indeværende samt det kommende regnskabsår¹⁰⁹, er omsætningshastigheden på anlægsaktiverne budgetteret til at stige fra 1,09 i første halvår af regnskabsåret 2009/10 til 2,04 for hele året. Denne trend forventes at fortsætte i både regnskabsåret 2010/11 og 2011/12, da aktivernes omsætnings hastighed på anlægsaktiverne er budgetteret til henholdsvis 2,28 og 2,35. Dette begrundes ud fra en forventning om at bl.a. optimeringen af ledelsesgruppen med CCO og COO, vil resultere i flere passagerer og den deraf følgende effekt af bedre udnyttelse af eksisterende kapacitet.

Fra regnskabsåret 2011/12 vurderes det, at Cimber har nået en maksimal udnyttelse af deres kapacitet og derfor er nødsaget til at investere i yderligere kapacitet, for fortsat at kunne levere positive vækstrater. Dette har indflydelse på omsætningshastigheden på anlægsaktiverne, da NDA derfor forventes at stige relativt mere end omsætningen. Dette medfører at omsætningshastigheden på anlægsaktiverne sænkes fra 2,35 i 2011/12 til 2,30 i 2012/13.

I tiden herefter forventes det at omsætningshastigheden på anlægsaktiverne vil stabilisere sig på 2,20 og derved ligge på niveau med omsætningshastigheden på anlægsaktiverne for henholdsvis Norwegian og SAS¹¹⁰.

Ovenstående budgetforventninger er ambitiøse, men set i forhold til den nyetablerede ledelsesgruppe samt sammenligningen af niveauet af omsætningshastigheden på anlægsaktiverne på henholdsvis Norwegian og SAS, vurderes disse til at være realistiske og mulige af indfri.

Lånerente

På baggrund af de beregninger der er foretaget i forbindelse med WACC, er Cimbers budgetterede lånerente estimeret til 10 %. Denne rente er estimeret ud fra en fremtidig forventning om en rentestigning på den risikofrie rente til 4 %, samt et risikotillæg på 6 %, som følge af en forventning om en stigning i virksomhedens nettofinansielle forpligtelser i procent på grund af Cimbers finansielle situation og deres til en hver tid gældende kreditvurdering.

¹⁰⁹ Kilde: Cimber Sterlings A/S, Præsentation af periodemeddelelse for 3. Kvartal 2009/10, s.22

¹¹⁰ Kilde: Egne beregninger på baggrund af årsrapporterne 2009 for Norwegian og SAS



FGear

Den budgetterede fremtidige optimale andel af egenkapital i forhold fremmedkapital er estimeret på baggrund af beregningen af WACC. Her er det vurderet at den optimale fremtidige kapitalstruktur er 30 % egenkapital og 70 % fremmedkapital i forhold til den samlede passivmasse. Som begrundelse for denne struktur er der udover Cimbers historiske kapitalstruktur også foretaget et benchmark til Cimbers to nærmeste konkurrenter, nemlig SAS og Norwegian, som bekræfter rigtigheden i denne struktur.

Nettodriftsaktiverne (NDA) samt Nettofinansielle forpligtelser (NFF):

NDA og NFF er beregnet på baggrund af henholdsvis FGear og den inverse AOH ($1/AOH$), jf. de tidligere nævnte budgetforudsætninger for FGear og AOH.

NDA er jf. budgetforudsætningen omkring AOH, primært baseret på anlægsaktivernes omsætningshastighed. Ses der på den forventede udvikling i NDA, viser denne en stigning på ca. 10%, i budgetperioden. Dette skal, som tidligere nævnt, begrundes med den forventede kapacitetsudnyttelse i starten af perioden.

Netto finansielle omkostninger (NFO)

NFO er beregnet på baggrund af lånerenten, som er fastsat i forbindelse med beregningen af WACC, samt de beregnede NFF.

Andet driftsresultat

Andet driftsresultat indeholder tilbagebetalt moms, udgifter til børsprospektet samt tab/gevinst på salg af anlægsaktiver, derfor estimeres dette fremadrettet, som værende en omkostning i størrelsesorden ca. 1,0 mio. kr. pr. år¹¹¹. Disse antages dog ikke, at have påvirkning på den primære drift, under forudsætning af at salgsaktiviteterne vedrørende anlægsaktiverne ikke er relateret til den primære drift.

¹¹¹ Moms samt udgifter til prospektet vurderes til at være én gang omkostninger, der ikke afholdes igen



6.2.2 Budget for fremtidigt Cash flow

På baggrund af de ovennævnte parametre og forudsætninger er der opstillet budget i form af proforma opgørelse af henholdsvis resultatopgørelse, balance, og pengestrøm, for perioden frem til 2014/15, samt terminalværdi.

Budget (Proforma)	Budget						
	Helår						
tkr.	2009/10*	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	Terminal
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning	1.575.000	1.835.500	2.110.825	2.364.124	2.529.613	2.630.797	2.736.029
Driftsomkostning ink. leasing	-1.712.290	-1.784.996	-1.920.738	-2.149.040	-2.294.474	-2.386.253	-2.481.703
EBITDA	-137.290	50.504	190.087	215.084	235.139	244.545	254.326
Afskrivninger	-84.914	-80.504	-89.822	-102.788	-114.982	-119.582	-124.365
EBIT	-222.204	-30.000	100.264	112.296	120.157	124.963	129.961
Skat af driftsresultat	51.538	7.500	-25.066	-28.074	-30.039	-31.241	-32.490
Driftsresultat efter skat	-170.666	-22.500	75.198	84.222	90.117	93.722	97.471
Andet driftsresultat efter skat	-20.649	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000	-1.000
NFO (efter skat)	21.458	-28.016	-32.418	-35.833	-41.281	-46.794	-48.666
Årets resultat	-169.857	-51.516	41.780	47.389	47.836	45.928	47.805
Balance							
Anlægsaktiver	771.189	805.044	898.223	1.027.880	1.149.824	1.195.817	1.243.650
Omsætningsaktiver	253.178	337.133	387.703	434.227	464.623	483.208	502.536
Driftsaktiver (DA)	1.024.367	1.142.177	1.285.926	1.462.107	1.614.447	1.679.025	1.746.186
Driftsforpligtelser (DF)	-457.651	-524.429	-603.093	-675.464	-722.746	-751.656	-781.723
Netto driftsaktiver (NDA)	566.716	617.748	682.833	786.643	891.700	927.368	964.463
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	373.549	432.238	477.778	550.414	623.922	648.879	674.834
Egenkapital	193.167	185.510	205.055	236.229	267.778	278.489	289.629
Investeret kapital	566.716	617.748	682.833	786.643	891.700	927.368	964.463
EK Ratio	34%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Pengestrømsopgørelse (Cash-flow)							
Driftsresultat efter skat	-170.666	-22.500	75.198	84.222	90.117	93.722	97.471
Ændring i NDA (+ = neg cash påvirkning)	-54.682	51.032	65.085	103.810	105.057	35.668	37.095
FCF	-115.984	-73.532	10.113	-19.588	-14.940	58.054	60.376

Kilde: Egen tilvirkning



7. Værdiansættelse

På baggrund af den tidligere udarbejdede strategiske analyse, den historiske regnskabsanalyse samt det 5-årige budget, kan der hermed foretages en egentlig værdiansættelse af Cimber. Til beregning af værdien af Cimber benyttes, som tidligere nævnt¹¹², FCFF modellen, hvor der herefter vil blive foretaget en følsomhedsanalyse på de mest relevante value drivers. Afslutningsvis vil den beregnede værdi af Cimber blive sammenlignet med den gældende dagsværdi af virksomhedens aktie på Københavns Fondsbørs pr. den 31. marts 2010.

7.1 Værdiansættelse ved den tilbagediskonterede Cash Flow model

På baggrund af det fastlagte budget for perioden 2009/10 til 2014/15, den fastsatte terminalværdi og tilhørende vækstrate (g) samt den beregnede WACC, er nedenstående værdiansættelse foretaget via FCFF modellen.

Værdiansættelse

	Halvår	Helår						
tkr.	2009/10R	2009/10*	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	Terminal
Driftsresultat efter skat		-170.666	-22.500	75.198	84.222	90.117	93.722	97.471
NDA	566.716	566.716	617.748	682.833	786.643	891.700	927.368	964.463
FCF		-115.984	-73.532	10.113	-19.588	-14.940	58.054	60.376
Diskonteringsfaktor ($1 + WACC = 1,0837$) ^t		1,084	1,174	1,273	1,379	1,495	1,620	
PV af FCF		-107.026	-62.612	7.946	-14.202	-9.995	35.841	
PV af FCF indtil 2014/15	-150.049							
Terminalværdi (TV)							1.381.609	g 0,040
PV af TV	852.964							
Virksomhedsværdi	702.915							
Bogført værdi af NFF	453.692							
Værdi af egenkapital	249.223							
Værdi pr. aktie (45,5 mio. stk.)	5,48							

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses bliver den beregnede markedsværdi af Cimber mio. kr. 249,223 svarende til en aktiekurs på kr. 5,48 baseret på information af d. 31. marts 2010.

¹¹² Se metode afsnittet, s. 12



7.2 Følsomhedsanalyse på ændringer i omsætning / g, OG, AOH, og WACC

For at vurdere usikkerheden i de forudsætninger, der er blevet foretaget i forbindelse med budgetlægningen, er det relevant at supplere beregningerne vedrørende værdiansættelsen, med en følsomhedsanalyse.

Med udgangspunkt i de vigtigste value drivers, nemlig væksten i omsætningen, overskudsgraden, omsætningshastigheden på aktiverne samt WACC, er der foretaget konsekvensberegninger på baggrund af relative ændringer på henholdsvis -20 %, -10 %, +10 % samt +20 % på den enkelte value driver.

7.2.1 Ændring i omsætningsvækst / g (vækstrate)

Tabellen herunder viser følsomheden i Cimbers kurs overfor ændringer i vækstraten i terminalperioden. Der er naturligvis stor usikkerhed forbundet med fastsættelsen af en vækstrate mere end 5 år ud i fremtiden, men på baggrund af især forventningerne til markedsvæksten¹¹³, vurderes niveauet at være forholdsvist præcist.

Ændring i variable	-20%	-10%	0%	10%	20%
(g)	3,20%	3,60%	4,00%	4,40%	4,80%
Kurs	4,28	4,83	5,48	6,26	7,21
Ændring	-1,2	-0,65	0	0,78	1,73
Ændring i %	-22%	-12%	0%	14%	32%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen tager budgettet udgangspunkt i en konstant vækstrate, sat til 4%. En negativ ændring på 20% til 3,20% vil således betyde et fald i Cimbers aktiekurs på 1,2 kr. eller med andre ord et fald på 22%. Omvendt vil en stigning på 20% i vækstraten betyde en stigning i kursen på 32% eller 1,73 kr. Heraf ses det at kursen er relativt mere følsom over for ændringer i positiv retning end i negativ retning.

Eftersom størstedelen af virksomhedens værdi ligger i terminalperioden ved en vækstrate på 4%, er det derfor værd at bemærke at en negativ ændring stort set kun slår igennem 1 til 1 på aktiekursen, hvorimod en positiv ændring har en forholdsmæssig større betydning på kursen.

¹¹³ Se budgetforudsætningen omkring omsætning s. 71



7.2.2 Ændring i OG

Af tabellen herunder fremgår følsomheden i Cimbers aktiekurs overfor ændringer i OG_{salg}. Overskudsgraden er estimeret til at være negativ i 2009/10 samt 2010/11 på baggrund af selskabets egne forventninger¹¹⁴, hvorfor ændringerne kun er beregnet for perioden 2011/12 og frem.

Ændring i variable	-20%	-10%	0%	10%	20%
OG salg	3,80%	4,28%	4,75%	5,23%	5,70%
Kurs	-1,62	1,96	5,48	9,06	12,58
<i>Ændring</i>	-7,1	-3,52	0	3,58	7,1
<i>Ændring i %</i>	-130%	-64%	0%	65%	130%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af tabellen er Cimbers aktiekurs relativt mere følsom overfor ændringer i overskudsgraden end væksten i omsætning. Ved en stigning på 20%, fra 4,75% til 5,70%, stiger den estimerede aktiekurs således fra 5,48 kr. til 12,58 kr., svarende til en stigning på 130%.

Ændringerne i overskudsgraden er til forskel fra vækstraten lineær, forstået på den måde, at en ændring på 1%, har samme effekt uanset om det er i positiv eller negativ retning.

Overordnet set er aktien således særdeles følsom overfor ændringer i indtjeningen, hvorfor det kan siges, at især Cimbers evne til at skabe positiv indtjening, bør være i fokus.

7.2.3 Ændring i AOH

I nedenstående afsnit vil konsekvensberegningerne af AOH og dennes påvirkning af aktiekursen blive behandlet.

Ændring i variable	-20%	-10%	0%	10%	20%
AOH	2,27	2,56	2,84	3,12	3,41
Kurs	-0,86	2,77	5,48	7,74	9,70
<i>Ændring</i>	-6,34	-2,71	0	2,26	4,22
<i>Ændring i %</i>	-116%	-49%	0%	41%	77%

Kilde: Egen tilvirkning

Som det ses af ovenstående figur vil en AOH på 2,84 give en aktiekurs på kr. 5,48. En relativ ændring på -10 % i AOH medfører et fald i aktiekursen på ca. 50 %, mens en relativ ændring på +10 %

¹¹⁴ Jf. budgetforudsætningen omkring Overskudsgraden s. 71



blot medfører en kursstigning på 41 %. Det betyder bl.a. at en dårligere udnyttelse af den eksisterende kapacitet og deraf lavere AOH, har større negativ indflydelse på aktiekursen, end hvis virksomheden optimere sin kapacitet og derved opnår en højere AOH og højere aktiekurs.

7.2.4 Ændring i WACC

På baggrund af konsekvensberegningerne på WACC vil dennes påvirkning af aktiekursen, bliver behandlet i nedenstående.

Ændring i variable	-20%	-10%	0%	10%	20%
WACC	6,70%	7,53%	8,37%	9,21%	10,04%
Kurs	20,06	11,01	5,48	1,77	-0,87
Ændring	14,58	5,53	0	-3,71	-6,35
Ændring i %	266%	101%	0%	-68%	-116%

Kilde: Egen tilvirkning

Af ovenstående kan ses at en relativ ændring i WACC på -10 % har stor betydning for aktiekursens værdi, da denne stiger med over 100 %. Hvis WACC derimod stiger med 10 % vil dette medføre et fald i aktiekursen på ca. 70 %. På baggrund af dette kan det konstateres, at påvirkningen fra WACC ikke forløber lineært og at en stigning i de gennemsnitlige kapitalomkostninger har en mindre negativ indflydelse på aktiekursen, end som den positive påvirkning af aktiekursen et fald i WACC givetvis har.

7.3 Sammenligning af beregnet og faktisk værdi af aktie i Cimber Sterling A/S

Den gældende aktiekurs på Københavns Fondsbørs pr. d. 31. marts 2010, var kr. 4,07¹¹⁵, mens den teoretiske beregnede kurs er estimeret til kr. 5,48, hvilket svarer til en forskel på kr. 1,41.

Dette betyder at Cimber Sterlings aktie pr. 31. marts 2010 var undervurderet.

Dette er i god overensstemmelse med aktieanalyse foretaget af professionelle aktieanalytikere, som d. 23. marts 2010 vurderede aktien til på lang sigt at ligge i niveauet kr. 6,00 - 9,00.¹¹⁶

¹¹⁵ Kilde: http://borsen.dk/virksomhed/cimber_sterling_group

¹¹⁶ Kilde: Analyse af Cimber Sterling Group A/S udarbejdet af Aktieinfo d. 23. marts 2010 – www.aktieinfo.net



7.3.1 Delkonklusion på værdiansættelse

På baggrund af de fastlagte budgetforudsætninger er det fremtidige Cash Flow estimeret. Budgetforudsætningerne er estimeret delvist på baggrund af de fremtidige muligheder, fra den strategiske analyse og delvist på baggrund af de historiske data fra regnskabsanalysen.

Som det ses af de udarbejdede følsomhedsanalyser, er den beregnede værdi af aktiekursen, be-
hæftet med høj grad af usikkerhed. Selv med relativt små ændringer i de enkelte value drivers, vil
det betyde store udsving i kursen.

På trods af dette, vurderes det at være realistisk, at Cimber aktien på lang sigt kan værdisættes til
kr. 5,48, hvilket betyder, at den er undervurderet i forhold til den faktiske værdi pr. d. 31. marts
2010. Dette kræver dog, at Cimber klarer sig igennem den nuværende vanskelige tid og især kan
leve op til de anlagte budgetforudsætninger, om især positiv drift i terminalperioden.



8. Hovedkonklusion

8.1 Konklusion

Denne hovedopgaves formål har været at foretage en vurdering af Cimber Sterling A/S' strategiske muligheder, samt at fastsætte værdien af selskabets aktie pr. 31. marts 2010.

For at komme frem til dette, er der blevet foretaget en strategisk analyse og en regnskabsanalyse, som begge har dannet grundlag til forventningerne til selskabets fremtidige resultater.

Cimber Sterling A/S' strategiske muligheder er vurderet til, at virksomheden bør fokusere på eksisterende markeder for, at opnå en bedre kapacitetsudnyttelse og herigennem en forbedret indtjening.

På baggrund af de udarbejdede analyser er Cimber Sterling A/S' aktiekurs beregnet til kr. 5,48. Den gældende kurs var d. 31. marts 2010 kr. 4,07, hvilket betyder at aktien var undervurderet.

Overordnet set er luftfartsbranchen i høj grad påvirket af eksterne faktorer. De generelle makroøkonomiske konjunkturer kan direkte henføres til efterspørgslen og rammer således luftfartsindustrien i særlig høj grad. Da udgifter til brændstof udgør en stor post i regnskabet og samtidig afregnes i US dollar, er luftfartselskaberne meget påvirkede af udsving i både pris og kurs.

De seneste år er konkurrencen i luftfartsbranchen intensiveret, som følge af et øget antal aktører. Samtidig har presset på billetpriserne formentlig aldrig været større, som følge af især den øgede konkurrencen fra lavprisselskaberne. Forhandlingsstyrken overfor såvel leverandører som kunder, er relativt lav, mens truslen fra substituerende produkter anses for værende begrænset. Dette sammenholdt med de høje indgangsbarrierer, gør at luftfartsbranchen er mindre attraktiv.

Cimber Sterling A/S har dog trods sin beskedne størrelse formået, at vokse relativt mere end de nærmeste konkurrenter, SAS og Norwegian. Dette er opnået i en periode med et marked præget af lavkonjunktur og generelt øget konkurrence. Denne vækst kan primært tilskrives Sterling transaktionen og den dertilhørende udvidelse af rutenettet, som bl.a. har medført, at Cimber Sterling A/S i dag kan karakteriseres som et hybridselskab.



Cimber Sterling A/S' nuværende finansielle situation samt den globale økonomiske krise, har begrænset de fremtidig strategiske muligheder. I stedet for at søge vækst via eksempelvis opkøb, bør selskabet i de nærmeste år fokusere på de eksisterende markeder, for derigennem at opnå en bedre kapacitetsudnyttelse og indtjening. Såfremt dette lykkedes, vil det åbne muligheden for at skabe fremtidig vækst via eksempelvis diversifikation.

Som følge af især Sterling transaktionen, har Cimber Sterling A/S formået at øge deres omsætning væsentligt, men væksten har også medført øgede omkostninger. Det har medført at virksomheden i den seneste tid har præsenteret negative resultater.

Cimber Sterling A/S' historiske nøgletal bærer derfor også præg af denne udvikling, hvor stort set samtlige nøgletal over de seneste 3½ år har bevæget sig i negativ retning.

Grundet virksomhedens potentiale, bærer budgetforudsætningerne dog præg af ambitiøse, men realistiske mål. Det er derfor essentielt at virksomheden kan opnå de budgetterede vækstrater, den forventede optimering af kapaciteten, samt den deraf afledte forbedrede indtjening.

Den udarbejdede værdiansættelse viser, at Cimber Sterling A/S aktie pr. 31. marts 2010 har en estimeret værdi af kr. 5,48, hvilket betyder at aktien var undervurderet på det pågældende tidspunkt. Værdien er dog behæftet med en høj grad af usikkerhed, da eksempelvis en stigning på 10% i WACC medfører et kursfald på ca. 70%.

8.2 Perspektivering

Onsdag d. 14. april blev det danske, samt store dele af det øvrige europæiske luftrum, lammet af flyveforbuddet i forbindelse med den islandske askesky og dele af luftrummet er endnu stadig påvirket. Dette skete efter den fastsatte deadline for data til denne hovedopgave og effekten er derfor ikke medtaget, hverken i form af de direkte tab, som for Cimber Sterling A/S' vedkommende har kunnet opgøres til ca. kr. 5-8 mio. pr. dag i resultateffekt¹¹⁷ eller i form af den afledte nedgang i efterspørgslen.

¹¹⁷ Kilde: Cimber Sterling A/S selskabsmeddelelse nr. 33, af 19. april 2010



Det er endnu ikke endeligt afklaret hvorvidt man fra EU eller den danske stats side, vil give støtte til den trængte luftfartsbranche, selv om det indtil videre ikke ser ud til at ske.

Den internationale luftfartsorganisation IATA, har dog været ude og direkte langet ud efter de europæiske regeringers håndtering af krisen. En krise som IATA vurderer, er håndteret pinligt og kalder det et europæisk roderi og som samlet set, vurderes til at have kostet flyselskaberne mere end 18 mia. kr.¹¹⁸

Denne nye information vil naturligvis forværre det snarlige årsregnskab fra Cimber Sterling A/S, såvel som selskabets umiddelbare likviditetsmæssige situation. Cimber Sterling A/S oplyste senest i forbindelse med regnskabet for 3. kvartal om likviditetsreserver på ca. mio. kr. 100. Alt efter størrelsen på den endelige omkostning forbundet med flyveforbuddet, som endnu ikke er fuldstændigt opgjort, antages det dog, at Cimber Sterling A/S' likviditetsreserve er tilstrækkelig.

Uanset hvad, vil den indtrufne begivenhed ændre på den anlagte værdiansættelse af Cimber Sterling A/S. Både på kort sigt i form af den negative resultatpåvirkning, men også på længere sigt, som følge af den generelle negative påvirkning på efterspørgslen, som antages, at ville påvirke markedet på samme måde, som tidligere begivenheder omkring sikkerhedssituationen, eksempelvis terrorangrebet i USA i 2001¹¹⁹.

Denne perspektivering er udarbejdet efter arbejdet med selve hovedopgaven og skal derfor ses som et supplement til selve værdiansættelsen. Den beregnede aktiekurs er derfor behæftet med yderligere usikkerhed i form af de ovenfor nævnte påvirkninger, som må anses for at være meget væsentlige.

Derfor må det antages at den estimerede kurs på baggrund af data pr. d. 31. marts 2010 på kr. 5,48 ikke længere er valid og derfor bør justeres i negativ retning. Og det viser dermed med al tydelighed hvor meget luftfartsindustrien er påvirket af eksterne faktorer, som flyselskaberne ikke selv er herrer over.

¹¹⁸ Kilde: Politiken.dk, "EU: Askesky har kostet 18 mia kr. - indtil nu", af d. 27. april 2010
<http://politiken.dk/udland/article958196.ece>

¹¹⁹ Jf. PESTEL analysen s. 24



9. Litteraturoversigt

9.1 Faglitteratur

- 1) "Principles of Corporate Finance"
McGraw Hill
Richard A. Brealey, Stewart C. Meyers, Franklin Allen
9. Udgave
ISBN: 9780071266758
- 2) "Exploring Corporate Strategy – Teksempelvist – Eight Edition"
Pearson Education/Financial Time/Prentice Hall
Johnson, Scholes & Whittington
ISBN: 9781405887335
- 3) "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"
Gjellerup
Jens O. Elling, Ole Sørensen
ISBN: 8713049038
- 4) "Guide til nøgletal, ekstern regnskabsanalyse og budgettering"
Forlaget Focus
Michael Havsteen
ISBN: 8791780004

9.2 Regnskabsmaterialer og lignende

- 1) Cimber Sterling A/S årsrapport 2008/09
- 2) Cimber Sterling A/S halvårsrapport 2009/10
- 3) Cimber Sterling A/S periodemeddelelse for 3. kvartalsregnskab 2009/10
- 4) Cimber Sterling A/S trafik tal januar - februar 2010
- 5) SAS årsrapport 2009
- 6) SAS årsrapport 2007



- 7) Norwegian årsrapport 2009

9.3 Øvrige rapporter

- 1) Finansministeriet – nationalregnskab 4. Kvartal 2009
- 2) IATA – Financial forecast, March 2010
- 3) IATA – International Traffic Charts, 2009
- 4) AEA – Financial trends, Q3/2009
- 5) Rapport af Cowi for SAS – Luftfarten i Skandinavien – værdi og betydning, 2004

9.4 Avis og internetartikler

- 1) Berlingske Business, 3. sektion, fredag d. 26. marts 2010, af Laurits Harmer Lassen
"Lufthavnen på kollisionskurs med sine største kunder"
- 2) Børsen online, 17. marts 2010, af Uffe Hartmann
"Cimber taber 176 mio. kr. på ni måneder"
http://borsen.dk/investor/nyhed/178967/newsfeeds_rss/
- 3) Børsen online, 25. februar 2010, af Theis Lykkegaard
"Cimber-sag presser supersælgers rygte"
<http://borsen.dk/finans/nyhed/177512/>
- 4) Politiken.dk, 27. april 2007, af Andreas Lindqvist
"SAS ramt af strejker 137 gange på 17 år"
<http://politiken.dk/erhverv/article293036.ece>
- 5) Politiken.dk, 5. januar 2010, fra Ritzau
"2009 sætter rekord i konkurser"
<http://politiken.dk/erhverv/article873037.ece>



- 6) Wired.com, 25. februar 2008, af Chuck Squatriglia
“Virgin Atlantic biofuel flight – green breakthrough or greenwash?”
<http://www.wired.com/autopia/2008/02/virgin-atlantic>

9.5 Andre medier

- 1) www.cimber.dk
- 2) www.dst.dk
- 3) www.sas.dk
- 4) www.norwegian.dk
- 5) www.cph.dk
- 6) www.iata.org
- 7) www.aea.be
- 8) www.staralliance.com
- 9) www.boeing.com
- 10) www.tax.dk
- 11) www.nationalbanken.dk
- 12) www.borsen.dk
- 13) www.transportnyheder.dk

9.6 Diverse

- 1) SAS Præsentation til Transporterhvervets Klima Konference 2008
- 2) Aktieanalyse af Cimber Sterling Group A/S, 23. marts 2010, af John Stihøj / Lau Svessen
Aktieinfo.net
- 3) Amadeusdatabasen (CBS)



10. Bilag

10.1 Bilag 1 – Forklaring af tekniske udtryk/betegnelser (uddrag)¹²⁰:

LCC:	Low Cost Carrier, lavprisflyselskab
Slots:	Forudbetalte afgangs- og landingstidspunkter
ASK:	Available Seat Kilometres, antallet af tilgængelige sæder multipliceret med den tilbagelagte strækning i kilometer.
RPK:	Revenue Passenger Kilometres, antallet af betalende passagerer multipliceret med den tilbagelagte strækning i kilometer.
Load Factor:	Forholdet mellem Revenue Passenger Kilometres (RPK) og Available Seat Kilometres (ASK).
HUB:	Betegnelse for lufthavn, der anvendes som transfer point af luftfartsselskaber til at få deres passagerer til deres endelige destination
Point-to-Point:	Enkelt-destinationsruter, hvorfra der ikke er viderebeflyvning

¹²⁰ Kilde: Cimber Sterling A/S – Børsprospekt af den 12. november 2009, s.207, afsnit A.4 'Definitioner'



10.2 Bilag 2 – Cimber Sterling A/S flyflåde¹²¹

28 fly i Cimber Sterlings flyflåde – 3 forskellige typer



Turboprop: ATR 42/72 (3/6 i flyflåden)

Antal sæder: 46/68
Tophastighed: 563/526 km/t
Max distance: 3,700 km
Brændstofforbrug: ca. 700/800 liter/t
Brændstofforbrug pr. sæde: ca. 15/12 liter/t



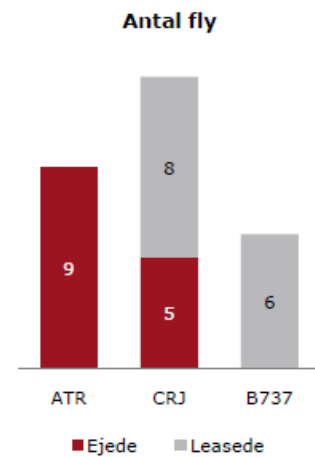
Regional Jet: CRJ 200 (13 i flyflåden)

Antal sæder: 50
Tophastighed: 786 km/t
Max distance: 3,700 km
Brændstofforbrug: ca. 1.400 liter/t
Brændstofforbrug pr. sæde: ca. 28 liter/t



Mellemdistancefly: Boeing 737-700 (6 i flyflåden)

Antal sæder: 148
Tophastighed: 853 km/t
Max distance: 8.000 km
Brændstofforbrug: ca. 2.800 liter/t
Brændstofforbrug pr. sæde: ca. 19 liter/t

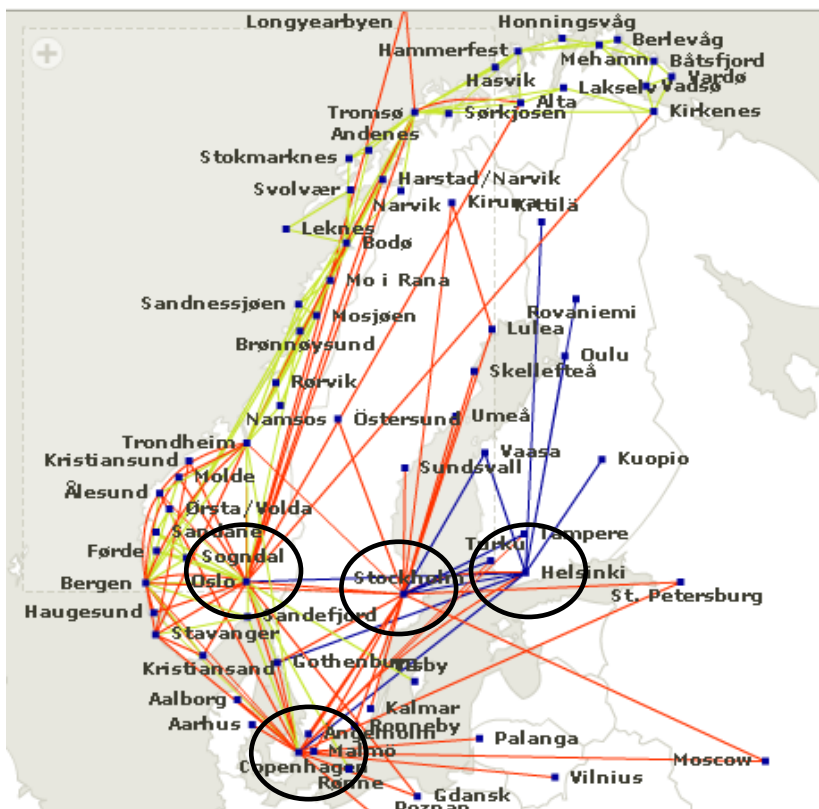
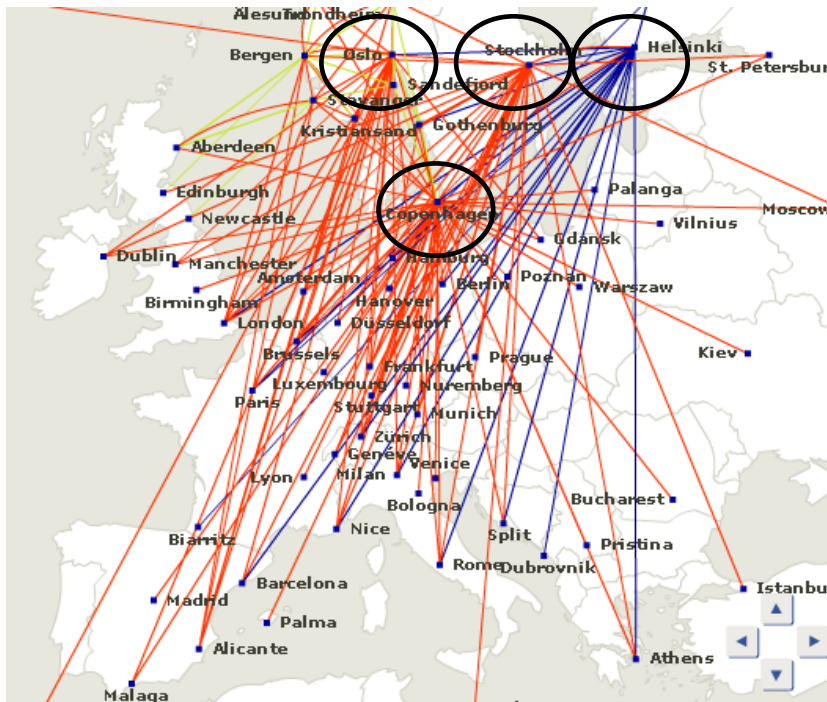


Side 7

¹²¹ Kilde: Cimber Sterling A/S – Præsentation af periodemeddelelse 3 kv. - 17.03.2010 tilgængelig på www.cimber.dk



10.3 Bilag 3 – SAS rutenet¹²²



¹²² Kilde: www.sas.dk



10.4 Bilag 4 – Konkurrentanalyse med beregnede nøgletal¹²³

Senest sammenlignelige trafiktal (Februar 2010)

(Februar 2010)	Cimber	Norwegian	SAS
ASK (mill.)	176	1.077	2.517
RPK (mill.)	114	815	1.684
Load Factor	65%	76%	67%
Passengers	174.334	834.884	1.835.000

(Februar 2009)	Cimber	Norwegian	SAS
ASK (mill.)	108	817	2.803
RPK (mill.)	62	636	1.738
Load Factor	57%	78%	62%
Passengers	139.753	669.469	1.829.511

Forskel	Cimber	Norwegian	SAS
ASK (mill.)	68	260	286
RPK (mill.)	52	179	54
Load Factor	7%	-2%	5%
Passengers	34.581	165.415	5.489
(Ændring ASK i %)	63%	32%	-10%
(Ændring RPK i %)	84%	28%	-3%
(Ændring passagerer i %)	25%	25%	0%

¹²³ Baseret på data fra de respektive selskabers offentliggjorte trafik tal for februar, tilgængelige på henholdsvis www.cimber.dk, www.norwegian.no og www.sas.dk



10.5 Bilag 5 – Reformuleret resultatopgørelse

Resultatopgørelse (reformuleret)

tkr.	Note	2006/07	2007/08	2008/09	Halvår 2009/10	Helår 2009/10*
Nettoomsætning	*	970.791	1.148.192	1.297.757	837.218	1.575.000
Produktionsomkostninger	*	-471.021	-549.151	-673.504	-512.215	-1.049.430
Andre eksterne omkostninger	**	-47.865	-59.781	-72.103	-47.965	-95.930
Personaleomkostninger	**	-288.790	-356.472	-401.771	-222.697	-445.394
Andre driftsindtægter / omkostninger	***	-	-	-	-	-
Resultat af primær drift før leasing omkostninger og af/nedskrivninger (EBITDAR)		163.115	182.788	150.379	54.341	-15.754
Leasingomkostninger	**	-63.930	-69.908	-58.257	-60.768	-121.536
EBITDA		99.185	112.880	92.122	-6.427	-137.290
Af- og nedskrivninger	**	-46.825	-74.024	-92.314	-54.957	-84.914
Resultat af primær drift (EBIT) før skat		52.360	38.856	-192	-61.384	-222.204
Skat af driftsoverskud fra primær drift	**	-14.542	-7.448	49	14.237	51.538
Resultat af primær drift (EBIT) efter skat		37.818	31.408	-143	-47.147	-170.666
Tab/gevinst ved afgang af materielle aktiver		1.234	-10.167	-1.527	-	-
Øvrige driftsindtægter / omkostninger	**	-	44.854	-	-5.500	-23.200
Andet driftsresultat før skat		1.234	34.687	-1.527	-5.500	-23.200
Skat på andet driftsresultat	**	-343	-6.649	390	1.276	2.551
Andet driftsresultat efter skat		891	28.038	-1.137	-4.224	-20.649
Samlet driftsresultat efter skat		38.709	59.446	-1.280	-51.371	-191.315
Finansielle indtægter	**	6.231	32.585	1.472	26.215	52.430
Finansielle omkostninger	**	-24.042	-36.840	-78.888	-12.246	-24.492
Netto finansieller omkostninger før skat		-17.811	-4.255	-77.416	13.969	27.938
Skatteeffekt	**	4.947	816	19.771	-3.240	-6.480
Netto finansieller omkostninger efter skat		-12.864	-3.439	-57.645	10.729	21.458
Årets resultat		25.845	56.007	-58.925	-40.642	-169.857
Kontrol		-	-	-	-	-
Effektiv skatteprocent	****	-27,8%	-19,2%	-25,5%	-23,2%	-23,2%

* Nedjusteret jf. Cimbers egne forventninger i.f.m. 3. kvartals regnskab
Samt antagelse om øgede omkostninger til produktion bla. pga.
den hårde vinter - samt iht. Cimbers egne forventninger til resultat
på underskud i størrelsesordenen 200-220 mDKK for 2009/10
i.f.m. 3. kvartals regnskab

** Helårstal for 2009/10 antages at forløbe linært, med udgangspunkt i 1. Halvår

*** Tilbagebetalt moms vedr. tidligere år

**** jf note 10 i årsregnsk. 08/09
(Beregnet for 2009/10)

Kilde: Egen tilvirkning



10.6 Bilag 6 – Reformuleret balance

Balance (reformuleret)

tkr.	Note	2006/07	2007/08	2008/09	Halvår 2009/10	Helår 2009/10*
DRIFTSAKTIVER						
Immaterielle aktiver						
Varemærker		-	-	5.081	4.818	4.818
Rettigheder		-	-	4.627	4.606	4.606
Udviklingsprojekter		1.729	1.793	1.451	1.363	1.363
Immaterielle aktiver i alt		1.729	1.793	11.159	10.787	10.787
Materielle aktiver						
Grunde og bygninger		16.707	16.871	15.609	18.671	18.671
Fly og flydele		569.567	759.470	731.969	703.009	703.009
Andet driftsmateriel og inventar		8.494	16.468	19.091	16.179	16.179
Materielle aktiver under udførelse		1.435	2.476	9.080	22.543	22.543
Materielle aktiver i alt		596.203	795.285	775.749	760.402	760.402
ANLÆGSAKTIVER I ALT		597.932	797.078	786.908	771.189	771.189
Omsætningsaktiver						
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer		45.652	60.834	82.145	82.742	82.742
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer		138.845	137.956	123.184	131.426	131.426
Tilgodehavende selskabsskat		183	93	5	5	5
Andre tilgodehavender		16.103	33.437	50.113	28.016	28.016
Forudbetalte omkostninger		6.264	4.752	22.985	10.989	10.989
Omsætningsaktiver i alt		207.047	237.072	278.432	253.178	253.178
DRIFTSAKTIVER I ALT		804.979	1.034.150	1.065.340	1.024.367	1.024.367
DRIFTSFORPLIGTELSE						
Udskudt skat		-55.897	-65.012	-51.762	-36.638	-36.638
Hensatte forpligtelser (langfristet del)		-51.947	-	-750	-2.468	-2.468
Hensatte forpligtelser (kortfristet del)		-	-	-4.872	-3.200	-3.200
Modtagne forudbetalinger fra kunder periodiserede indtægter		-34.736	-90.221	-177.527	-149.815	-149.815
Leverandører af varer og tjenesteydelser		-78.496	-83.673	-102.117	-119.760	-119.760
Anden gæld		-121.176	-91.797	-106.914	-145.770	-145.770
DRIFTSFORPLIGTELSE I ALT		-342.252	-330.703	-443.942	-457.651	-457.651
NETTODRIFTSAKTIVER		462.727	703.447	621.398	566.716	566.716
NETTO FINANSIELLE FORPLIGTELSE						
Deposita og andre tilgodehavender		-16.956	-8.615	-20.462	-22.110	-22.110
Værdipapirer		-26.228	-1.066	-128	-147	-147
Likvide beholdninger	**	-25.565	-1.814	-4.282	-1.166	-81.309
Prioritetsgæld (langfristet del)		6.914	7.378	20.210	19.428	19.428
Kreditinstitutter (langfristet del)		217.681	354.762	350.837	299.855	299.855
Leasingforpligtelser (langfristet del)		45.520	38.762	31.462	25.374	25.374
Prioritetsgæld (kortfristet del)		1.253	1.012	1.596	1.600	1.600
Kreditinstitutter (kortfristet del)		28.966	55.857	59.523	62.487	62.487
Driftskredit, kreditinstitutter		22.968	33.434	12.964	60.871	60.871
Leasingforpligtelser (kortfristet del)		6.256	6.758	7.300	7.500	7.500
Afledte finansielle instrumenter (aktiv)		-1.052	-	-	-	-
Afledte finansielle instrumenter (passiv)		-	16.546	-	-	-
NETTO FINANSIELLE FORPLIGTELSE I ALT		259.757	503.014	459.020	453.692	373.549
Egenkapital						
Aktiekapital		600	600	600	600	600
Overkurs ved emission	**	30.652	30.652	30.652	30.652	280.652
Værdiregulering af sikringsinstrumenter		1.052	-12.412	8.458	-254	-254
Overført resultat	**	170.666	181.593	122.668	82.026	-87.831
Egenkapital i alt		202.970	200.433	162.378	113.024	193.167
INVESTERET KAPITAL		462.727	703.447	621.398	566.716	566.716
Kontrol		-	-	-	-	0

* Balance antages i hovedtræk uændret ift. 1. Halvår af 2009/10

** Eneste ændring er kapitaltilførsel i.f.m. aktieemission i 3. kvartal, som er fordelt med følgende;
250 mDKK i nettoprovenu posteret under 'overkurs ved emission'
81 mDKK posteret under likvide midler
169 mDKK posteret under overført resultat

Kilde: Egen tilvirkning



10.7 Bilag 7 – Reformuleret egenkapitalopgørelse

Egenkapitalopgørelse (reformuleret)

tkr.	Note	Helår	Halvår	2008/09	2007/08	2006/07
		2009/10	2009/10			
Egenkapital pr. 01.05	*	162.378	162.378	200.433	202.970	176.073
Transaktioner med ejere (nettodividende)						
Kapitalindsud		251.000	-	-	-	-
Aktietilbagekøb		-	-	-	-	-
Udbetalt dividende	**	-	-	-	-45.080	-
Nettodividende		251.000	-	-	-45.080	-
Totalindkomst						
Årets resultat		-169.857	-40.642	-58.925	56.007	25.845
Værdiregulering af sikringsinstrumenter:						
Årets værdiregulering		-	-	49.945	-13.390	1.052
Værdireguleringer, overført til produktionsomkostninger		-11.619	-11.619	-22.119	-4.211	-
Skat af anden totalindkomst		2.907	2.907	-6.956	4.137	-
Anden totalindkomst efter skat		-8.712	-8.712	20.870	-13.464	1.052
Totalindkomst i alt		-178.569	-49.354	-38.055	42.543	26.897
Egenkapital pr. 30.04		234.809	113.024	162.378	200.433	202.970

* Ændring i regnskabspraksis medfører ændring på 14.491 DKK i primo EK 2006/07

** Acontoudlodning

Kilde: Egen tilvirkning



10.8 Bilag 8 – Budgetforudsætninger

Budgetforudsætninger		Budget						
tkr.	Note	Helår						Terminal
		2009/10*	2010/11E	2011/12E	2012/13E	2013/14E	2014/15E	
Nettoomsætning (vækst)		21%	17%	15%	12%	7%	4%	4,00%
OG salg		-10,84%	-1,63%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%	4,75%
Skatteprocent		23,19%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Lånerente i %		-5,18%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
FGear		2,38	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33	2,33
AOH		2,78	2,97	3,09	3,01	2,84	2,84	2,84
1/AOH		0,36	0,34	0,32	0,33	0,35	0,35	0,35
(AOH Spec.)								
Anlægsaktiver		2,04	2,28	2,35	2,30	2,20	2,20	2,20
Omsætningsaktiver		6,22	5,44	5,44	5,44	5,44	5,44	5,44
Driftsaktiver (DA)		1,54	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44	1,44
Driftsforpligtelser (DF)		-3,44	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50	-3,50
NDA		2,78	2,97	3,09	3,01	2,84	2,84	2,84
(AOH Invers Spec.1/AOH)								
Anlægsaktiver		0,49	0,44	0,43	0,43	0,45	0,45	0,45
Omsætningsaktiver		0,16	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18	0,18
Driftsaktiver (DA)		0,65	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69	0,69
Driftsforpligtelser (DF)		-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29
NDA		0,36	0,34	0,32	0,33	0,35	0,35	0,35
NDA		566.716	617.748	682.833	786.643	891.700	927.368	964.463
Afskrivninger som % andel af anlægsaktiver		-11%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%

Kilde: Egen tilvirkning



10.9 Bilag 9 – Oversigt over afsnit

Opgavefordeling

Michael	Morten	Model	Område
PES	TEL	PESTEL	Strategisk analyse
Kunder, Substitutter	Nye indtr., Leverandører	P5F	Strategisk analyse
Konkurrentanalyse	Strategic Groups		Strategisk analyse
SWOT	SWOT		Strategisk analyse
Strategic Clock	Organisk vækst / Fusion		Strategisk analyse
Ansoff			Strategisk analyse
ROE, Finansiell gearing	ROIC, OG, AOH		Regnskabsanalyse
Afkastkrav egenkapital	Kapitalstruktur		WACC estimering
	Afkastkrav fremmedkapital		WACC estimering
Budgetperiode, OMS, OG	AOH, Lånerente, FGear		Budgetforudsætninger
Følsomhed, (g), OG	Følsomhed, AOH, WACC		Værdiansættelse (følsomhedsanalyse)

Den øvrige del af opgaven, såvel som ovenstående, er udtryk for en fælles produktion

Kilde: Egen tilvirkning