

Strategisk Analyse og Værdiansættelse - Cimber Sterling



Forfattere:

Troels Toft Sørensen, Cand.merc.FIR

CPR-nr.:

Claus Thuesen Beck, Cand.merc.FIR

CPR-nr.:

Vejleder: Carsten Kyhnauv, Institut for Finansiering

Afleveringsdato: 22. december 2010

Antal sider: 113

Antal tegn: 257.076

Executive Summary

Cimber Sterling has been in the media spotlight as a result of its recent purchase of Sterling and an initial public offering. Attention has focused on the firm's poor financial results and declining stock price. In light of such turbulent developments, the aim of the thesis is to determine the fair value of the stock as at September 15th, 2010. On this date the stock was valued at DKK 2.690.

The foundation of the valuation is a strategic and financial statement analysis, which allows for a forecast of future growth and costs. Based on the forecast the value of the Cimber Sterling stock is then calculated.

The strategic analysis examines how Cimber Sterling has grown significantly in recent years, and also explores how the firm has faced the dual headwinds of decreasing prices and downward pressure on profitability in a fiercely competitive airline industry. With this position in mind, the financial analysis centers on a company that, over the period of study, has been unable to deliver profitable results, and the profitability analysis reveals a short-term need for liquidity. However, the forecast estimates continued growth and a decrease in operating expenses, which leads Cimber Sterling back to profitability in 2012.

Based on the forecast the residual income valuation model estimates the fair value at September 15th to be DKK 3.625. Similarly, the discounted cash flow-model estimates the same value, thus strengthening the reliability of the conclusion that the stock on September 15th was underpriced by 34.76%. The P/E multiple is used to perform a sanity check. Given the company's financial situation, the valuation is further supplemented with a calculation of the liquidation value and a valuation model adjusting for the risk of default.

Lastly, the robustness of the estimated share value is tested through a sensitivity analysis. This analysis reveals that although the estimated value is only slightly sensitive to changes in future growth, it is highly sensitive to the anticipated cuts in operating expenses.

Indholdsfortegnelse

1	INDLEDNING	1
1.1	PROBLEMFORMULERING	3
1.2	MODEL- OG METODEVALG	4
1.3	AFGRÆNSNING	6
1.4	DEFINITIONER OG ORDLISTE	6
2	VIRKSOMHEDS- OG MARKEDSBESKRIVELSE	7
2.1	HISTORIEN	7
2.1.1	STERLING-TRANSAKTIONEN	8
2.1.2	BØRSINTRODUKTIONEN	8
2.2	VISION, STRATEGI OG FORRETNINGSMODEL	8
2.2.1	VISION	9
2.2.2	STRATEGI OG FORRETNINGSMODEL	10
2.2.3	RUTENET OG PASSAGERUDVIKLING	10
2.2.4	FLYFLÅDE	15
2.3	KONCERNSTRUKTUR	16
2.4	KAPITAL- OG EJERFORHOLD	16
2.5	ORGANISATION	17
2.6	FINANSIEL UDVIKLING	19
2.6.1	NYE STRATEGISKE TILTAG: ODIN/THOR OG BACK IN BLACK	20
2.7	DEREGULERING AF LUFTFARTSINDUSTRIEN	20
2.8	PASSAGERUDVIKLING I LUFTFARTSINDUSTRIEN	22
2.9	DEFINITION AF KONKURRENTER	24
3	STRATEGISK ANALYSE	25
3.1	MAKROSPECIFIKKE FORHOLD	25
3.1.1	POLITISKE FAKTORER	25
3.1.2	ØKONOMISKE FAKTORER	27
3.1.3	SOCIOKULTURELLE FAKTORER	32
3.1.4	TEKNOLOGISKE, MILJØMÆSSIGE OG LOVGIVNINGSMÆSSIGE FAKTORER	34
3.2	BRANCHEANALYSE	36
3.2.1	NYE UDBYDERE	36
3.2.2	FORHANDLINGSSTYRKE – KUNDER	38
3.2.3	FORHANDLINGSSTYRKE – LEVERANDØRER	39
3.2.4	SUBSTITUERENDE PRODUKTER	43
3.2.5	KONKURRENCEINTENSITET	44
3.3	KONKURRENTANALYSE	46
3.3.1	POSITIONERING OG STRATEGISKE GRUPPER	46

3.3.2	MOBILITETSBARRIERER	50
3.4	INTERN ANALYSE – STRATEGIVALG	53
3.5	OPERATIONEL BENCHMARK	56
3.6	DELKONKLUSION	58
4	<u>REGNSKABSANALYSE</u>	61
4.1	REGNSKABSPRAKSIS OG GENNEMGANG AF REVISIONSPÅTEGNINGER	61
4.2	ADSKILLELSE AF DRIFTS- OG FINANSIELLE AKTIVITETER	64
4.2.1	REFORMULERING AF EGENKAPITALOPGØRELSEN	64
4.2.2	REFORMULERING AF RESULTATOPGØRELSEN	65
4.2.3	REFORMULERING AF BALANCEN	67
4.3	RENTABILITETSANALYSE	69
4.3.1	OVERSKUDSGRAD OG AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED	71
4.3.2	GEARINGSEFFEKTER	73
4.3.3	VÆKST OG LIKVIDITET	74
4.4	DELKONKLUSION	75
5	<u>BUDGETTERING</u>	76
5.1	OMSÆTNING	76
5.2	OMKOSTNINGER	78
5.2.1	DRIFTSOMKOSTNINGER	78
5.2.2	ANDRE EKSTERNE OMKOSTNINGER	79
5.2.3	PERSONALEOMKOSTNINGER	79
5.2.4	ANDET DRIFTSOVERSKUD OG USÆDVANLIGE POSTER	80
5.2.5	LEASINGOMKOSTNINGER SAMT AF- OG NEDSKRIVNINGER	80
5.2.6	SKATTEPROCENT	80
5.2.7	EFFEKTIV RENTESATS	80
5.3	ANLÆGSKAPITALENS OMSÆTNINGSHASTIGHED	81
5.4	ARBEJDSKAPITALENS OMSÆTNINGSHASTIGHED	81
5.5	EGENKAPITAL	81
5.5.1	KAPITALSTRUKTUR	81
5.5.2	DIVIDENDEUDBETALINGER/KAPITALTILFØRSEL	82
5.6	PENGESTRØMSOPGØRELSE	83
5.7	BUDGETKONTROL	83
5.8	DELKONKLUSION	84
6	<u>VÆRDIANSÆTTELSE</u>	85
6.1	CIMBER STERLINGS KAPITALOMKOSTNINGER	85
6.1.1	ESTIMERING AF FREMMEDKAPITALOMKOSTNING EFTER SKAT	86

6.1.2	ESTIMERING AF EJERNES AFKASTKRAV	88
6.1.3	BEREGNING AF WACC	90
6.2	ESTIMERET VÆRDI AF CIMBER STERLING	91
6.2.1	VÆRDIANSÆTTELSE VED RESIDUALINDKOMSTMODELLEN	92
6.2.2	VÆRDIANSÆTTELSE VED DEN TILBAGEDISKONTEREDE CASH FLOW-MODEL	93
6.2.3	SANITETSTJEK VED P/E	94
6.2.4	SUMMARISK OPGØRELSE AF LIKVIDATIONSVÆRDIEN	95
6.2.5	DCF-MODEL MED INDREGNING AF SANDSYNLIGHED FOR NON-GOING CONCERN	97
6.3	FØLSOMHEDSANALYSE	98
6.4	DELKONKLUSION	100
7	KONKLUSION	101
8	PERSPEKTIVERING	104
9	LITTERATURLISTE	106
	BILAG 1 – DEFINITIONS- OG ORDLISTE	110
	BILAG 2 – OPERATIONEL BENCHMARK	112
	BILAG 3 – EGENKAPITALOPGØRELSE	113
	BILAG 4 – REFORMULERET EGENKAPITALOPGØRELSE	113
	BILAG 5 – RESULTATOPGØRELSE	114
	BILAG 6 – REFORMULERET RESULTATOPGØRELSE	115
	BILAG 7 – BALANCE, AKTIVER	116
	BILAG 7 – BALANCE, PASSIVER	117
	BILAG 8 – REFORMULERET BALANCE (1 AF 2)	118
	BILAG 8 – REFORMULERET BALANCE (2 AF 2)	119
	BILAG 9 – ARBEJDS- OG ANLÆGSKAPITAL	120
	BILAG 10 – RENTABILITETSANALYSE (1 AF 2)	121
	BILAG 10 – RENTABILITETSANALYSE (2 AF 2)	122
	BILAG 11 – PROFORMA RESULTATOPGØRELSE	123
	BILAG 12 – PROFORMA BALANCE	124
	BILAG 13 – PROFORMA PENGESTRØMSOPGØRELSE	124
	BILAG 14 – BUDGETTERING AF VÆKST	125
	BILAG 15 – BUDGETTERING AF OMKOSTNINGER	125
	BILAG 16 – BEREGNING AF BETA	126
	BILAG 17 – VÆRDIANSÆTTELSE: RESIDUALINDKOMSTMODELLEN	126
	BILAG 18 – VÆRDIANSÆTTELSE: TILBAGEDISKONTEREDE CASH FLOW (DCF)	127
	BILAG 19 – REALISATIONSVÆRDI	128
	BILAG 20 – VÆRDIANSÆTTELSE: DCF JUSTERET FOR KONKURSRISIKO	129
	BILAG 21 – FIGURLISTE	130
	BILAG 22 – TABELLISTE	131

1 Indledning

I løbet af efteråret 2009 forbereder Cimber Sterling A/S en børsintroduktion, og den 12. november samme år udsendes børsprospektet. I prospektet vurderer sole lead manager SEB Enskilda den initiale udbudskurs til 20-24 kr. pr. aktie. Cimber Sterling A/S børsintroduceres den 1. december 2009 med en introduktionskurs på 10 kr. Med børsintroduktionen er Cimber Sterling det første selskab i en årrække, der nyintroduceres til NASDAQ OMX København. En række eksperter anser tidspunktet for introduktionen som besynderligt, hvilket begrundes med et stadig eksisterende gab mellem sælgers- og købers forventninger. Et gab der i december 2009 primært eksisterer som en konsekvens af den globale finanskrisen.

Forud for børsintroduktionen var gået et spændende og udfordrende år for selskabet. Et år der begynder den 3. december 2008, hvor Cimber Air A/S køber dele af Sterling Airlines A/S, der var erklæret konkurs den 29. oktober. Cimber Sterling A/S opstår dermed, og selskabet tilføjes 20 nye ferieruter ud af København, Billund og Aalborg, hvorved en ny forretningsstrategi formes. En strategi hvor forretningsplatformen baseres på et dansk business-net kombineret med beflyvning til, hvad selskabet betegner som, attraktive feriedestinationer (Cimber Sterling, 2009c).

Sterling Airlines blev erklæret konkurs samme dag, som det norske flyselskab Norwegian etablerede en ny base i København (Københavns Lufthavne, 2008). Siden opstarten i København har selskabet ført en aggressiv strategi både på markedet for indenrigsflyvning og beflyvningen til feriedestinationerne. Den aggressive strategi medførte fra starten en intensiv priskonkurrence, hvor Norwegian står stærkt med et højt kapitalberedskab bag sig. Formålet med Cimber Sterlings børsintroduktion var blandt andet at tilføre den fornødne kapital til fortsat at opretholde vækststrategien og samtidig skabe det fornødne kapitalgrundlag til en fortsat hård priskonkurrence.

Indenfor de første tre måneder efter børsintroduktionen blev investorerne præsenteret for en række negative selskabsmeddelelser. Den første kom allerede i forbindelse med kvartalsmeddelelsen efter børsnoteringen. Et underskud for første halvår af 2009 blev præsenteret samtidig med en kraftig nedjustering for hele året. Investorernes reaktion kom prompte med en reduktion i aktiekursen på 30%. Sydbanks chefanalytiker Jacob Pedersen reagerede ligeledes kraftigt på ledelsens udmelding: *"At lave det her nummer 16 dage efter en*

børsnotering er ikke godt nok. Cimber har været rundt og sælge væksthistorien, og den står efter min mening meget i kontrast til prospektet, for det træder tydeligt frem, at børsintroduktionen skal bruges til overlevelse og ikke til at vokse" (Borsen, 2009a).

Kvartalsmeddelelsen udsendt i februar 2010 indeholdt endnu en kraftig nedjustering fra et forventet tab i niveauet 10-40 kr. mio. til et tab på 200-220 kr. mio. Direktionen begrundede nedjusteringen med øget konkurrence, der betød hårdt pres på priserne, lavere efterspørgsel og øgede omkostninger som følge af en hård vinter (Cimber Sterling, 2010h). Endnu en gang overraskede udmeldingen investorerne og resulterede i et kursfald på 23%.

Netop det hårde pres på priserne har bevirket, at det KLM-ejede lavprisselskab Transavia har besluttet at begrænse de danske aktiviteter fra 1. november 2010 med en fuld afvikling senest den 1. april 2011. Cimber Sterlings administrerende direktør meddelte samme dag, at nedlukningen var positiv for selskabet, hvis *"Transavias lukning betyder, at der tages kapacitet ud af markedet"* (Borsen, 2010e). En time senere var Norwegians markedschef i Danmark fremme med følgende udmelding: *"Vi påtænker at åbne nye ruter, hvor Transavia indtil nu har fløjet, og vi vil øge frekvensen på de Transavia-ruter, hvor Norwegian allerede flyver i dag"* (Borsen, 2010a). Transavias exit illustrerer meget godt situationen på det danske marked i øjeblikket. Norwegian står klar til at udnytte konkurrenternes fald, mens Cimber Sterling arbejder hårdt for at bibeholde den fornødne kapital til at fortsætte driften. Det blev senest illustreret ved, at storaktionær Karsten Ree ydede et midlertidig lån på 50 mio. kr., da bankerne havde lukket for yderligere långivning til selskabet (dr.dk/nyheder, 2010c). Lånet blev givet blot få timer inden en truende betalingsstandsning.

Den 15. september 2010 handles en Cimber Sterling aktie til 2,69 kr. svarende til et fald på 73% i forhold til børsintroduktionen mindre end 10 måneder tidligere. I samme periode steg Smallcap, hvor Cimber Sterling er noteret, med 0,4%.

1.1 Problemformulering

Vores motivation for at skrive om Cimber Sterling A/S kan primært henledes til følgende tre bevæggrunde. For det første finder vi det interessant, at selskabet efter kort tid efter børsnoteringen har mistet over 70% af markedsværdien. For det andet finder vi flybranchen yderst spændende, primært grundet den store konkurrenceintensitet. For det tredje har selskabets valg af tidspunkt for børsintroduktion og nuværende likviditetskrise medført megen medieomtale, hvilket har skærpet vores interesse yderligere. I overensstemmelse med vores motivation besvarer kandidatafhandlingen følgende hovedproblem:

Afspejler kursværdien per 15. september 2010 Cimber Sterling aktiens reelle værdi?

For at skabe en struktureret ramme for besvarelsen af hovedproblemet, opstilles nedenstående undersøgelsesspørgsmål, der er styrende for den teoretiske- og praktiske tilgang samt afgrænsning i afhandlingen. Der udføres en strategisk- og regnskabsmæssig analyse.

Formålet med den strategiske analyse er at identificere Cimber Sterlings evne til fremadrettet at skabe et merafkast.

- 1. Hvilke strategiske styrker og svagheder besidder Cimber Sterling i forhold til konkurrenterne, og hvilke muligheder og trusler eksisterer på markedet for dansk luftfart?*

Formålet med regnskabsanalysen er at vurdere Cimber Sterlings historiske evne til at skabe et merafkast.

- 2. Hvilke finansielle- og driftsrelaterede drivere er der for den historiske udvikling i Cimber Sterlings indtjening?*

Den strategiske- og regnskabsmæssige analyse danner grundlaget for budgettering af Cimber Sterlings fremtidige indtjening.

- 3. Hvilken indtjening forventes fremadrettet, og hvad er en fair value værdi baseret på proforma-regnskaber?*

1.2 Model- og metodevalg

I indeværende afsnit redegøres for de enkelte modeller, der anvendes til at besvare de tre undersøgelsesspørgsmål.

Virksomheds- og markedsbeskrivelse

Afhandlingen indledes med en præsentation af den valgte virksomhed og flybranchen. Det vurderes nødvendigt at forstå virksomheden, herunder den historiske udvikling, kapital- og ejerforhold samt den organisatoriske opbygning. Endvidere kortlægges visionen, strategien og valg af forretningsmodel, herunder sammensætning af flyflåde. Markedsbeskrivelsen omfatter en gennemgang af den historiske udvikling i passagerantallet samt identifikation af de nærmeste konkurrenter.

Strategisk analyse

Den strategiske analyse afdækker, hvilke strategiske styrker og svagheder Cimber Sterling besidder i forhold til konkurrenterne, samt hvilke ydre muligheder og trusler der eksisterer på det danske luftfartsmarked. De makrospecifikke faktorer kortlægges ud fra PESTEL-modellen, og branchens mikrospecifikke faktorer belyses ved Porters 5-forces. Herefter gennemføres en kvalitativ og kvantitativ konkurrentanalyse. Den kvalitative analyse afdækker aktørernes positionering, og hvordan Cimber Sterling påvirkes heraf. Sammenholdt med Porters generiske strategier og Ansoffs vækststrategi vurderes Cimber Sterlings vækstmuligheder i forhold til konkurrenterne. Den kvantitative analyse sammenligner operationelle nøgletal i peer-gruppen, der kan give en indikation af det fremtidige omkostningsniveau. Den strategiske analyse afsluttes med en delkonklusion i form af en SWOT-analyse, hvor de vigtigste hovedpunkter præsenteres i overblikksform.

Regnskabsanalyse

Den regnskabsanalytiske del af afhandlingen indledes med en reformulering af Cimber Sterlings resultatopgørelser, balancer samt egenkapitalopgørelser for perioden 2006-2010. Ud fra de reformulerede opgørelser udarbejdes en rentabilitetsanalyse. Den historiske udvikling og eventuelle trends for væsentlige drivere i nøgletallene kan være en vigtig parameter ved opstilling af realistiske budgetforudsætninger til brug for værdiansættelsen. DuPont pyramiden danner baggrund for dekomponeringen af nøgletal med udgangspunkt i egenkapitalens forrentning.

Budgettering og værdiansættelse

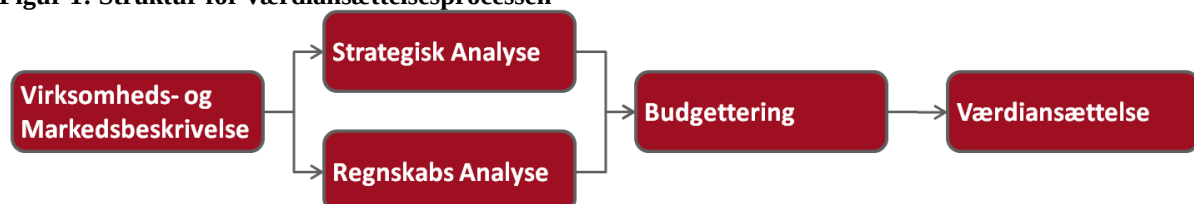
Det essentielle for budgetteringen til grundlag for værdiansættelsen er sammenhængen mellem den strategiske- og regnskabsmæssige analyse og de anvendte budgetforudsætninger.

Værdiansættelsen udføres ved de kapitalbaserede modeller i form af residualindkomstmodellen (RIDO) og den tilbagediskonterede cash flow-model (DCF). RIDO-modellen er den primære værdiansættelsesmodel, mens DCF-modellen anvendes som kontrol, da modellen ved korrekt anvendelse giver samme værdi ved brug af ensartede budgetforudsætninger.

Substansværdimodeller anvendes sjældent, men metoden er relevant ved værdiansættelse af virksomheder i økonomiske vanskeligheder. De kapitalbaserede værdiansættelsesmodeller omtalt ovenfor suppleres derfor med en summarisk opgørelse af likvidationsværdien for herigennem at sikre, at likvidationsformen ikke udgør den højeste værdiansættelsesværdi. Cimber Sterlings likviditetsmæssige situation, herunder risikoen for virksomheden som non-going concern, inddrages i værdiansættelsen ved brug af Damodarans justerede DCF-model. I tillæg til de kapital- og substansbaserede modeller anvendes en relativ værdiansættelsesmodel (multipler). Styrken ved at anvende multipler er, at markedernes forventninger tydeliggøres, og informationen er lettilgængelig (Damodaran, 2002, s. 452). I indeværende afhandling anvendes multiplet P/E.

En værdiansættelse bør altid suppleres med følsomhedsanalyser for derigennem at afsløre eventuelle kritiske budgetforudsætninger anvendt i prognosticeringen af virksomhedens fremtidige drift. Følsomhedsanalysen fungerer derfor som budgetkontrol. Der foretages i afhandlingen en analyse af ændringer i den fremtidige vækst, de vægtede kapitalomkostninger, balanceposternes omsætningshastigheder og operationelle flynøgletal. Værdiansættelsesprocessen fremgår af figur 1.

Figur 1: Struktur for værdiansættelsesprocessen



1.3 Afgrænsning

Værdiansættelsesdagen er fastsat til den 15. september 2010. Cimber Sterling udsendte den dag kvartalsmeddelelse for første kvartal 2010/11, hvorfor information i denne meddelelse inddrages i værdiansættelsen. Information offentliggjort efter denne dato og frem til dato for aflevering af indeværende afhandling den 22. december 2010 inddrages derfor ikke.

Værdiansættelsen baseres på sekundært offentligt tilgængeligt materiale, og der skabes derfor ikke kontakt til selskabet. Industrieksperter og aktieanalytikere inddrages ligeledes ikke i besvarelsen.

De anvendte værdiansættelsesmodeller vurderes bredt akademisk accepteret, hvorfor der i afhandlingen ikke redegøres for de teoretiske rationaler bag de valgte modeller. Den strategiske analyse afgrænses til selskabets primære aktivitetsområde, transport af flypassagerer. I Cimber Sterling Gruppen indgår tre øvrige selskaber, Air-Leasing, Air Data og Air Maintenance, som derfor ikke inddrages i den strategiske analyse.

1.4 Definitioner og ordliste

Der anvendes i afhandlingen en række branchespecifikke definitioner. Læseren opfordres til aktivt at bruge afhandlingens definitions- og ordliste for at opnå den fulde forståelse af afhandlingen¹.

¹ Vedlagt i bilag 1.

2 Virksomheds- og markedsbeskrivelse

2.1 Historien

Det daværende Cimber Air blev etableret i 1950, hvor Ingolf L. Nielsen købte Sønderjyllands Flyveselskab. Virksomheden var familiejet frem til børsintroduktionen i 2009. Nedenfor er de vigtigste begivenheder i Cimber Sterlings historie gengivet. Sterling-transaktionen og tiden efter børsintroduktionen beskrives mere detaljeret i det efterfølgende.

1950 – 1960:

Ingolf L. Nielsen køber Sønderjyllands Flyveselskab, der senere bliver til Cimber Air. De 17 KZ3/KZ7 fly bruges indtil 1955 hovedsageligt til opgaver i Vesttyskland, hvor landet får dets lufthøjhed tilbage. Der investeres i stedet i moderne 5-sæders Piper Aztec og Apache fly, og der etableres regelmæssig taxaflyvning mellem Sønderborg og København.

1961 – 1970:

Cimber investerer i nye Nord 262 fly med plads til 29 passagerer. Rutenettet udvides kraftigt i både Danmark og Vesttyskland, hvor et samarbejde med Lufthansa etableres. Aktiviteterne i Vesttyskland neddrøses pga. en flyvelederstrejke, og 200 ansatte afskediges.

1971 – 1980:

Indenrigsflyvningen i Danmark samles og koordineres mellem Maersk Air, SAS og Cimber i det fælles selskab Danair. Cimber køber de første jetfly af typen Fokker F28 MK 3000, men den 2. oliekrise resulterer i højere brændstofpriser og faldende passagertal.

1981 – 1990:

Indenrigsflyvningen i Tyskland for Lufthansa intensiveres, og der åbnes ruter til Frankrig og England fra Danmark. De første ATR 42 fly med plads til 46 passagerer modtages. Flytypen indgår stadig i flyflåden i dag.

1991 – 2000:

Det danske marked for indenrigsflyvning liberaliseres, og Danair opløses. Cimber og SAS indleder et samarbejde, og SAS køber 26% af Cimber. Flere nye ruter oprettes, bl.a. København-Aalborg. Samarbejdet med Lufthansa udbygges, og Cimber bliver "Team Lufthansa Partner". Der investeres i nye regionale jetfly af typen CRJ 200LR.

2000 – 2010:

Terrorangrebet 11. september 2001 betyder lavere passagertal og deraf lukkede ruter. I 2003 købes aktierne tilbage fra SAS, hvorefter Cimber igen bliver en 100% ejet familievirksomhed. I 2008 overtages dele af det konkursramte Sterling, og det nye navn Cimber Sterling offentliggøres. I 2009 børsintroduceres Cimber Sterling.

Kilde: cimber.dk/omcimber.

2.1.1 Sterling-transaktionen

Med Sterlings konkurs d. 29. oktober 2008 fik Cimber mulighed for at tilføje nye destinationer til rutenettet, øge frekvensen på hidtidige ruter samt tilføre fem Boeing 737-fly til flyflåden. Cimber købte for 9 mio. kr. Sterlings brands, varemærker, kundedatabaser, slotrettigheder og B737-certifikater. Der indgik ikke fly i transaktionen, men konkursen gav Cimber muligheden for at tilføre de nødvendige tekniske kompetencer til driften af B737-typen. Det øgede aktivitetsniveau betød, at Cimber efterfølgende ansatte et antal tidligere Sterling medarbejdere. Overtagelsen skete som led i en strategiændring, hvor den fulde effekt forventes afspejlet i regnskabsåret 2010/11. Strategiændringen beskrives nærmere i afsnit 2.2.2.

2.1.2 Børsintroduktionen

I november 2009 blev Cimber Sterling børsintroduceret og noteret på NASDAQ OMX Købehavn. Børsintroduktionen gennemførtes for at sikre selskabets finansielle grundlag til at gennemføre den nye vækststrategi efter overtagelsen af Sterling aktiviteterne. Noteringen sikrede et provenue på 250 mio. kr. efter emissionsomkostninger. Selskabet forventede provenuet fordelt således:

- 75 mio. kr. til afdækning af leverandørkreditter
- 125 mio. kr. til forbedring af kapitalisering, herunder bl.a. finansiering af sæsonudsving i arbejdskapitalen og deposita i forbindelse med leasing af fly
- 50 mio. kr. millioner til indgåelse af hedgingaftaler for flybrændstof

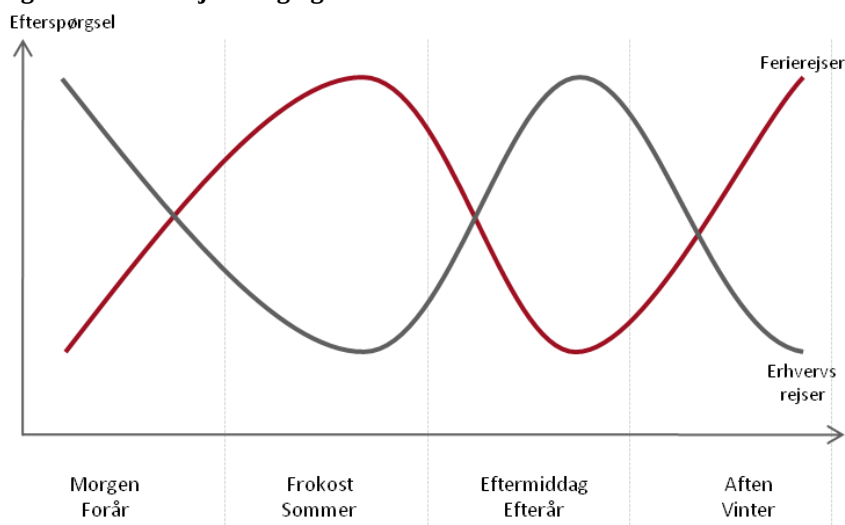
2.2 Vision, Strategi og Forretningsmodel²

Overtagelsen af aktiviteterne fra Sterling ændrede Cimbers strategi fra at være et dansk- og regionalt luftfartselskab med fokus på erhvervsrejsende til et europæisk luftfartsselskab, hvor både erhvervs- og privatrejsende er i fokus. Det har betydet åbning af nye ruter samt øget frekvens på eksisterende ruter. Formålet med strategien er at sikre en bedre kapacitetsudnyttelse ved at udjævne efterspørgslen henover året, ugen og dagen. Fokus er derfor øget på feriedestinationer for at øge andelen af privatrejsende, der rejser på sommer- og vinterferie i lavsæsonen for erhvervsrejser. Kombinationen betyder, at kapaciteten udnyttes optimalt ved at flyve erhvervsruter morgen og aften på hverdage, og de nye destinationer til

²Afsnittet er baseret på Børsprospekt, 2009, s. 34 og Cimber Sterling, 2010a, s. 8.

private flyves i weekender og på mindre belastede tidspunkter i hverdagen. Efterspørgselsudjævningen og kapacitetsudnyttelsen er illustreret nedenfor i figur 2.

Figur 2: Sæsonudjævning og fleksibilitet



Kilde: Cimber Sterling, 2010a, s. 8.

2.2.1 Vision³

Cimber Sterlings vision er: ”At blive Danmarks førende luftfartsselskab ved at levere fly til tiden, til fornuftige priser og med rette serviceniveau, når kunden har brug for det”.

Visionen opnås igennem fokus på følgende tre markedssegmenter:

1. Indenrigsflyvning

Ambitionen er at blive markedsleder på segmenterne for erhvervs- og privatrejsende. Ambitionen kvantificeres ved et mål om at opnå en markedsandel på 60%, hvilket sker igennem øget frekvens af afgange samt befordring af flere passagerer end nogen anden operatør.

2. Regional

Cimber Sterling skal tilbyde direkte ruter til europæiske storbyer samt forbindelse til andre luftfartsselskaber via code share og interline-aftaler. Målsætningen er at flyve til de primære europæiske hovedstæder og andre vigtige erhvervsdestinationer.

3. Leisure

Cimber Sterling skal blive det foretrukne luftfartsselskab for privatrejsende til feriedestinationer. Visionen opnås ved at tilbyde flest feriedestinationer ud af Danmark og befordre flest passagerer fra Danmark til de pågældende destinationer.

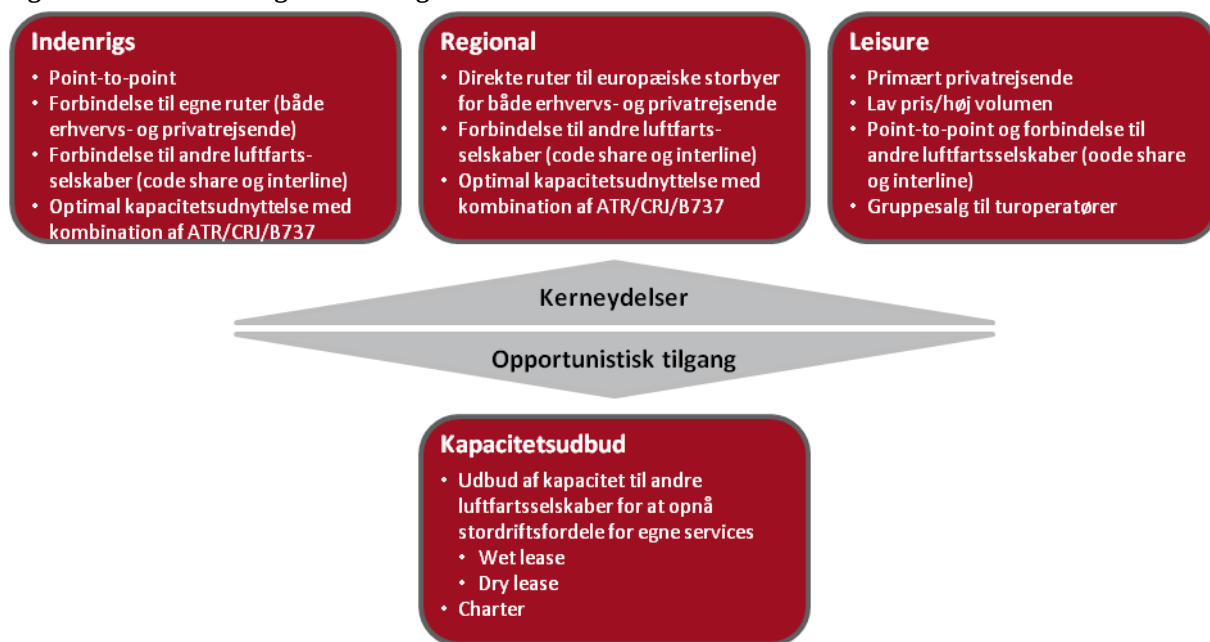
³ Afsnittet er baseret på Cimber Sterling, 2010a, s. 8-10.

2.2.2 Strategi og Forretningsmodel

I børsprospektet karakteriseres Cimber Sterling som et hybridselskab, der er i stand til at agere både som netværksselskab med forbindelsestrafik og som et LCC-selskab ved at flyve point-to-point ruter med lav omkostningsbase. I årsrapporten 2009/10 defineres selskabet dog som et *”netværksselskab med en attraktiv omkostningsplatform”*. I afsnit 3.3.1 følger en analyse af Cimber Sterlings positionering i forhold til traditionelle LCC- og netværksselskaber.

Cimber Sterling opererer med tre kernesegmenter. Herudover har selskabet en opportunistisk tilgang til wet- og dry leases samt chartrede fly. Udbuddet af flykapacitet til andre flyselskaber sker for at opnå stordriftsfordele på f.eks. vedligeholdelse og for at udjævne sæsonudsving. På værdiansættelsesdagen opereres otte fly for SAS som wet-leases. Cimber Sterlings forretningsmodel fremgår af figur 3.

Figur 3: Cimber Sterlings Forretningsmodel



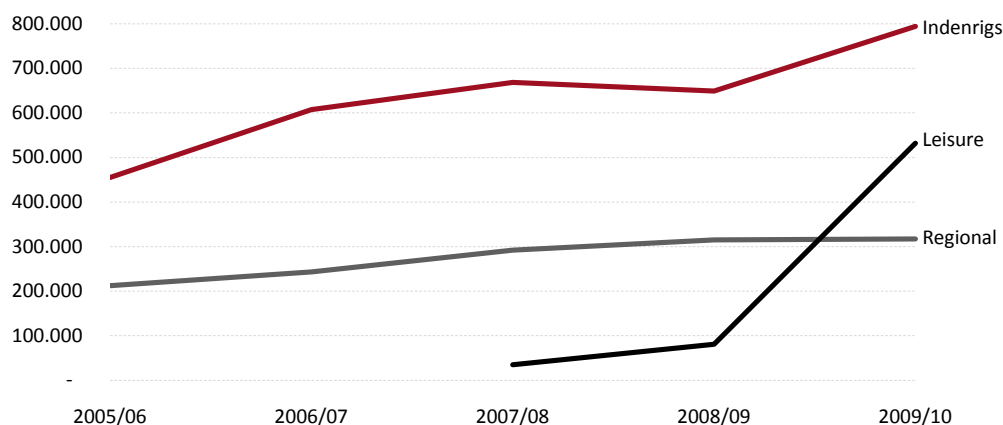
Kilde: Cimber Sterling, 2010a, s. 10.

2.2.3 Rutenet og passagerudvikling

Cimber Sterling opererer 54 ruter heraf seks indenrigsruter i Danmark. Selskabet befordrede 1.643.294 egne passagerer i regnskabsåret 2009/10, hvoraf indenrigsruterne udgjorde 48%. Hertil kommer 663.462 passagerer, hvor Cimber Sterling gennemførte flyvningerne, men ikke disponerede over kapaciteten, eksempelvis chartering af hele fly eller wet-leases.

I perioden 2006-2010 er den gennemsnitlige årlige vækst ca. 25% på egne passagerer, mens væksten på indenrigsruterne er 15%. Den årlige vækst på det regionale segment er 10,6%, og segmentet udgjorde 19% af egne transporterede passagerer. Feriedestinationerne i Leisure-segmentet har siden overtagelsen af aktiviteterne i Sterling oplevet en meget høj vækst. Antallet af transporterede passagerer er steget fra 35.258 passagerer i 2007/08 til over 500.000 i seneste regnskabsår.

Figur 4: Udviklingen i passagertal fordelt på markedssegmenter

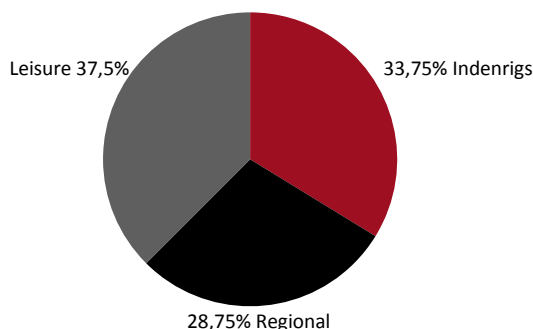


Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a, s. 18.

I det kommende regnskabsår forventes en samlet stigning i antallet af passagerer på 42%, hvor Indenrigs forventes at udgøre halvdelen. Den forventede stigning i antallet af passagerer understøttes af de nyeste flytal præsenteret i delårsrapporten for 1. kvartal 2010/11 (Cimber Sterling, 2010b, s. 5).

Flyvninger, hvor Cimber Sterling ikke disponerer over kapaciteten, udgør ca. 20% af den samlede omsætning. Medregnes kun den del af omsætningen, der genereres fra egne passagerer, udgør indenrigsruterne 33,75%. Den relativt lave andel af omsætningen i forhold til andelen af passagerer (48%) skyldes de kortere flyvedistancer på indenrigsruterne. Leisure-segmentet udgør 37,5% af omsætningen og befordrer 32,4% af passagererne. De regionale ruter andrager en relativt stor andel af omsætningen med 28,75% i forhold til en passagerandel på 19,3%. Af figur 5 fremgår fordelingen af omsætning på de enkelte segmenter.

Figur 5: Omsætning fra egne passagerer fordelt på segmenter for 2009/10



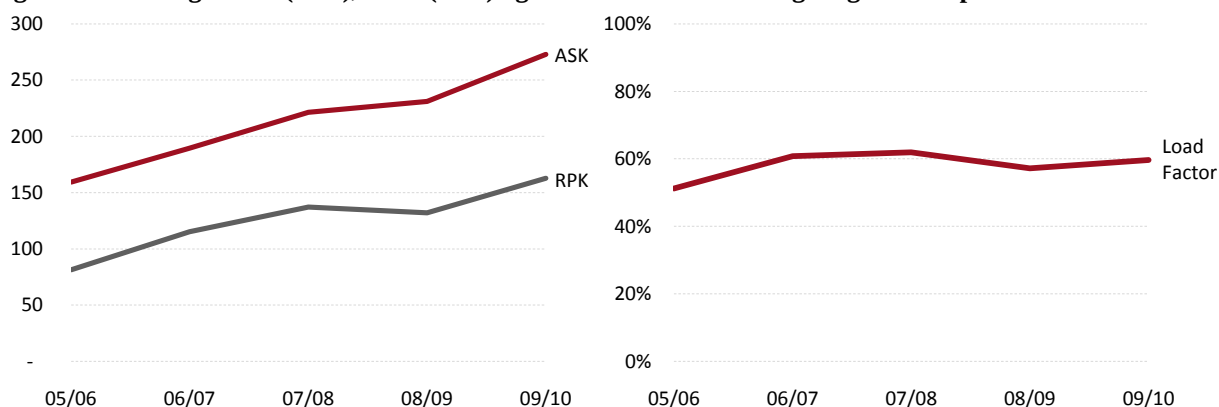
Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling , 2010a, s. 22, 24 og 26.

Indenrigs

Med 450 ugentlige afgangene på de seks indenrigsruter mellem København og destinationerne: Aalborg, Århus, Karup, Billund, Sønderborg og Rønne, er Cimber Sterlings primære konkurrenceparameter på indenrigsruterne den høje frekvens, hvilket giver erhvervsrejsende og pendlere stor fleksibilitet. Det høje antal afgangene giver samtidig de private ferierejsende effektive tilslutningsmuligheder. Der anvendes dynamisk prisfastsætning til at stimulere efterspørgslen. Det er selskabets vurdering, at priselasticiteten er lavere på indenrigsmarkedet i forhold til ferieruterne, da erhvervsrejsende og pendlere prioriterer optimal udnyttelse af deres tid højt.

Figur 6 viser en konstant øget kapacitet (ASK) på indenrigsruterne med en årlig vækst på 14%. I 2006 blev ruten København – Billund tilføjet, og i 2008 åbnes København – Århus. Derudover er kapacitetsforøgelsen sket ved at øge frekvensen f.eks. på ruten København-Aalborg, hvor det daglige antal afgangene senest er øget fra syv til ti. Endvidere er kapaciteten øget ved at indsætte B737-fly på udvalgte afgangene. Antallet af solgte sæder (RPK) er gennemsnitligt steget 19%, hvilket har resulteret i en stigning i load factoren fra 51% til 60% i perioden 2006-2010.

Figur 6: Udvikling i ASK (mio.), RPK (mio.) og load factor for Indenrigs-segmentet i perioden 2006-2010



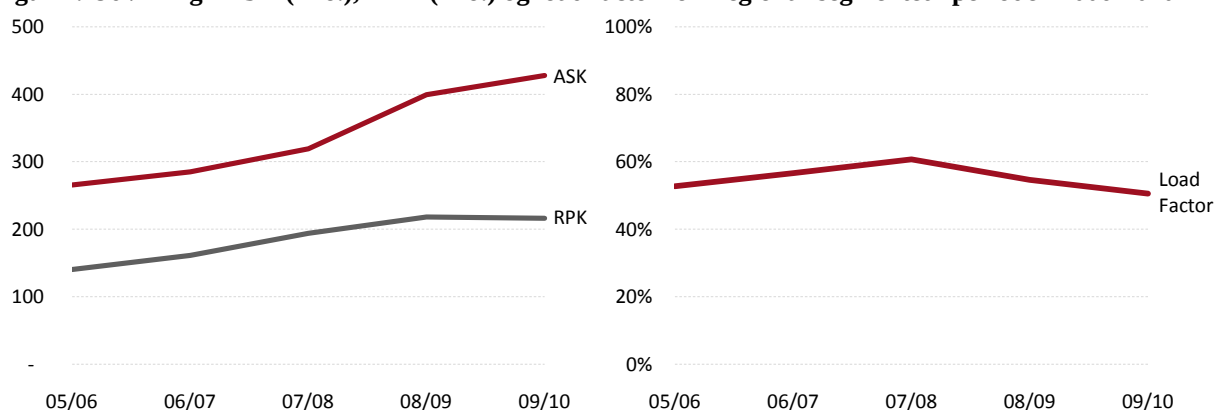
Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling , 2010a, s. 22.

Regional

Det regionale segment defineres som destinationer, der beflyves på helårsbasis med flere daglige afgang. Cimber Sterling definerer 13 ruter som regionale ruter, eksempelvis London, Oslo og Stockholm. Målgruppen er erhvervs- og privatrejsende, hvor der ved dynamisk prissætning fyldes op fra bunden med privatrejsende. De privatrejsende aftager de billigste billetter ved køb i god tid før afgang, mens de erhvervsrejsende er mindre priselastiske og bestiller rejsen tættere på afgangstidspunktet. Et af konkurrenceparametrene er en høj frekvens for at tiltrække erhvervsrejsende. Et andet konkurrenceparameter er de direkte forbindelser fra flere danske lufthavne, der sikrer en effektiv afvikling for de rejsende frem for at operere med en hub-struktur, hvor de rejsende skal mellemlande.

Kapaciteten er i perioden gennemsnitligt steget med 12,6%, mens efterspørgslen er forøget med 11,4%. Udviklingen giver et fald i load factoren fra 53% til 51%, hvilket er 10 procent point lavere end det hidtil højeste niveau i load factoren opnået i 2007/08.

Figur 7: Udvikling i ASK (mio.), RPK (mio.) og load factor for Regional-segmentet i perioden 2006-2010



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a, s. 24.

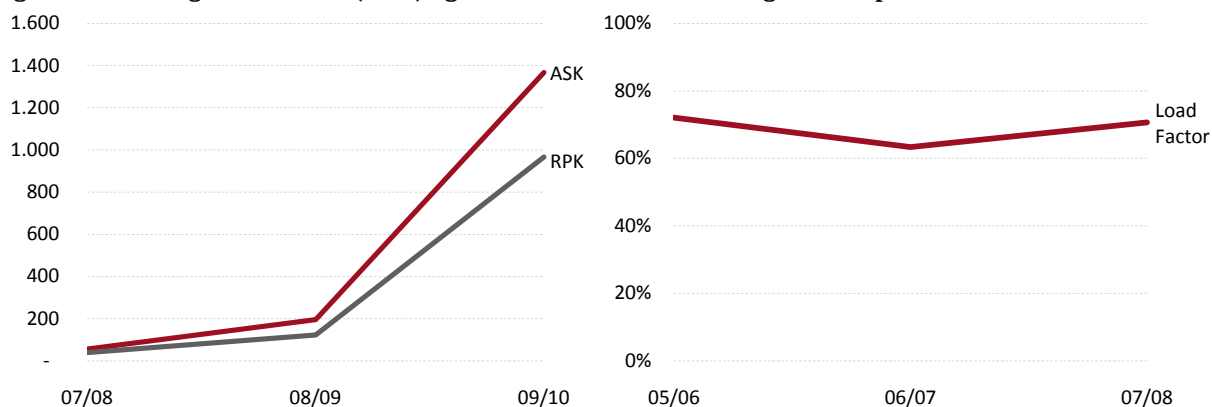
Leisure

I 2009/10 var der 42 feriedestinationer på programmet. Segmentet vurderes særdeles priselastisk, hvorfor strategien indebærer lave priser for at sikre høj volumen på alle afgang.

Effekten af det nye fokus på Leisure-segmentet fremgår først i 2010/11 regnskabet. Det skyldes, at de fleste rejseoperatører havde planlagt sommerprogrammet for 2009, da Cimber overtog aktiviteterne fra Sterling. I 2009/10 er kapaciteten forøget, og efterspørgslen er fulgt med. Strategien om en lav pris for at sikre en høj volumen afspejles i en load factor på 71%, der er væsentligt højere end for de øvrige segmenter. I vurderingen af de høje ASK- og RPK

tal skal det tages i betragtning, at ruterne kilometermæssigt er længere end indenrigs- og regionalruterne. Den højere load factor er dog fortsat sammenlignelig.

Figur 8: Udvikling i ASK, RPK (Mio.) og Load factor for Leisure-segmentet i perioden 2006-2010

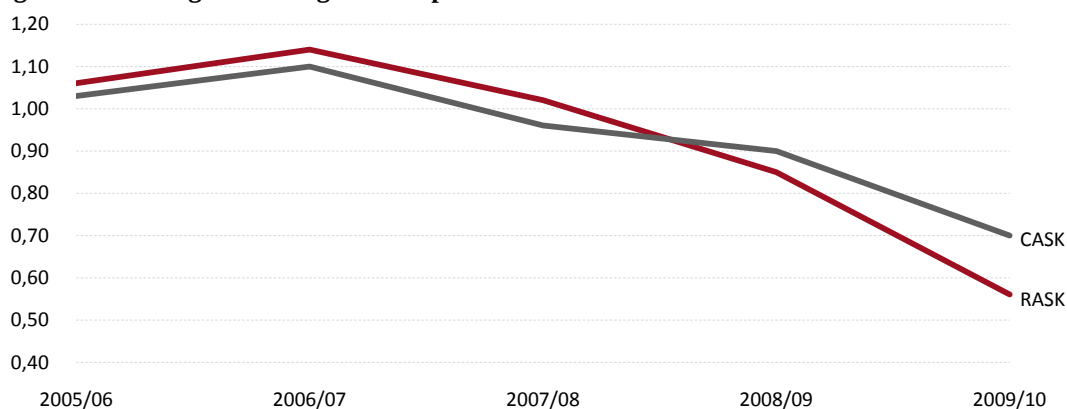


Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a, s. 26.

Indtægter (RASK) og omkostninger (CASK) pr. produceret sædekilometer

Siden 2006/07 er såvel RASK og CASK faldet, hvilket primært skyldes den øgede satsning på de længere Leisure-ruter. I 2005/06 var indtjeningen 0,03 kr. pr. kilometer, mens den i 2007/08 var øget til 0,06 kr. I seneste regnskabsår er indtjeningen negativ, og der realiseres et tab på 0,14 kr. pr. tilbagelagt kilometer.

Figur 9: Udvikling i RASK og CASK i perioden 2006-2010



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a, s. 17.

2.2.4 Flyflåde

Cimber Sterling råder over 28 fly, hvoraf 18 indgår i Cimber Sterlings rutenet, mens de resterende 10 er udlejet på wet- og dryleases. Selskabet ejer 14 fly, mens den øvrige del er leaset. Selskabets egne fly er i gennemsnit 13,35 år, mens den leasede del er 12,46 år (Børsprospekt, 2009, s. 45).

Tabel 1: Sammensætning af Cimber Sterlings flyflåde

Type	Antal	Sæder	Motor	Ejer
Boeing 737-700	6	148	Jet	Leasing
CRJ 100/200	13	50	Jet	Leasing/Cimber Sterling
ATR 72	6	68	Turbopropel	Cimber Sterling
ATR 42	3	46	Turbopropel	Cimber Sterling

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Børsprospekt, 2009 og Cimber Sterling , 2010a.

Flyflåden er diversificeret med store og små fly for at kunne beflyve ruter med både høj og lav passagervolumen med lave enhedsomkostninger. Cimber Sterling betragter den diversificerede flyflåde som en styrke, da den giver mulighed for at indsætte den optimale flytype på en given rute. I modsætning til Cimber Sterling opererer LCC-selskaberne ofte kun med en flytype.

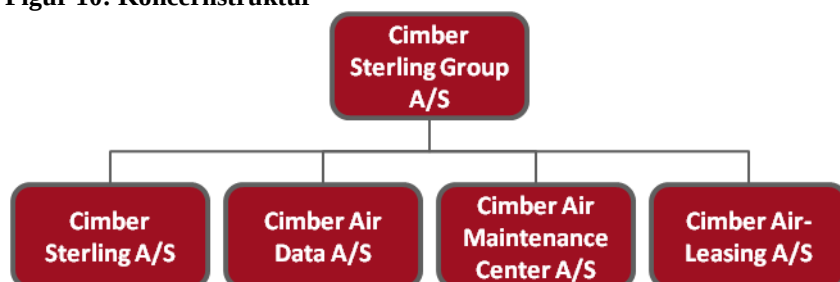
På indenrigsflyvninger og flyvninger indenfor Norden anvendes udelukkende ATR- og CRJ-fly. På ruterne København-Aalborg og Billund-Oslo med særlig høj volumen, indsættes B737-fly dog på spidsbelastningstidspunkter. ATR og CRJ bruges desuden på regionale ruter med lav volumen for at holde en høj frekvens af afgang og på enkelte ruter i weekenden, hvor antallet af forretningsrejsende er lavt.

På regionale ruter med høj volumen og på alle etablerede Leisure-ruter anvendes udelukkende B737-flyene. Ved åbning af nye ruter indsættes ofte mindre fly i starten, hvorefter B737 indsættes, når en tilstrækkelig høj volumen opnås. Cimber Sterling anslår, at ruten Billund-Oslo kræver minimum 90 passagerer, før enhedsomkostningerne pr. passager i en B737 er identiske med omkostningerne i et fuldt belagt ATR72-fly.

2.3 Koncernstruktur

Cimber Sterling koncernen består af fire 100% ejede datterselskaber.

Figur 10: Koncernstruktur



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af cimber.dk/omcimber.

Cimber Sterling A/S er kerneforretningen og den klart mest omsætningsgenererende del. I Cimber Air Data A/S udvikles og sælges software til styring af flyselskabers vedligeholdelse af fly og reservedele. Cimber Air Maintenance Center A/S står for vedligeholdelsen af Cimber Sterlings og eksterne luftfartsselskabers flyflåde. Cimber Air-Leasing A/S ejer en del af de fly, der indgår i driften i Cimber Sterling, men står også for dry leases til andre selskaber. Som anført i afgrænsningen for indeværende afhandling baseres den strategiske analyse på kerneforretningen i Cimber Sterling A/S.

2.4 Kapital- og ejerforhold

Inden børsnoteringen var Cimber Sterling et familieforetagende igennem 59 år, hvor alle aktier var ejet af tre børn til den oprindelige stifter (Børsprospekt, 2009, s. 75)⁴. Aktiekapitalen bestod af 3 aktier a 200 tkr. stykket med samme stemmerettigheder. Umiddelbart inden børsnoteringen konverteredes hver aktie til 6 mio. aktier, hvorfor søskendes samlede aktiebesiddelse udgør 18 mio. stk. Det var de tre ejeres plan, at kontrollen over selskabet skulle bevares efter børsnoteringen. Det var oprindeligt planen, at der ved noteringen skulle udstedes 13,75 mio. nye aktier, hvorfor ejerandelen ville være cirka 57% efter en børsnotering. 11 dage efter udsendelse af børsprospektet blev udbuddet af aktier samt udbudsprisen imidlertid ændret. Antallet af udbudte aktier blev fordoblet til 27 mio. Alle aktier blev tegnet til minimumskursen på 10 kroner. Ejerandelen for de oprindelige ejere er derfor 39,6% efter børsintroduktionen. I forbindelse med børsintroduktionen forpligtede selskabet sig til ikke at udstede nye aktier i en periode på 12 måneder efter Closing Datoen uden samtykke fra Sole Lead Manager (Børsprospekt, 2009, s. 18). Der var ligeledes fastsat en

⁴ SAS havde en ejerandel på 26 % i perioden 1998-2003, se omtale i afsnit 2.1.

lock-out periode på 18 måneder for de eksisterende aktionærer, hvor det ikke er tilladt at afhænde hele eller dele af aktiebeholdningen. Cimber Sterlings aktiekapital er derfor nominelt 45,5 mio. i dag, og der er kun en aktieklasse, der hver repræsenterer en stemme i selskabet (Cimber Sterling, 2010a, s. 37). Af tabel 2 fremgår nærtstående parter noteret med en ejerandel på mere end 5%.

Tabel 2: Aktionærer med en ejerandel på mere end 5%

Selskab	Ejerandel	Selskabsejer
Bardin ApS	13,2%	Jørgen Nielsen
Helenia Holding ApS	13,2%	Hans Ingolf Nielsen
Koch & Nielsen ApS	13,2%	Lone Marie Koch
Ree Kredit A/S	11%	Karsten Ree Holding ApS
B&MC Holding A/S	6,6%	Bitten og Mads Clausens Fond

Kilde: Cimber Sterling , 2010a, s. 38.

2.5 Organisation

Bestyrelsen i Cimber Sterling består af otte medlemmer, hvoraf tre er medarbejdervalgte.

Tabel 3: Bestyrelsen i Cimber Sterling A/S

Position	Navn	Valgt	Baggrund
Formand	Vilhelm Hahn-Pedersen	2006	Professionelt bestyrelsesmedlem og tidligere partner i kapitalfonden Axcels samt director of operations i Easyjet.
Næstformand	Jørgen Nielsen	1994	Medejer og tidligere adm. direktør i selskabet. Ansvarlig for forretningsudvikling.
Medlem	Lone Marie Koch	1994	Medejer og ansat i Product Management.
Medlem	Jesper Jarlbæk	2009	Professionelt bestyrelsesmedlem med poster i blandt andet Torm A/S og TK Development A/S. Tidligere koncerndirektør i Deloitte.
Medlem	Christian Nielsen	2010	Managementkonsulent hos Vestas A/S.
Medlem	John F. Christensen	1995	Kaptajn og ansat i Selskabet siden 1985.
Medlem	Carsten Jacobsen	2000	Base Cabin Manager og ansat i Selskabet siden 1991.
Medlem	Sten V. Poulsen	2005	Kaptajn og ansat i Selskabet siden 1997.

I 2010 er bestyrelsesformand igennem fem år N.E. Nielsen og professionelt bestyrelsesmedlem Vagn Ove Sørensen fratrådt. Sidstnævnte er tidligere vicedirektør i SAS og forhenværende adm. direktør for Austrian Airlines. Han blev hentet til Cimber Sterling i 2009, hvor han så et stort potentiale i selskabets vækstplaner (Borsen, 2010b). N.E. Niensens

afgang blev meldt ud få timer før den ordinære generalforsamling, og forklaringen var enslydende overfor alle medier: "*Private Årsager*" (Borsen, 2010d). Den nye formand Vilhelm Hahn-Pedersen vurderes kompetent i kraft af hans tidligere ansættelse ved easyJet, en årrække som partner i Axcel samt et beskedent antal bestyrelsesposter ved siden af formandsposten i selskabet.

Tidligere direktør og nuværende ejer Jørgen Nielsen fratrådte som administrerende direktør den 1. januar 2010 umiddelbart efter børsintroduktionen. Direktørskiftet blev fremrykket, da den oprindelige plan var, at direktørskiftet skulle ske umiddelbart efter den ordinære generalforsamling i 2010 (Børsprospekt, 2009, s. 68).

Selskabets direktion består af fire personer:

Jacob Saaby Krogsgaard: Jacob Saaby Krogsgaard har været ansat i virksomheden siden 2006 og arbejdede tidligere med salg og produktion i en række internationale virksomheder. Inden overtagelsen af direktørposten i Cimber Sterling var han ansvarlig for reklame- og administrationsdelen i virksomheden.

Henriette Schütze: Blev i forbindelse med børsnoteringen ansat som finans- og koncernchef. Hun har tidligere arbejdet som koncernøkonomichef hos DFDS A/S og var inden da Vice President hos ISS A/S. Hun fremhæves for hendes store erfaring indenfor forandringsledelse og proceseffektivisering (Cimber Sterling, 2009c).

Lars Bording: Tiltrådt den 15. marts 2010 som kommerciel direktør, hvor han kom fra en stilling som salgs- og marketingsdirektør hos SAS. Inden ansættelsen hos SAS var Lars Bording administrerende direktør i rejsebureauet Carlson Wagonlit Danmark. SAS udsendte følgende pressemeddelelse ved ansættelsen tilbage i 2006: "*Med ansættelsen af Lars Bording får SAS tilført stort branchekendskab og international erfaring. Lars' store indsigt i branchen vil være med til at styrke båndene til vores storkunder, rejsebureauer og til vores tour-operatører*" (SAS, 2006).

Steen Neuchs Vedel: Øverste ansvarlig for selskabets operationer og ansat siden 2008. Kom til Cimber Sterling efter en årrække som topleder og senest Vice President hos SAS.

Der har været stor udskiftning på bestyrelses- og direktionsniveau de seneste 12 måneder. Bestyrelsesformanden og den administrerende direktør er nye, mens direktionen er udvidet fra to til fire medlemmer.

2.6 Finansiell udvikling

Cimber Sterlings finansielle udvikling de seneste 5 år beskrives i det følgende.

Tabel 4: Udvikling i udvalgte regnskabsposter for Cimber Sterling i perioden 2006-2010

(DKK mio.)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Nettoomsætning	830	971	1.148	1.298	1.551
(EBITDAR)	124	163	183	150	5
(EBIT)	12	54	74	-2	-294
Årets resultat	4	26	56	-59	-229
Rentebærende gæld/leasing	371	330	497	484	409
Likvider/værdipapirer	56	52	3	4	61
Aktiver i alt	843	875	1.046	1.090	1.115
Antal medarbejdere	514	541	633	762	820

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a, s. 10.

Den gennemsnitlige vækstrate i omsætningen er på 16,9% i perioden, og der forventes en omsætningsfremgang på 29% i det igangværende regnskabsår. Indtjeningen fulgte med omsætningen frem til 2007/08, hvor årets resultat blev 56 mio. kr. De efterfølgende regnskabsår har medført underskud, senest på -229 mio. kr. i 2009/10. De negative resultater karakteriseres som særdeles utilfredsstillende, men selskabet hæfter sig samtidig ved, at 2009 betegnes som det værste år hidtil i luftfartsindustrien. I det igangværende regnskabsår forventer selskabet et negativt EBIT-resultat på mellem DKK -20-80 mio. kr.

En del af provenuet fra børsintroduktionen er anvendt til at nedbringe gælden, der i seneste regnskabsår udgjorde 409 mio. kr. Samtidig blev likviditeten forbedret, hvorfor likvider/værdipapirer udgjorde 3,9% af omsætningen i seneste regnskabsår. Aktiverne er steget med 32% i perioden, mens medarbejderantallet er øget med mere end 300.

2.6.1 Nye strategiske tiltag: Odin/Thor og Back in Black

I december 2009 iværksatte ledelsen i Cimber Sterling det indtægtsgenererende program *Odin* og det omkostningsreducerende *Thor* (Cimber Sterling, 2009b). Programmerne er fuldt implementerede, men den fulde effekt afspejles først i regnskabsåret 2010/11. Ved introduktionen vurderedes effekten til 100 mio. kr. på EBIT-niveau. Den er senere opjusteret til 140 mio. kr.

Odin-programmet introducerede en ny prispolitik, hvor passagererne betaler for en række ydelser, herunder bagage, sædevalg og servering. Selskabet ser et stort potentiale i salg af tillægsydelser, og det vurderes, at passagererne allerede har accepteret denne form for gebyrer. På den omkostningsreducerende side er der fjernet servering fra indenrigsruterne og foretaget nedlukning af ikke rentable ruter (Cimber Sterling, 2010g, s. 3). Herudover er der gennemført en frivillig lønreduktion på 10% i hele koncernen (Cimber Sterling, 2010i, s. 4).

Det er ledelsens opfattelse, at selskabet har en omkostningsplatform, der er lavere end traditionelle netværksselskabers. Odin- og Thor-programmerne viste dog, at der fortsat er plads til optimering. Derfor introduceredes i september 2010 næste fase af tiltag med *Back in Black*-programmet. Målet er at forbedre EBIT med 100 mio. kr. Blandt initiativerne er fortsat optimering af rutenettet samt nedbringelse af omkostninger ved at optimere interne processer omkring check-in og vedligeholdelse. Herudover planlægges frasalg eller nedlukning af ikke-kerneaktiviteter (Cimber Sterling, 2010b). Selskabet overvejer endvidere at lade den nuværende flyflåde indgå i sale-and-leaseback arrangementer. En sådan konstruktion vil medføre en afvikling af Cimber Air-Leasing. Formålet med de planlagte nedlukninger og frasalg er en mere simpel organisationsstruktur og øget fokus på organisationens kernekompetencer (Borsen, 2010f). Efter virksomhedsbeskrivelsen følger en kort beskrivelse af luftfartsindustrien, herunder passagerudviklingen i Danmark.

2.7 Deregulering af luftfartsindustrien

I 1978 blev det amerikanske marked for flytrafik dereguleret ud fra en forventning om, at et større antal discountselskaber ville indtage de eksisterende markeder og resultere i lavere billetpriser. Et større antal lavprisselskaber blev etableret, og billetpriserne faldt i en kortere periode. De store etablerede selskaber ændrede dog strategi og indførte en række tiltag i form af loyalitetsprogrammer, lounges i lufthavne og ekstra provision til agentbureauer. Selskaberne kontrollerede desuden størstedelen af gates i lufthavne ved at indgå 20-årige

kontrakter. Tiltagene kombineret med dumpning af priser på udvalgte ruter bevirkede, at der 10 år efter dereguleringen i 1978 kun var et discountselskab tilbage på det amerikanske marked.

I perioden 1993-2000 blev der af Clinton-administrationen gennemført en række undersøgelser og høringer for at kortlægge de monopollignende tilstande (Sheth, 2007, s. 15). I 2006 befløj discountselskaber 75% af de 1.000 største lufthavne i USA som en direkte konsekvens af politiske tiltag for at begrænse de store selskabers indflydelse. Dereguleringen i USA igangsatte en liberaliseringsproces i Europa. Processen blev afsluttet den 1. april 1997, hvor følgende yderst vigtige ændringer blev implementeret:

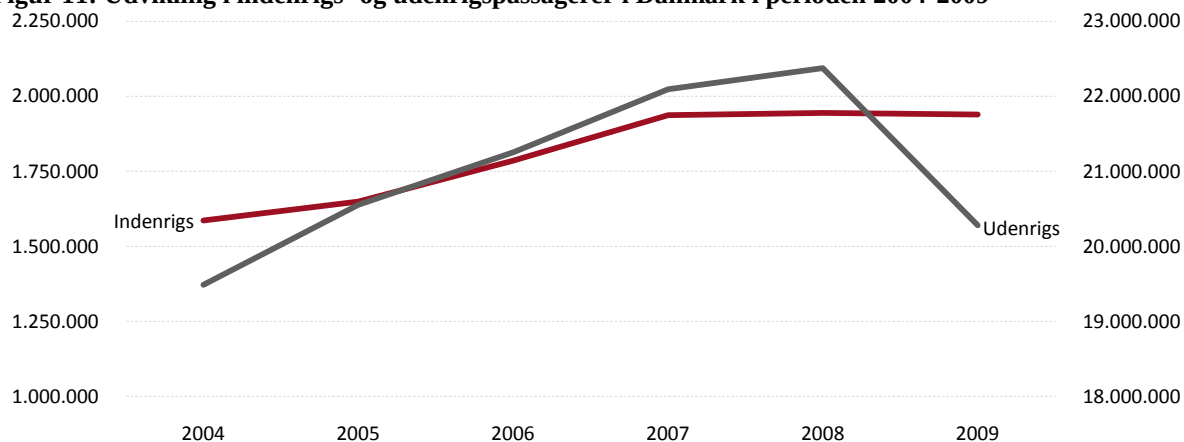
- *Billetter*: Fri prissætning
- *Ruter*: Mulighed for tilslutning fra en indenrigslufthavn til den primære indenlandske lufthavn og videre til udlandet. Load factoren på det indenlandske ben må dog ikke overstige 50%
- *Flyvning*: Mulighed for at flyve til en lufthavn i udlandet og videre til et andet land uden at vende tilbage til startlandet
- *Indenrigsflyvning*: Flyselskaber kan frit flyve indenrigsflyvninger i samtlige medlemslande

Som Ryanair beskriver det, betød dereguleringen "*a major opportunity for Ryanair*". De gennemførte reguleringer bevirkede således, at LCC-selskaberne øgede markedsandelen i Europa fra 1,4% i 1996 til 20,2% i 2003 (IATA, 2006, s. 3). Et vigtigt hovedpunkt i de gennemførte reguleringer er lempelserne i forhold til mange af de traditionelle adgangsbarrierer, der tidligere begrænsede lavprisselskabernes handlemuligheder.

2.8 Passagerudvikling i luftfartsindustrien

I 2009 var der 22,3 mio. passagerer i de danske lufthavne, hvilket er et fald på over 2 mio. i forhold til 2008. Passagernedgangen skyldes et fald i udenrigstrafikken på 2,1 mio. I perioden 2004-2009 er det samlede antal passagerer dog vokset med 5,4%. De danske indenrigspassagerer udgjorde i 2004 8,14% af det samlede passagerantal, mens andelen i 2009 repræsenterede 9,56%. Udviklingen skyldes primært nedgangen i udenrigstrafikken, idet væksten på indenrigsmarkedet er stagneret de seneste to år. Stagnationen følger en periode med kraftig vækst fra 2004-2007. Den totale vækst over de seneste fem år er 22%.

Figur 11: Udvikling i indenrigs- og udenrigspassagerer i Danmark i perioden 2004-2009

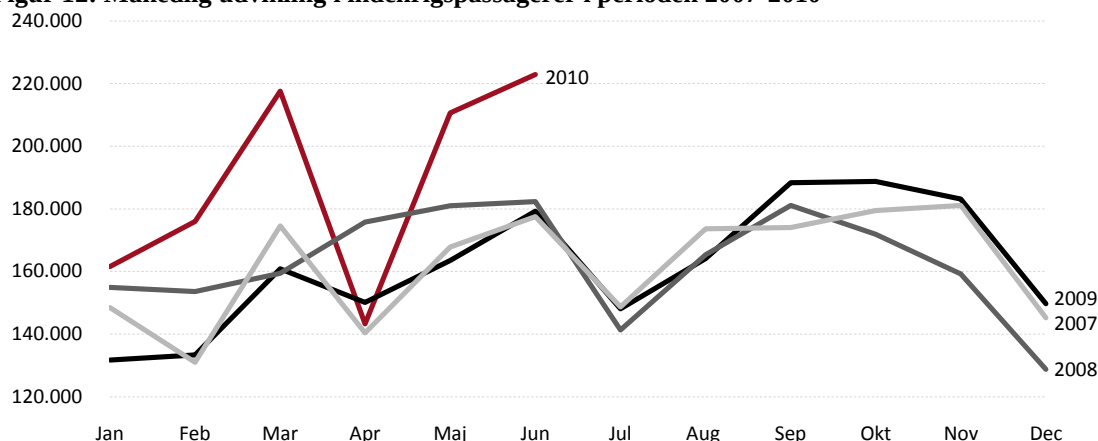


Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra Statens Luftfartsvæsen, 2010.

Figur 12 viser den månedlige udvikling i antallet af indenrigspassagerer i Danmark. Det samlede passagerantal er i årene 2007-2009 stabilt omkring 1,95 mio. passagerer. Sæsonudsvingene på indenrigsmarkedet fremgår tydeligt. I vinterperioden og juli måned er der således mindst aktivitet, mens aktiviteten kulminerer i foråret og efteråret. Denne tendens afspejler forventningerne præsenteret i figur 2 med sæsonudsving på indenrigsruterne.

I 2009 fløj 0,92 mio. passagerer indenrigs i første halvår, hvilket er en nedgang på 9% fra 2008. I det første halvår af 2010 har 1,13 mio. passagerer rejst indenrigs, hvilket er en stigning på 23% i forhold til 2009. Væksten er sket på trods af påvirkningerne fra Askeskyen, hvor luftrummet var helt lukket i syv dage. Af figur 1 fremgår det tydeligt, hvordan Askeskyen påvirkede trafikken i april 2010 med en passagernedgang på mere end 30% i forhold til marts og maj måned. I det perspektiv tegnes en særdeles positiv udvikling for indenrigstrafikken i 2010.

Figur 12: Månedlig udvikling i indenrigspassagerer i perioden 2007-2010

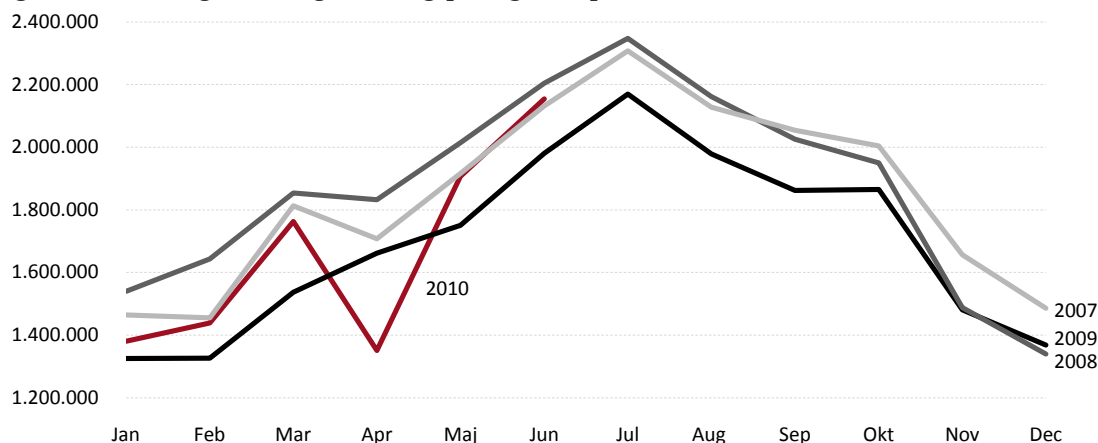


Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra Statens Luftfartsvæsen, 2010.

Der er stor forskel på fordelingen af passagerer på ruterne. København – Aalborg er den største rute med over 900.000 passagerer i 2009, hvilket svarer til 46% af den totale indenrigstrafik. Herefter følger København – Århus med en andel på 14% og København til henholdsvis Billund og Bornholm med hver 10% af passagererne (Statens Luftfartsvæsen, 2010).

Figur 13 viser tydeligt, at udenrigstrafikken er sæsonpåvirket. Højsæsonen falder sommermånederne juni-august, mens november-februar defineres som lavsæson. Sæsonkonjunkturerne stemmer overens med forventningerne fra figur 2 i forhold til trafikken i sommermånederne, men modsat Cimber Sterlings forventninger, er aktiviteten mindst i vintermånederne. Cimber Sterling skelner dog mellem Leisure- og Regional-segmenterne, hvilket ikke afspejles i figur 13. Udenrigstrafikken blev ligeledes påvirket af Askeskyen i april 2010 med en nedgang i passagertallet på 23% i forhold til måneden før, hvilket svarede til cirka 0,4 mio. passagerer. På trods af Askeskyen rejste 4,1% flere passagerer udenrigs end i den tilsvarende periode i 2009. Renset for Askeskyen er niveauet for første halvår af 2010 på niveau med 2007, der var tæt på et rekordår med 22,1 mio. passagerer.

Figur 13: Månedlig udvikling i udenrigspassagerer i perioden 2007-2010



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af data fra Statens Luftfartsvæsen, 2010.

2.9 Definition af konkurrenter

I det følgende defineres konkurrenter med primær påvirkning på Cimber Sterlings operationer. Denne peer-gruppe anvendes til benchmark igennem afhandlingen. Gruppen er sammensat ud fra følgende kriterier på henholdsvis indenrigs- og udenrigsmarkedet:

- *Indenrigs*: Selskaber med en markedsandel på minimum 5%
- *Udenrigs*: Minimum beflyvning af fem europæiske destinationer til minimum tre forskellige lande

Tabel 5: Peer-gruppe

Virksomhedsnavn og beskrivelse	
SAS Den største aktør på det skandinaviske marked. Selskabet har været i store problemer de seneste år i form af underskud og tabte markedsandele. SAS er ved at reetablere forretningen med deres "SAS Core" strategi. Rutenettet dækker hele Europa samt interkontinentale ruter.	Norwegian Flyver til næsten 30 internationale destinationer fra København og tre destinationer fra Aalborg. Indenrigs flyver Norwegian til Aalborg og Karup fra København. LCC-selskabets flåde består udelukkende af B737-fly.
easyJet Selskabet flyver fra København til otte europæiske destinationer. Modsat andre LCC-selskaber flyver easyJet til primære lufthavne. Det eneste selskab der benytter den nye lavpristerrminal i København.	Ryanair Det måske mest succesfulde LCC-selskab i Europa. Britisk selskab der flyver over hele Europa. I Danmark flyver Ryanair fra Billund til 12 destinationer i udlandet, mens fire udenlandske destinationer beflyves fra Århus.

Kilde: Selskabernes årsrapporter og hjemmesider.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analyse afdækker, hvilke strategiske styrker og svagheder Cimber Sterling besidder i forhold til konkurrenterne, samt hvilke ydre muligheder og trusler der eksisterer på det danske luftfartsmarked. De makrospecifikke faktorer kortlægges ud fra PESTEL-modellen.

3.1 Makrospecifikke forhold

Fokus i den makroøkonomiske del af den strategiske analyse er forhold, der primært påvirker det danske- samt de europæiske markeder for luftfart.

3.1.1 Politiske faktorer

Historisk set har politiske beslutninger haft stor indflydelse på flyindustrien. Over de seneste 30 år er der dog gennemført en række dereguleringer, der har mindsket den politiske indflydelse og påvirkning på industrien⁵. Der er dog stadig vigtige politiske faktorer, som fremadrettet potentielt kan yde stor påvirkning på flybranchen. Disse faktorer behandles i det følgende.

Mulig fremtidig skat på flybrændstof

Historisk har flybrændstof været fritaget for skat og afgifter. En beslutning vedtaget i The International Civil Aviation Organization i 1944 (IATA, 1944, s. 1)⁶. Der er dog sket et politisk skifte i de seneste år i retning af beskatning på flybrændstof. Ideen blev fremført første gang på et møde for EU's økonomi- og finansministre i begyndelsen af 2005 (Berlingske, 2005). Tanken var, at en skat kan finde anvendelse til at lette gældsbyrden for de afrikanske lande. Skatten er ikke indført endnu, men EU's budgetkommisær har senest i en præsentation af fremtidens EU-budgetter inddraget en afgift på flybrændstof.

En ekstra skat på flybrændstof, der faktureres videre til forbrugerne, kan med rette forventes at påvirke efterspørgslen på flybilletter. Denne antagelse gør sig gældende i børsprospektet, hvor Cimber Sterling slår fast, at *"Luftfartsindustrien er underlagt omfattende skatter, fly- og licensgebyrer og tillægsgebyrer, som kan påvirke efterspørgslen efter flyrejser"* (Børsprospekt,

⁵ Se omtalen af dereguleringer af flymarkeder i afsnit 2.7.

⁶ En organisation under FN forankret i Chicago Konventionen.

2009, s. 14). En afvikling af afgiftsfritagelsen kan således blive aktuel i den nærmeste fritid for erhvervsmæssig befordring.

Fremtidig infrastruktur

At politik i høj grad påvirker udviklingen indenfor dansk luftfart fremgår af en rapport udgivet af Transportministeriet. Den fastlægger, at det er de frie markeds kræfter, der fremadrettet skal styre udviklingen inden for dansk luftfart, men at udviklingen kan understøttes fra politisk hold. Formålet med rapporten er en beskrivelse af "*de væsentligste udfordringer og udviklingstendenser for dansk luftfart for på denne måde at sikre et godt grundlag for en drøftelse af fremtidens **luftfartspolitik***" (Transport- og Energiministeriet, 2005, s. 3).

Det er vigtigt for de danske lufthavne, at der vedligeholdes og i nødvendigt omfang etableres god infrastruktur i form af bus-, bil- og togforbindelser. De fleste flypassagerer kombinerer flyrejsen med en anden transportform, hvorfor netop infrastrukturen er yderst vigtig. De senere år er der etableret metro til Københavns Lufthavn, motortrafikvej til Billund Lufthavn og der er bygget motorvej vest om Århus. Tiltag der har mindsket den samlede transporttid for flypassagererne. Det er vigtigt, at infrastrukturen også prioriteres fremadrettet fra politisk side. Cimber Sterling er opmærksom på den politiske indflydelse på infrastrukturen i børsprospektet, hvor "*ugunstige ændringer i transportforbindelser til lufthavnene*" er et eksternt risici med mulig negativ påvirkning på den fremtidige indtjening (Børsprospekt, 2009, s. 26).

Ejerskab af provinslufthavne

De danske provinslufthavne drives ud fra forskellige driftsvilkår, hvilket fremgår af *Rapport om de større danske provinslufthavne* (Transportministeriet, 2010).

Lufthavnene omfatter:

- **Esbjerg og Sønderborg**: Drevet i kommunalt regi
- **Århus og Billund**: Kommunalt ejede aktieselskaber
- **Aalborg og Karup**: Kommunalt ejede andelsselskaber
- **Bornholm**: Statsejet
- **Roskilde og København**: Børsnoteret, hvor den danske stat ejer 39,2%

Nogle lufthavne modtager tilskud til dækning af regnskabsmæssige underskud og investeringer, mens andre lufthavne ikke afholder alle omkostninger til infrastruktur og

lignende, da de er placeret på lokationer med militære flyvestationer. I høringsvaret fremhævede Århus-, Billund- og Sønderborg kommuner netop, at Aalborg- og Karup lufthavn har særlige fordele, og at disse konkurrenceforvridende vilkår skal afsluttes (Transportministeriet, 2010, s. 1). Aalborg- og Karup lufthavn fremhæver samarbejdet som forbilledligt og pointerer, at omkostningerne afholdes fuldt ud. En fremadrettet skævvridning mellem de enkelte provinslufthavne i Danmark vil potentielt kunne have indflydelse på såvel danske- og udenlandske flyselskaber.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Efterspørgselen efter flybilletter er afhængig af en række økonomiske faktorer, og nedenfor behandles de vigtigste med påvirkning på flybranchen. De valgte faktorer er vækst i RPK og BNP, valutakursudvikling, renteniveau og oliepris.

Sammenhæng mellem tilbagelagte passagerkilometre og BNP

Tilbagelagte passagerkilometre (RPK) følger meget præcist den cykliske udvikling i BNP. RPK er dog mere konjunkturfølsom med en historisk elasticitet på cirka 2:1 i forhold til udviklingen i BNP (Hanlon, 1999, s. 17). I perioden 2003-2009 er den globale elasticitet faldet til 1,60:1, hvilket fremgår af figur 14.

Figur 14: Sammenhæng mellem udvikling i BNP og RPK i perioden 2003-2009



Kilde: Buyck, 2010, s. 3.

En række estimater for udviklingen i BNP fremgår af tabel 6. Den valgte tidsperiode svarer til den anvendte budgetperiode i værdiansættelsen af Cimber Sterling. Som det fremgår, er der forskel mellem de enkelte estimater. IMF's estimater er typisk noget højere end for de øvrige kilder. Nationalbanken nedjusterer i kvartalsoversigten for tredje kvartal 2010 (Nationalbanken, 2010, s. 82), hvilket forklarer det laveste estimat. Nedgangen i BNP i 2008 og 2009 var

kraftigere i Danmark end i resten af Euroområdet. Denne nedgang forventer Nationalbanken, at Danmark indhenter de kommende år (Nationalbanken, 2010, s. 34). Nationalbankens estimat vurderes derfor prædiktivt for udviklingen i budgetperioden.

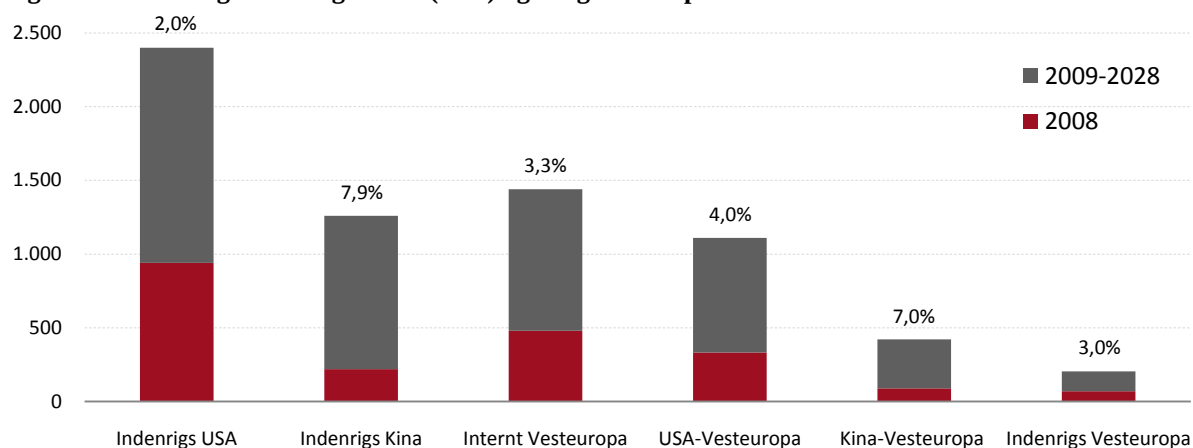
Tabel 6: Forventet udvikling i BNP for Danmark i perioden 2009-2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IMF	-4,74%	1,95%	2,32%	2,18%	2,08%	1,96%	1,93%
Verdensbanken	-4,90%	1,10%	1,70%	2,00%	-	-	-
Nationalbanken	-5,10%	1,30%	1,70%	1,90%	-	-	-
Eurostat	-4,70%	1,60%	1,80%	-	-	-	-
Gennemsnit	-4,86%	1,49%	1,88%	2,03%	2,08%	1,96%	1,93%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af tal fra de enkelte institutioners hjemmesider.

I terminalperioden er udviklingen i BNP/RPK mere usikker. Airbus udsender hvert år en rapport, hvor udviklingen i RPK vurderes ud fra en række faste parametre, herunder bl.a. forventningen til udviklingen i BNP (Airbus, 2009, s. 52). Den forventede fremtidige udvikling i RPK på udvalgte flymarkeder er vist i figur 15.

Figur 15: Fremtidig udvikling i RPK (mia.) og årlig vækst i perioden 2009-2028



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Airbus, 2009, s. 52.

Der forventes således en gennemsnitlig årlig vækst på 3,3% i RPK på det vesteuropæiske marked og en vækst på 3,0% for indenrigsruter i Vesteuropa i perioden frem til 2028. Denne udvikling svarer til den estimerede danske udvikling i BNP for 2015 på 1,93% multipliceret med RPK/BNP-sammenhængen på 1,6;1 fra figur 14.

Valutakursudsving

Udviklingen i nationale valutaer mod den amerikanske dollar er en vigtig faktor for alle ikke-amerikanske flyselskaber. Risikoen skyldes primært, at flybrændstof og leasingomkostninger afregnes i amerikanske dollars. For peer-gruppen er størstedelen af indtægter i en anden valuta end amerikanske dollar, hvilket gør udviklingen i den amerikanske dollar mod henholdsvis euroen og danske kroner til en betydelig faktor. SAS har eksempelvis et valutaunderskud i USD på ca. 11 mia. kr. (SAS Group, 2009, s. 34). De øvrige selskaber oplyser ikke tilsvarende tal i selskabernes årsrapporter, men andelen af indtægter i USD er antageligt lavere end SAS'. Det baseres på, at selskaberne i modsætning til SAS ikke betjener oversøiske ruter og kunder. Forholdet mellem indtægter i en anden valuta end USD og omkostninger afholdt i USD vurderes derfor som en væsentlig risikofaktor for alle selskaber i den identificerede peer-gruppe.

SAS følger en overordnet strategi, hvor dollarrisikoen afdækkes. Ultimo 2009 var 61% af det forventede dollarunderskud for 2010 således afdækket. Norwegian følger ligeledes en strategi, hvor dollarrisikoen søges neutraliseret. Fremtidige kommercielle transaktioner, indregnede aktiver og passiver samt eventuelle investeringer i udenlandske virksomheder afdækkes således op til 100% over løbende 12 måneder (Norwegian Air Shuttle, 2009, s. 28).

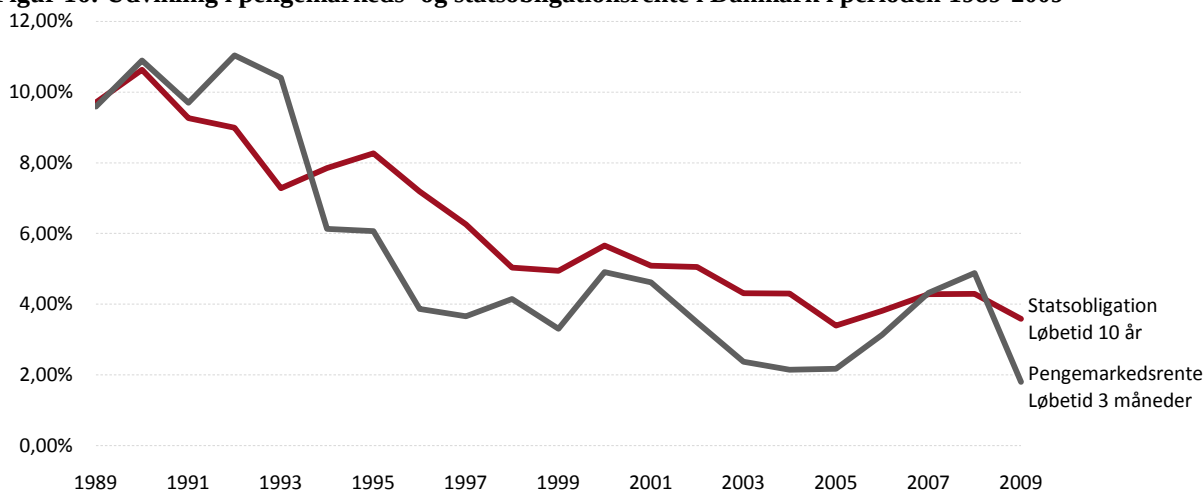
For Cimber Sterling fremgår det af børsprospektet, at der pr. prospektdagen ikke var indgået aftaler i forhold til afdækning af selskabets eksponering mod udsving i dollaren (Børsprospekt, 2009, s. 25). Risikoen anerkendes dog og beskrives detaljeret i børsprospektet, og *"selskabet agter at afdække en væsentlig del af eksponeringen efter gennemførelse af udbuddet"* (Børsprospekt, 2009, s. 25). Af den seneste årsrapport fremgår det dog, at stigende dollarkurs påvirker Cimber Sterlings regnskab negativt. Endvidere oplyser virksomheden, at risikoen kan afdækkes ved hjælp af valutakursforretninger, men at denne mulighed for nuværende er fravalgt.

Flyselskaberne anerkender, at udviklingen i dollarkursen er en vigtig faktor, der kan påvirke indtjeningen. Cimber Sterling følger på nuværende tidspunkt en anden strategi end konkurrenterne i forhold til afdækning af valutarisici.

Renteniveau

Et fald i den lange rente medfører kursstigninger og herigennem voksende formuer, der på lang sigt øger det private forbrug. En række empiriske undersøgelser påpeger dog, at rentens forklaringsgrad af forbrugsudviklingen er relativ lav. Den langsigtede renteeffekt på flyrejser er derfor svær at forklare, hvorfor forbrugseffekten ikke er fokus for indeværende afsnit. I stedet analyseres udviklingen i den faste og variable rente samt de enkelte selskabers valg af rentestyringsstrategi. Udviklingen i renteniveauet i perioden 2000-2010 fremgår af figur 16.

Figur 16: Udvikling i pengemarkeds- og statsobligationsrente i Danmark i perioden 1989-2009



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af www.nationalbanken.dk.

Det fremgår tydeligt, at der i perioden har været fald i såvel obligationsrenten (estimat for den faste rente) og pengemarkedsrenten (estimat for den variable rente). Udsvingene er dog historisk set mere markante i den variable rente.

Norwegian følger en strategi, hvor en del af virksomhedens langfristede låneengagementer er indgået med en fast rente. De langfristede forpligtelser udgjorde NOK. 908 mio. i regnskabsåret 2009, hvoraf 37% (NOK. 335 mio.) var med fast rente. SAS anvender en række finansielle instrumenter til at følge en overordnet strategi, hvor der sikres en gennemsnitlig periode for fastforrentede lån på 3,5 år. For 2009 var den gennemsnitlige periode dog kun 2,9 år, mens gælden ultimo udgjorde SEK. 6.504 mia. (SAS Group, 2009, s. 31).

Af børsprospektet fremgår det, at en rentestigning kan få negativ indvirkning på Cimber Sterlings pengestrømme og fremtidige finansielle resultater (Børsprospekt, 2009, s. 25). Den mulige negative påvirkning skyldes en høj andel af variabelt forrentede lån, der ultimo regnskabsåret 2009/10 udgjorde 97,5 % af den samlede gæld (395 mio. kr.). Virksomheden skriver endvidere i den seneste årsrapport, at den høje andel af variabelt forrentede lån øger

eksponeringen overfor renteændringer. Regnskabsbrugeren informeres ligeledes om muligheden for risikoafdækning i form af renteswaps, men at denne mulighed på nuværende tidspunkt er fravalgt (Cimber Sterling, 2010a, s. 14).

Ligesom ved valget af valutakursstyringsstrategi adskiller Cimber Sterling sig fra konkurrenterne ved at have en høj andel af variabelt forrentede lån samt ved fravalg af risikoafdækning,

Oliepris

Omkostningerne til flybrændstof har historisk set og vil forventeligt også fremadrettet udgøre en væsentlig andel af de variable omkostninger for samtlige flyselskaber. Brændstofudgifterne stiger relativt mindre med udviklingen i ASK, hvilket skyldes, at take-offs er brændstofkrævende, hvorfor længere flyvninger øger effektiviteten.

I lighed med valg af valutakursstyringsstrategi følger Cimber Sterling en anden strategi end de øvrige selskaber. Cimber Sterling skriver således i seneste årsrapport, at omkostningen er væsentlig, og at muligheden for risikoafdækning er til stede, men samtidig at den er fravalgt på nuværende tidspunkt (Cimber Sterling, 2010a, s. 14). At brændstof er en væsentlig omkostning for selskabet fremgik ligeledes af børsprospektet, hvor en del af provenuet: *"ønskes brugt til at indgå aftaler til delvis afdækning af eksponering mod stigninger i prisen på brændstof"* (Børsprospekt, 2009, s. 25). Pr. værdiansættelsesdagen har selskabet fortsat ikke indgået aftaler omkring risikoafdækning.

Norwegian følger en strategi, hvor der risikoafdekkes i forhold til udsving i prisen på brændstof. Selskabet opstiller i årsrapporten en følsomhedsanalyse, hvor det fremgår, at en stigning i brændstofprisen på 1% vil betyde et fald i resultatet før skat på NOK. 17 mio. Tabet vil dog opvejes af en urealiseret fortjeneste på NOK. 21,3 mio. på forwardkontrakter i flybrændstof. Selskabet er således i begrænset omfang udsat for udsving i prisen på brændstof. Ryanair og SAS følger en overordnet strategi, hvor der afdækkes mellem 40-60% af det forventede brændstofforbrug (SAS Group, 2009, s. 33) og (RyanAir Holding plc, 2009, s. 35). Selskaberne er naturligt påvirket negativt ved stigninger i brændstofprisen, der ligger ud over den anvendte risikoafdækningsperiode (typisk 12-18 måneder).

Flyselskabernes indtjening er således i høj grad afhængig af udviklingen i brændstofpriser samt valg af risikoafdækningsstrategi. Som nævnt tidligere handles flybrændstof i amerikanske dollars, hvorfor valg af valutarisikostyringsstrategi i høj grad påvirker de enkelte selskabers udgifter til brændstof.

Flybrændstof er bearbejdet råolie, hvorfor prisen historisk er positivt korreleret med udviklingen i prisen på råolie. Indenfor meget korte tidsintervaller konstateres store udsving i prisen på brændstof. Eksempelvis faldt prisen med 260% i perioden september 2008-maj 2009 (IATA, 2010). Den fremtidige udvikling i prisen på brændstof er svær at forudsige, men historisk set har udviklingen været positivt korreleret med udviklingen i BNP. Det er derfor forventeligt, at udviklingen i prisen på flybrændstof følger den forventede fremtidige positive udvikling i BNP. Der forventes derfor stigende brændstofpriser i de kommende år. Cimber Sterling er det eneste luftfartsselskab i peer-gruppen, der ikke afdækker risikoen relateret til en usikker fremtidig udvikling på flybrændstof.

3.1.3 Sociokulturelle faktorer

I indeværende afsnit defineres sociokulturelle faktorer med mulig påvirkning på luftfartsindustrien.

Den danske befolkning langt fremme i brug af e-handel

En stor andel af de danske forbrugere handler i højere grad end tidligere produkter og serviceydelser på internettet. I 2006 anvendte 31% af den danske befolkning således e-handel, mens tallet i 2008 var steget til 59% (Euromonitor International, 2009, s. 5). Til sammenligning handler 32% af forbrugerne i EU på internettet, hvilket understreger danskernes fremtrædende adaption af e-handel. Danskerne køber musik, tøj og flybilletter over internettet, og 88% af alle køb gennemføres på danske hjemmesider. Udviklingen væk fra at købe flybilletter over telefonen eller ved flyselskabernes salgskontorer kan tilskrives en ændring i danskernes livsstil over de seneste 10 år. En ændring der i relation til salg af flybilletter ligeledes er drevet af LCC-selskabernes indtog på de europæiske markeder. Ændringen stiller i stigende grad krav til flyselskaberne for at kunne forstå og efterleve de nye krav fra forbrugerne. Undersøgelser viser, at brugervenligheden i form af bestilling samt annullering af ordrer vejer tungt hos forbrugerne (Matheson, 2006, s. 1). Service og pålidelighed er desuden de faktorer med størst indflydelse på købsprocessen (Liu, 2000, s. 7). Det er derfor vigtigt, at flyselskaberne investerer den rette mængde ressourcer i at forstå forbrugernes præferencer for derigennem at

udvikle den rette software til brug for bestilling, kundeservice etc. Cimber Sterling fremhæver eksempelvis i seneste årsrapport, at en betydelig del af kommunikationen med kunderne i forbindelse med Askeskyen foregik ved hjælp af SMS, e-mail, Facebook og chat-funktionen på Cimber Sterlings hjemmeside (Cimber Sterling, 2010a, s. 13).

Ændrede rejsevaner i den danske befolkning

I perioden 1995-2008 faldt danskernes udgifter til flyrejser med 17,8% fra kr. 2,8 mia. til kr. 2,3 mia. kr. Den primære grund til faldet er lavprisselskabernes indtrængen på det danske marked. Ifølge Danmarks Statistik faldt prisen således målt i realkroner på internationale flybilletter med 24% i perioden 1996-2006 (Euromonitor International, 2009, s. 102). Den igangværende priskrig på indenrigsmarkedet har gjort det muligt for den almene dansker at flyve hjem på weekend i stedet for at benytte bil eller tog. Ifølge lufthavnsdirektøren i Billund så: *"boomer indenrigsruterne i de jyske lufthavne, og selv studerende, der skal hjem til mors kødgryder i weekenderne, er begyndt at flyve"* (dr.dk/nyheder, 2010b). Udtalelsen kom efter, at Billund Lufthavn havde realiseret en vækst på 40% i antal passagerer på indenrigsruterne i de første ni måneder af 2010. En kundeundersøgelse blandt Cimber Sterlings passagerer viser samtidig, at et bredere udsnit af befolkningen flyver på de danske indenrigsruter. Ifølge Cimber Sterlings kommunikationschef: *"Er det ikke længere kun forretningsrejsende, men både helt unge og ældre. Flyveren er blevet et alternativ til tog og bil"* (Cimber Sterling, 2010b, s. 3). Danskernes rejsevaner er derfor blevet markant ændret de senere år, primært grundet de konkurrencedygtige priser på indenrigsflyvninger i forhold til at rejse med bus og tog (Euromonitor International, 2009, s. 103).

Lavprisselskabernes andel af det samlede passagerantal i 2000 udgjorde 1,5% i Københavns Lufthavn. Medio 2010 udgjorde samme passagergruppe ca. 18% af passagerantallet. Udviklingen viser tydeligt, at danskerne såvel som udenlandske turister også er modtagelige over for lavprisflyvninger på udenlandsrejser. Ændringen i rejsevaner følger her udviklingen på indenrigsruterne.

For at servicere det stadig stigende antal lavprisselskaber i lufthavnen, åbnede Københavns Lufthavn i efteråret 2010 en ny lavpristerminal, CPH GO (Københavns Lufthavne, 2010). Passagerafgiften er 20 kr. lavere end ved brug af den øvrige del af lufthavnen. Lavprisselskaberne skal til gengæld være i stand til at rengøre, tanke og gøre flyene klar til afgang på højst 30 minutter. Easyjet er det eneste selskab, der har meldt ud, at selskabet

ønsker at anvende terminalen fra start. Med åbningen af en ny lavpristerrminal i Københavns Lufthavn er der skabt yderlig mulighed for at tilbyde lavprisbilletter til den danske befolkning og udenlandske turister.

3.1.4 Teknologiske, miljømæssige og lovgivningsmæssige faktorer

I indeværende afsnit opstilles de teknologiske-, miljø- og lovgivningsmæssige faktorer i sammenhæng, da fokus er på de enkelte virksomheders strategi i relation til valg af flyflåde, herunder muligheden for fremtidig brændstofreduktion.

Muligheden for brændstofreduktion sker ved teknologiske fremskridt, men den afledte effekt er nedsat CO₂udledning til gavn for miljøet. Netop udledningen af CO₂ fylder meget på den politiske dagsorden i disse år, og flyindustrien er naturligt i fokus, da 2% af den menneskeskabte CO₂udledning skyldes lufttransport (United States Government Accountability Office, 2009, s. 17). IATA vurderer den sandsynlige udledning fra lufttransport i 2050 til 2,9% forudsat, at brændstoffektiviteten øges med 40-50% på baggrund af forbedringer i flyteknologi og et samlet lufttrafikeringsystem i Europa. Der eksisterer i dag 47 forskellige systemer i Europa, mens der i USA er et samlet system. De forskellige systemer bevirker, at det sjældent er muligt at flyve den meste direkte rute mellem de europæiske destinationer, hvilket øger forbruget af brændstof. Ifølge Boeing, den ene af de to store flyproducenter på verdensplan, udvikler teknologien sig hurtigere end forventet i øjeblikket. Det er således forventeligt, at mange flyselskaber kan flyve på en andel af biobrændstof indenfor de næste 5-10 år (Boeing, 2010C).

Cimber Sterling skriver i børsprospektet: *"Der er stor **regulatorisk** fokus på luftfartsselskaber, hvilket skyldes disses forventede vækst samt det forhold, at flys CO₂udledninger menes at medvirke til klimaændringer"* (Børsprospekt, 2009, s. 28). EU ønsker at reducere CO₂forbruget med 20% i 2020, hvorfor samtlige flyselskaber hjemmehørende i EU indgår i European Union Emissions Trading Scheme (EU ETS) fra 2012 (European Commission, 2010). Der er på nuværende tidspunkt tvivl om antallet af udbudte kvoter til flyindustrien, og ligeledes til hvilken pris kvoterne udbydes. Hidtil er kvoterne for andre industrier i EU ETS blevet købt i det åbne marked pr. ton udledt CO₂. Tankegangen er, at *"forureneren betaler"*, hvilket betyder til stigende omkostninger ved behov for indkøb af flere kvoter. EU ETS er således konstrueret, så effektive flyselskaber målt i udledning pr. passager favoriseres. De

regulatoriske regler er gældende for alle selskaber i den valgte peer-gruppe, men kan virke konkurrenceforvridende i relation til selskaber hjemmehørende uden for EU.

Samlet set fylder udledningen af CO₂ således meget i relation til såvel den teknologiske udvikling, den afledte påvirkning på miljøet samt de politiske beslutninger i forhold til en mulig fremtidig begrænsning eller reduktion af udledningen. I det følgende afsnit behandles de enkelte selskaber i den valgte peer-gruppe.

Brændstofreducerende flyflåde

Norwegian har valgt en strategi, hvor de nuværende Boeing 737-300 fly udskiftes med den nye flytype 737-800. Den valgte flytype har et lavt niveau af støj og forurening, hvilket kan resultere i en konkurrencemæssig fordel, såfremt de øvrige konkurrenter ikke følger udviklingen. Selskabet skriver i seneste årsrapport, at udskiftningen vil reducere vedligeholdelsesomkostninger og mængden af anvendt flybrændstof væsentligt. Brændstofmængden forventes således nedsat i niveauet 20-25%. Ved udgangen af 2014 vil flyflåden udelukkende indeholde den nye Boeing flytype (Norwegian Air Shuttle, 2009, s. 6). Norwegian har fastsat et mål om at reducere CO₂udledningen per passager med 25% i perioden 2008-2015 (Norwegian Air Shuttle, 2009, s. 10).

I overensstemmelse med IATA's vision følger SAS et langsigtet mål frem mod 2020, hvor udledningen af CO₂ skal reduceres med 20% (SAS Group, 2009, s. 106). Ifølge seneste årsrapport er en væsentlig forudsætning for at nå de fastsatte miljømæssige mål, at flyflåden er skræddersyet til markedets behov, hvilket betyder en strategi baseret på løbende udskiftning af fly (SAS Group, 2009, s. 108). Boeing 737 udgør 55% af SAS' flyflåde (wet leases og udlejede fly ikke inkluderet) med en gennemsnitlig alder på 11,5 år. I regnskabsåret 2010 tilføres flyflåden et Boeing 737NG fly, og der er på nuværende tidspunkt ikke godkendt yderligere investeringer i nybygninger.

Gennemsnitsalderen for Cimber Sterlings flyflåde er beregnet i afsnit 2.2.4 til 13,35 år på egne fly og 12,46 år for den leasede del af flyflåden. Det fremgår af børsprospektet, at der fra og med sommerprogrammet 2010 skulle indsættes yderligere tre Boeing 737. På værdiansættelsesdagen var disse fly endnu ikke tilført flyflåden. Cimber Sterling beskriver i seneste årsrapport, at arbejdet er påbegyndt i forhold til en fremadrettet sænkning af selskabets CO₂udledning. Programmet gennemføres i samarbejde med IATA og er navngivet

"Fuel Saving" (Cimber Sterling, 2010a, s. 28). Programmet omfatter blandt andet planlægningsprogrammer til optimering af flyhøjde og efteruddannelse af piloter. I forhold til Norwegian indeholder programmet således ikke planer om en kontinuerlig udskiftning af flyflåden. De nævnte tiltag er ligeledes en del af den brændstofbesparende strategi i såvel Norwegian som SAS. I modsætning til konkurrenterne, fastsætter Cimber Sterling ikke konkrete tal på en forventet reduktion af CO₂udledningen. Visionen er, at *"CO₂udledningen bliver så lav som mulig pr. passager og flyvning"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 28). Cimber Sterling adskiller sig således i forhold til de identificerede konkurrenter ved en mere upræcis strategi i forhold til brændstofbesparende aktiviteter og fastsættelse af mål for den fremtidige CO₂udledning.

3.2 Brancheanalyse

Porters 5-forces model bruges til at analysere luftfartindustrien og konkurrenceintensiteten. Modellen medtager de mest væsentlige interessenter i og omkring industrien. Udgangspunktet for analysen er på brancheniveau, men fokus er på forhold med særlig påvirkning på Cimber Sterlings forretningsområder. Afsnittet er derfor ikke udtømmende som brancheanalyse. Der inddrages i nødvendigt omfang sammenligninger til peer-gruppen.

3.2.1 Nye udbydere

Adgangen for nye udbydere i luftfartsindustrien afhænger primært af indgangsbarriererne. Udgangsbarriererne i form af høje omkostninger kan dog ligeledes afholde nye spillere fra markedet. Analysen tager udgangspunkt i selskaber, der ønsker at etablere rutefart, og der skelnes mellem to typer af nye udbydere:

- Udbydere der ikke tidligere har udbudt lufttransport
- Etablerede lufttransportselskaber der begynder at flyve på Cimber Sterlings ruter

Indgangsbarrierer

Nye aktører indenfor lufttransportbranchen har ikke ensartede muligheder for at trække på ressourcer, hvorfor indgangsbarriererne for disse selskaber er højere end for allerede etablerede luftfartselskaber. Opbygning af en flyflåde kræver relativt meget kapital, omend kapitalbehovet er mindsket med muligheden for leasing af fly. Der er ligeledes etableringsomkostninger relateret til opbygning af et distributionssystem til salg af billetter samt ansættelse af medarbejdere i form af piloter, kabinepersonale og mekanikere. Licenser til beflyvningen af de enkelte ruter er ligeledes en anseelig etableringsomkostning.

I tilfælde, hvor etablerede spillere har ledig kapacitet på deres oprindelige markeder, kan kapaciteten relativt nemt overføres til f.eks. det danske marked. En sådan flytning af kapacitet gælder for såvel fly og medarbejdere. Meget billetsalg foregår i dag via e-handel⁷, hvorfor der ikke skal indregnes omkostninger til opstart af salgskontorer.

Den største enkeltstående indgangsbarriere består i slots. Selvom der ikke er udsigt til kapacitetsproblemer i de danske lufthavne (Airbus, 2009, s. 73), er det dog svært at få adgang til de attraktive slots. Som omtalt tidligere var netop slot-rettigheder en vigtig del af Sterling-transaktionen. Slots tildeles efter såkaldte ”*grandfather rights*”, hvor selskabet der hidtil har haft rettigheden til et slot også automatisk har retten det efterfølgende år. Det eneste krav er, at et slot udnyttes minimum 80% (Transport- og Energiministeriet, 2005, s. 99-100).

Udgangsbarrierer

Eventuelle tab ved salg af fly udgør en udgangsbarriere for selskaber, der ønsker at trække sig ud af luftfartsbranchen. Der eksisterer et likvidt marked for brugte fly, men tab må stadig påregnes. Tab må ligeledes påregnes for selskaber, der har valgt at lease hele eller dele af flyflåden. Dette skyldes, at leasingaftaler normalt er uopsigelige i leasingperioden (Børsprospekt, 2009, s. 20). Luftfartsbranchen karakteriseres som medarbejdertung, hvorfor en fortsat udgift til lokalt ansatte medarbejdere, der ikke kan overflyttes, må påregnes. Netop denne udgift er antageligt højere i Danmark end i øvrige europæiske lande, hvilket skyldes danske regler i forhold godtgørelse ved fratrædelse (Datamonitor, 2010, s.16). Attraktive slot-rettigheder repræsenterer ingen økonomisk værdi, da rettighederne fordeles videre til andre ansøgere.

For en ny aktør indenfor luftfartsindustrien er ind- og udgangsbarriererne høje. Det er en kapitalintensiv industri, hvor etablerede selskaber har komparative fordele i form af slot-rettigheder. Aktørernes aktiver (flyene) kan overflyttes til andre markeder, hvilket betegnes som en unik situation. Muligheden for overflytning gør barriererne lavere, men omkostningerne er stadig væsentlige. Truslen fra nye udbydere indenfor luftfartsbranchen vurderes som lav, mens truslen fra etablerede spillere vurderes af middel styrke.

⁷ Omtalt i afsnit 3.1.3.

3.2.2 Forhandlingsstyrke – Kunder

I analysen af kundernes forhandlingsstyrke skelnes mellem salg karakteriseret som B2C og salg ved B2B. B2C afdækker privat- og en del af de erhvervsrejsende, mens B2B indbefatter rejseselskaber og erhvervsrejsende omfattet af firmaaftaler.

B2C

Flyselskaberne er karakteriseret ved mange enkelte kunder, der individuelt ikke har betydning for selskaberne. Den løse tilknytning giver de rejsende en lav forhandlingsstyrke. Flyrejser kan i nogen grad karakteriseres som udifferentierede produkter, hvor *switching costs* er lave, hvilket bidrager til lav loyalitet blandt kunderne (Datamonitor, 2010, s.13). Primært på indenrigsrejser med lave flyvetider er det svært at differentiere produktet til andet end en rejse fra A til B. En lav loyalitet underbygges endvidere på grund af en efterspørgselselasticitet på -1,3 (COWI, 2004, s.111). Den lave efterspørgselselasticitet skyldes bl.a. en høj prisgennemsigtighed anført af udbredelsen af søgemaskiner på internettet. Priselasticiteten er faldende på længere distancer, hvilket betyder øget påvirkning af parametre som komfort og service. Luftfartsselskaberne forsøger derfor at skabe *switching costs* i form af loyalitetsprogrammer, hvor de rejsende optjener bonuspoint. Både Cimber Sterling, Norwegian og SAS tilbyder loyalitetsprogrammer. SAS' og Norwegians tilbydes til alle rejsende, mens Cimber Sterlings program er målrettet pendlere, der foretager minimum 10 enkeltrejser i kvartalet. Cimber Sterling indgår samtidig i SAS' bonusprogram.

B2C-kunderne er især målgruppen for LCC-selskaberne. I takt med at antallet af lavprisselskaber er forøget, er priskonkurrencen øget væsentligt. Selskaberne forsøger at prisdiskriminere ved at bruge dynamisk prissætning for derigennem at minimere *consumer surplus*. Den høje prisgennemsigtighed kombineret med lave *switching costs* betyder, at selskaberne kun i begrænset omfang har mulighed for at udnytte den førømtalte svage forhandlingsposition for kunderne. Markedskræfterne i form af udbud og efterspørgsel er derfor i høj grad bestemmende for prisen. Kunderne karakteriseres derfor ikke som pristagere, og flyselskaberne defineres samtidig ikke som prissættere. Samlet vurderes B2C-kundernes forhandlingsstyrke derfor som middel.

B2B

På B2B-markedet betyder den enkelte kunde økonomisk mere for selskaberne. SAS har f.eks. skræddersyede loyalitetsprogrammer for større selskaber og organisationer, der bl.a. giver mulighed for faste priser på ruter og specielle bookingsystemer (SAS Group, 2009, s. 10). De individuelt designet programmer mindsker prisgennemsigtigheden, og andre parametre får øget betydning. For SAS giver aftalerne mulighed for at øge loyaliteten, da *switching costs* inddrages. Som nævnt ovenfor er Cimber Sterlings loyalitetsprogram rettet mod pendlere og ikke B2B-kunder. SAS' forhandlingsstyrke overfor B2B-kunderne vurderes derfor stærkere end tilsvarende for Cimber Sterlings.

Rejseselskaberne udgør en væsentlig kundegruppe. Selskaberne booker hele flyvninger eller grupperejser på eksisterende ruter. Rejseselskaberne betaler således for pladserne, uanset om de sælges videre til forbrugeren. Aftalerne indgås typisk for en sæson af gangen, hvilket giver Cimber Sterling fast indtjening og samtidig muligheden for at planlægge uudnyttet kapacitet (Cimber Sterling, 2010c, s. 7). Rejseselskabernes kunder er dog karakteriseret ved at være meget priselastiske (Miljøministeriet, 2007, s.28). Samtidig har LCC-selskaberne indledt en priskrig på chartermarkedet. Star Tour har eksempelvis udskiftet SAS med Jet Time på alle charterflyvninger fra Billund. Et skifte der forventeligt betyder en nedgang i passagerantallet på 23.000 årligt for SAS (finans.tv2.dk, 2009a). Der er mange udbydere af beflyvning til rejseselskaberne, hvilket gør rejseselskaberne til en væsentlig og attraktiv kundegruppe. Endvidere er de større rejseselskaber i stand til at integrere bagud i værdikæden ved at lease fly, hvilket eliminerer behovet for en underleverandør. Rejseselskaberne vurderes derfor at have en stærk forhandlingsstyrke.

3.2.3 Forhandlingsstyrke – Leverandører

I dette afsnit behandles de mest væsentlige leverandører indenfor luftfartsindustrien. Leverandørerne defineres som flyproducenter, medarbejdere, lufthavne og tilhørende services herunder leverandører af jetfuel. Denne gennemgang efterfølges af en vurdering af brancheorganisationernes betydning for leverandørernes forhandlingsstyrke overfor luftfartselskaberne.

Flyproducenter

Der er relativt få flyproducenter i verden. Markedet for kommercielle jetfly domineres således af giganterne Boeing og Airbus, hvorfor markedet er tilnærmelsesvist et duopol. Markedet for små jetfly og turbopropel fly er mere diversificeret, hvor Bombardier, ATR og Embraer er de mest væsentlige aktører (Datamonitor, 2010, s.13). Det lave antal producenter giver umiddelbart en fordel i forhold til de kommercielle flyselskaber. Producenterne er dog afhængige af flyselskaberne, da eksempelvis 50% af Boeings omsætning genereres fra salg til kommercielle flyselskaber (Boeing, 2010A, s.30). Grundet udviklingen i verdensøkonomien har efterspørgselen efter nye fly samtidig været rekord lav de seneste to år (Boeing, 2010B, s.4).

Cimber Sterling har historisk købt eller leaset *second-hand* fly, eksempelvis ved overtagelsen af B737-licenserne fra Sterling. Licenserne blev netop aktiveret ved leasing af fly fra Sterlings leasinggiver. Cimber Sterling handler derfor sjældent direkte med flyproducenterne, men derimod med mellemhandlere. Leasing af fly sker bl.a. igennem det tyske firma Bavaria International Aircraft Leasing. Priserne på leasing-markedet følger naturligt prisudviklingen på nye fly og den generelle udvikling i verdensøkonomien. Melleghandler-markedet består dog af væsentligt flere aktører og er præget af monopolistisk konkurrence.

Ud fra producenternes afsætning af nye fly og konkurrencen på melleghandlermarkedet, vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke under middel. Det er derfor forventeligt, at Cimber Sterling kan tilføre nye fly på favorable vilkår. Forhandlingsstyrken kan dog hurtigt vende og afhænger af udviklingen i verdensøkonomien. Cimber Sterlings forhandlingsstyrke mindskes ligeledes af, at virksomheden er begrænset til at vælge flytyper, der indgår i den nuværende flyflåde. Det er nødvendigt at holde fast i samme flyflåde, da der er relateret høje *switching costs* ved at tage nye flytyper i drift. Omkostningerne består bl.a. i licenser, træning af piloter, vedligeholdelse og opretholdelse af et lager med reservedele. Cimber Sterling benytter fly fra Boeing, Bombardier og ATR.

Medarbejdere

Den negative udvikling i verdensøkonomien de senere år har medført afskedigelser indenfor luftfarten, hvilket umiddelbart stiller luftfartsselskaberne i en mere gunstig position ved nyansættelser og genforhandling af overenskomster. Cimber Sterling har historisk haft et godt forhold til virksomhedens ansatte, senest illustreret ved en frivillig lønreduktion (Cimber Sterling, 2010i). SAS har igennem en årrække været ramt af arbejdsnedlæggelser, der følgerlig

har resulteret i aflyste afgange og deraf image tab. Over en 17-årig periode har der således været 137 strejker i SAS-koncernen (Politiken, 2007). Cimber Sterling oplevede senest en arbejdsnedlæggelse tilbage i 2001. En arbejdsnedlæggelse der varede en dag (Børsprospekt, 2009, s. 65).

Den økonomiske udvikling styrker luftfartselskaberne, men samtidig er medarbejdernes brug af strejkeretten et magtfuldt våben. Styrkeforholdet mellem luftfartsselskaberne og medarbejderne vurderes derfor at være middel. Det gode forhold mellem Cimber Sterling og medarbejderne mindsker dog medarbejdernes forhandlingsstyrke, der derfor vurderes under middel. Det generelt høje lønningsniveau i Danmark kan medføre yderligere lønnedgang, da flere udenlandske konkurrenter har væsentligt lavere personaleomkostninger.

Lufthavne og tilhørende services

Lufthavne har ofte en monopollignende status, da alternative lufthavne øger rejsetiden væsentligt. Den nærmeste konkurrent til Kastrup, der tilbyder rutefart, er således Sturup Lufthavn udenfor Malmö. Kravene til areal og infrastruktur gør endvidere, at lufthavnenes monopollignende status på både kort- og mellem sigt ikke forventes ændret. Det stiller umiddelbart lufthavnene i en stærk forhandlingssituation, men lufthavnene er yderst afhængige af mange flypassagerer. Lufthavnene er således afhængige af *economies of scale* for at være profitable (Voltes-Dorta, 2008, s.19). *Economies of scale* indikerer, at luftfartsselskaber med mange passagerer bør have en stærkere forhandlingsstyrke end små selskaber. Det er dog ikke umiddelbart tilfældet, da lufthavns- og passagerafgifterne delvist er underlagt lovbestemmelser i forhold til samme priser for ensartede ydelser (Transport- og Energiministeriet, 2006, s.33).

Enkelte selskaber kan dog stadig opnå indflydelse og realisere fordele. Det blev således påpeget fra flere aktører, at SAS blev favoriseret, da prisen for at benytte den nye lavpristerminal i Kastrup Lufthavn blev fastsat. SAS er den største operatør i Kastrup Lufthavn, og en mulig favorisering indikerer, at selskabets andel af trafikken betyder øget indflydelse på trods af lovreguleringer. Lufthavnene har desuden mulighed for at nedsætte afgiften på ruter til nye destinationer, hvilket kan øge passagertallet væsentligt (Transport- og Energiministeriet, 2006, s.35). Lufthavnene presses også af LCC-selskaberne, der ønsker lavere priser. En del af Ryanairs strategi er eksempelvis udelukkende beflyvning til mindre lufthavne med større mulighed for at diktere betingelserne (Euromonitor International, 2010, s.4). Den nye

lavpristerminal opfylder ikke Ryanairs lave afgiftskrav, hvorfor virksomheden har besluttet at droppe de tildelte slots (Epn, 2010). På trods af de monopollignende tilstande, bevirker den lovgivningsmæssige regulering og presset fra LCC-selskaber, at lufthavnenes forhandlingsstyrke vurderes at være middel overfor luftfartsselskaberne.

Omkostningerne til passager- og lufthavnsafgifter udgør 18% af de samlede omkostninger for Cimber Sterling. Virksomheden har flest afgang og ankomster i Kastrup Lufthavn, men er samtidig den lufthavn, hvor Cimber Sterling formodes at have mindst indflydelse. Det skyldes, at kun 5,6% af passagererne i lufthavnen rejser med Cimber Sterling. I lufthavnene i provinsen er Cimber Sterling en klart større operatør med 16,2% af passagererne i Billund og 17,1% i Aalborg (Børsprospekt, 2009, s. 41). Den større andel formodes at give selskabet en relativt stærkere forhandlingsstyrke end styrken overfor Kastrup Lufthavn.

Handling- og cateringomkostninger udgør 10% af de samlede omkostninger og er derfor som lufthavnsafgifter en væsentligt post i regnskabet. Ground handling er som lufthavnstakster et lovmæssigt reguleret område til sikring af fri konkurrence. I praksis betyder det, at der i Kastrup lufthavn er fri konkurrence på handling mellem SAS og Novia. I de øvrige danske lufthavne er der monopol på handling (Transport- og Energiministeriet, 2006, s.38-40). I Billund og Aalborg er det således lufthavnenes egne selskaber, der forestår handlingen. Cateringen foretages ikke af lufthavnene, men er outsourcet. I Billund og Kastrup er de to udbydere LSG Sky Chefs og Gategourmet Catering. Generelt betragtes handling og catering til at have en høj forhandlingsstyrke overfor luftfartsselskaberne. Cimber Sterling er dog en stor aktør i provinslufthavnene, hvorfor styrken blot vurderes til at være over middel. Det skal dog bemærkes, at en aktør som Ryanair har en større styrke overfor Billund Lufthavn end Cimber Sterling. Ryanair kan undlade at entrere det danske marked, hvorimod Cimber Sterling ikke umiddelbart besidder alternativer til Billund Lufthavn.

Samtlige luftfartsselskaber er afhængige af jetfuel, hvor der på verdensplan er få producenter (Euromonitor International, 2009, s.14). Et lavt antal producenter indikerer umiddelbart en høj grad af forhandlingsstyrke. Prisen på jetfuel følger dog som nævnt i høj grad prisen på råolie, der prisfastsættes som et *commodity* styret af udbud og efterspørgsel. De enkelte lufthavne indgår normalt aftaler med et olieselskab om levering af jetfuel. Det er derfor påkrævet, at luftfartsselskaberne anvender lufthavnens leverandør af jetfuel. Trods få leverandører vurderes forhandlingskraften kun at være over middel, da prisen i høj grad er styret af

verdensmarkedet. Cimber Sterling vurderes ikke at have en hverken stærkere eller svagere forhandlingskraft end den øvrige luftfartsindustri.

Betydningen af brancheorganisationer

Branchesammenslutningen af luftfartsselskaber (IATA) forhandler på vegne af dets medlemmer aftaler med lufthavne om priser på handling, brændstof samt passager- og flyafgifter. Administrationsbyrden for Cimber Sterling lettes herved, da virksomheden tiltræder eksisterende aftaler i lufthavne, der kun benyttes i begrænset omfang (Børsprospekt, 2009, s. 106). Medlemmerne anvender også IATA til at foretage samlede nyindkøb af fly og lægge pres på producenter af jetfuel. IATA udgør dermed en modvægt til de store og få leverandører, hvilket nedsætter leverandørernes forhandlingsstyrke. Direkte er det uden betydning for Cimber Sterling, men indirekte sikres antageligt lavere omkostninger for hele industrien og dermed også Cimber Sterling (Euromonitor International, 2009, s. 14).

Af tabel 7 fremgår de enkelte omkostningers betydning for Cimber Sterling og de tilknyttede leverandørers forhandlingsstyrke. Leverandørernes forhandlingsstyrke er i gennemsnit middel. Forbedres verdensøkonomien, antages det, at flyproducenternes forhandlingsstyrke øges, hvorved prisen på fly stiger. Den reelle forhandlingsstyrke i forhold til medarbejderne kan ændres, hvis der skæres yderligere i lønnen eller omvendt ved en lønstigning. Forhandlingsstyrken i forhold til lufthavne og de udbudte services formodes at være uafhængig af konjunkturer. Endelig forventes brændstofpriserne at stige ved en fremgang i økonomien, hvilket dog ikke ændrer ikke ved forhandlingsstyrken.

Tabel 7: Forhandlingsstyrke og andel af samlede omkostninger i Cimber Sterlings perspektiv

Omkostning	Pct. af samlede omk.	Leverandørs forhandlingsstyrke
Leasing og afskrivning på fly	12,1%	Under middel
Medarbejdere	25,2%	Under middel
Passager- og flyafgifter	18,4%	Middel
Handling og catering	10,2%	Over middel
Flybrændstof	11,6%	Over middel

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Cimber Sterling, 2010a.

3.2.4 Substituerende produkter

Produkter der kan opfylde samme behov som en flyrejse defineres som substituerende. I det følgende fokuseres på alternative transportformer. Rejser med bil, bus og tog kan opfylde

samme behov som en flyrejse. Valg af transportform afhænger af tid, pris og kvalitet af rejsen. Fokus i indeværende afsnit er på faktorerne tid og pris.

Den største fordel ved flyrejser består i hastigheden. En fordel der øges, des længere afstande, der tilbagelægges. De alternative transportformer er primært et substitut på kortere ruter som f.eks. indenrigsruterne. 11% af den samlede transport over Storebælt foregik i 2009 med fly (Cimber Sterling, 2010a, s. 22). Cimber Sterling er opmærksomme på muligheden for at flytte bil- og togpassagerer til luftfarten. I Danmark er det primært på ruten København-Aalborg, hvor Cimber Sterling vurderer, at forbrugerne kan spare tid og penge ved at flyve frem for at vælge bilen (Børsprospekt, 2009, s. 113).

Udviklingen i infrastrukturen kan gøre togforbindelserne mere attraktive. I øjeblikket diskuteres den såkaldte *Timemodel*, der skal reducere rejsetiden imellem de største danske byer til en time (Kristiansen, 2009, s.4). En fast Kattegat-forbindelse med højhastighedstog er de senere år nævnt som et middel til at reducere rejsetiden. En sådan forbindelse vil naturligt medføre en væsentlig effekt på indenrigstrafikken. En lignende effekt fulgte åbningen af Storebæltsbroen i 1998. De alternative transportformer er indenfor den nærmeste årrække primært et alternativ til den korte indenrigstrafik. Den vigtigste rute København-Aalborg er ikke umiddelbart truet, men en optimering af jernbanenettet kan ramme især Cimber Sterling hårdt, hvilket kan tilskrives den store satsning på indenrigstrafikken. På indenrigsplan vurderes truslen til at være middel, mens substitutter ikke spiller en stor rolle i forhold til udenrigstrafikken, hvor truslen er lav.

3.2.5 Konkurrenceintensitet

Sterlings konkurs og Transavias exit fra det danske marked tyder på hård konkurrence i den danske luftfartsindustri. I dette afsnit analyseres konkurrenceintensiteten ud fra følgende parametre:

- Antallet af aktører
- Markedsvækst
- Faste omkostninger
- Produktdifferentiering og *switching costs*
- Udgangsbarrierer

Kapaciteten (ASK) på det danske indenrigsmarked er øget væsentligt de seneste år, mens markedsvæksten er moderat med en gennemsnitlig vækst på 4,1%. Aktørerne kæmper derfor om markedsandele for derigennem at øge omsætningen. Ved udgangen af september 2009 var Cimber Sterlings markedsandel 45%, SAS' 37%, mens Norwegian havde 16% af indenrigstrafikken. Tendensen er klar, nemlig at Cimber Sterling og Norwegian vinder markedsandele på bekostning af SAS (Børsprospekt, 2009, s. 113). SAS har dog som den eneste aktør nedsat kapaciteten de seneste år. På udenrigstrafikken konkurrerer en lang række af spillere, herunder to af de største europæiske LCC-selskaber Ryanair og easyJet. En årlig vækst i udenrigstrafikken på 0,8% betyder, at øget omsætning skal ske gennem erobring af markedsandele.

At indsætte et fly på en rute udgør en høj fast omkostning, men den variable pris for at fylde flyet med passagerer er herefter lav. De tomme sæder betragtes som allerede produceret, hvilket driver priserne ned, såfremt alle sæder i flyet ikke sælges. Som nævnt tidligere er kundeloyaliteten lav, hvilket gør det nemt at flytte passagerer fra et selskab til et andet ved en ændring i prisen. Herved presses flyselskaberne yderligere, da kapaciteten skal fastlægges lang tid i forvejen, hvorimod prisfastsættelsen ændres helt op til afgang. Udgangsbarrierer er tidligere nævnt og anses for at være middel. I forlængelse af den hårde konkurrence er det tænkeligt, at et selskab fortsætter beflyvningen af en urentabel rute for derved ikke at miste et attraktivt slot.

Både på indenrigs- og udenrigsmarkedet vurderes konkurrenceintensiteten at være meget høj. Det primære konkurrenceparameter har hidtil været prisen, hvilket presser profitten i industrien. De nuværende spillere skal formodentligt ikke frygte nye konkurrenter på et marked, der i øjeblikket er præget af lave priser og overkapacitet. På nuværende tidspunkt har den nye lavpristerminal i Kastrup kun fået easyJet til at øge dets aktiviteter. Ryanair har derimod meddelt, at der skæres ned på antallet af ruter fra Danmark i vinterperioden (business.dk, 2010c). Umiddelbart er der dog ikke udsigt til bedre markedsforhold, da alle fire luftfartsselskaber bebuder øget kapacitet i Danmark i 2011 (dr.dk/nyheder, 2010a). De primære resultater af analysen ud fra Porters 5-forces opsummeres i tabel 8.

Tabel 8: Sammenfatning af Porters 5-Forces

5-Forces	Styrke/Trussel		Styrke/Trussel	
Nye Udbydere	Nye aktører:	Lav	Etablerede:	Middel
Kunder	B2C:	Middel	B2B:	Stærk
Leverandører	I dag:	Middel	På sigt:	Over middel
Substitutter	Indenrigs:	Middel	Udenrigs:	Lav
Konkurrenceintensitet	Indenrigs:	Høj	Udenrigs:	Høj

Luftfartsindustriens aktører og struktur er fastlagt i indeværende afsnit, hvorfor næste skridt i den strategiske analyse er at opnå en dybdegående forståelse for Cimber Sterlings konkurrenter.

3.3 Konkurrentanalyse

Konkurrentanalysen fokuserer på selskaberne i peer-gruppen, hvormed Cimber Sterling dagligt konkurrerer om markedsandele. Det er blevet belyst, at konkurrencen i industrien er intens, og i dette afsnit afdækkes aktørernes positionering. Formålet er at vurdere, hvordan konkurrencen påvirker Cimber Sterling. Indledningsvist analyseres positioneringen med inspiration i teorien om strategiske grupper. Herefter identificeres mobilitetsbarriererne imellem grupperne og betydningen af disse for Cimber Sterlings position. På den baggrund benyttes Porter's generiske strategier og Ansoff's vækstteori til at analysere Cimber Sterlings strategiske valg i afsnit 3.4. Den kvalitative analyse efterfølges af en kvantitativ benchmark-analyse, hvor Cimber Sterling sammenholdes med peer-gruppen på operationelle nøgletal.

3.3.1 Positionering og strategiske grupper

Cimber Sterling og de primære konkurrenter i peer-gruppen inddeles i strategiske grupper for at vurdere den interne konkurrence. Selskaberne vurderes på forretningsmodel og geografisk rækkevidde fra Danmark. Forretningsmodeller defineres efter, hvorvidt selskaberne kan karakteriseres som LCC- eller netværksselskab. Den geografiske rækkevidde defineres som rækkevidden af rejser fra Danmark, altså hvorvidt selskaberne flyver indenrigs-, europæiske eller interkontinentale ruter. Indledningsvist præciseres LCC- og netværksmodellerne.

LCC-selskaberne er karakteriseret ved *no frills*, hvilket betyder, at passageren kun erhverver selve transporten. Andre services, eksempelvis at medbringe bagage, påfører kunden en ekstra omkostning. Lave omkostninger igennem simplicitet er nøgleordet for netværksselskaberne. Flyflåden består derfor ofte af en type, og der flyves point-to-point og ikke som

netværksselskaberne via hubs. Flyenes tid på jorden reduceres derved, da der ikke opstår ventetid på bagage og transferpassagerer, hvilket øger punktligheden (Hanlon, 2007, s. 58).

Netværksselskaber flyver med en traditionel hub-strategi, hvor passagererne samles i få lufthavne. Herfra foretages flyvningen videre i større og mere brændstofeffektive fly. De større fly og flere passagerer i samme lufthavne giver *economics of scale* fordele, hvilket medfører lavere enhedsomkostninger. Flyvning med netværksselskaberne indebærer ofte, at bagagehåndtering og service er inkluderet i prisen (Hanlon, 2007, s. 208).

Ryanair og easyJet

Ryanair introducerede LCC-modellen på det europæiske marked efter inspiration fra amerikanske Southwest Airlines. Ryanair fokuserer konstant på omkostningsminimering og flyver derfor kun til sekundære lufthavne. Selskabet anvender kun en flytype, den nye Boeing 737-800. Den valgte prispolitik er meget aggressiv, og alle tillægsydelse sker mod ekstra betaling. I 2009 udgjorde tillægsydelse over 20% af Ryanairs omsætning (RyanAir Holding plc, 2009, s. 43). Ryanair flyver i Danmark fra Billund og Århus.

EasyJet drives som Ryanair efter en LCC-model. På en række områder følger easyJet dog en anden strategi. Der anvendes således mere end en flytype, da der i flyflåden indgår såvel Airbus 319- og 320- samt Boeing 737-fly. Boeing 737-flyene udfases fremadrettet, hvorefter flåden består af de to Airbus typer. Strategien indebærer ligeledes beflyvning til primære lufthavne. Selskabet vurderer, at det kostede GBP. 20 mio. i 2009 at opretholde denne strategi. EasyJet distribuerer en del af billetsalget via GDS, der giver rejseselskaber mulighed for at booke billetter via et fælles system (easyJet, 2010, s. 15). Easyjet flyver i Danmark fra den nye lavpristerminal i Kastrup.

Ryanair og easyJet beflyver 12 europæiske storbyer fra Danmark. London og Milano beflyves af begge selskaber, mens de resterende destinationer fordeles ligeligt. Ryanair beflyver desuden en række ferie-destinationer. Den interne konkurrence mellem de to selskaber i Danmark vurderes begrænset på grund af det diversificerede udbud af ruter samt den geografiske afstand mellem Kastrup og Billund/Århus.

Norwegian

Norwegian betegner sig selv som et LCC-selskab, og lighederne med Ryanair er mange. Norwegians flyflåde består udelukkende af Boeing 737-fly, der alle opgraderes til B737-800 modellen ved udgangen af 2014⁸. Som øvrige LCC-selskaber flyves der point-to-point, og der betales for tillægsydelser. I lighed med easyJet flyves der til primære lufthavne, og billetdistributionen sker via GDS-systemet. Norwegian adskiller sig fra den typiske LCC-model ved at tilbyde et loyalitetsprogram gældende for både private og virksomheder. Herudover tilbydes to forskellige billettyper i form af en lavprisbillet samt en billet, der giver den rejsende fleksibilitet i forhold til valg af afgang.

Norwegian opererer indenrigsruter i Danmark fra København til Aalborg og Karup. Selskabet flyver udenrigs med 23 direkte europæiske destinationer fra København samt nogle få fra Aalborg og Billund. Ruterne fra Kastrup er et miks af europæiske storbyer og feriedestinationer, hvilket afspejler Ryanairs udbud af ruter fra Jylland. Der er desuden afgang til to destinationer uden for Europa, nemlig Dubai og Marrakech i Marokko. Selskabet har varslet, at der i 2011 åbnes ruter til henholdsvis Bangkok og New York. Nyinvesteringer er påkrævet, såfremt planerne skal realiseres, da beflyvningen skal ske med Boeings nye 787-Dreamliner (business.dk, 2010b).

SAS

SAS er et traditionelt netværksselskab, hvor der flyves via hubs. Billetterne er klasseinddelt, hvilket giver større fleksibilitet og forventelig bedre service. Modsat *no frills* er priserne gennemsigtige, hvilket betyder, at der i den betalte pris er inkluderet eksempelvis bagagehåndtering og servicering ombord. Som øvrige netværksselskaber er SAS blevet presset af LCC-selskaberne. *Core SAS-strategien* er derfor indført med fokus på Skandinavien og de forretningsrejsende (SAS, 2009). Selskabet ønsker fortsat at yde høj service til de rejsende, eksempelvis ved *SAS Fast Track*, der tillader rejsende hurtigere sikkerhedskontrol. Herudover opgraderes loyalitetsprogrammet med et særligt fokus på de forretningsrejsende.

Den strategiske tilpasning har medført nedlukning af enkelte ruter, men selskabet flyver stadig til de fleste europæiske storbyer og enkelte feriedestinationer fra København. SAS har endvidere flere daglige interkontinentale destinationer fra København. I Danmark operer

⁸ Se afsnit 3.1.4.

selskabet to ruter til Aalborg og Århus fra København. En code share og interline-aftale med Cimber Sterling gør det dog muligt for SAS-kunder at rejse på Cimber Sterlings ruter. SAS er desuden medlem af Star Alliance, hvor lignende aftaler eksisterer, så kunder kan booke billetter igennem SAS til hele verden. Flyflåden er diversificeret, og består af en række fly beregnet både til korte-, mellem- og lange distancer.

Cimber Sterling

Cimber Sterling beskriver sig selv som *"et netværksselskab med en attraktiv omkostningsbase"*. Denne beskrivelse dækker over en kombination af karakteristika fra LCC-selskaberne og centrale elementer fra netværks-modellen. LCC-karakteristikaene sker i form af betaling for tillægsydelser, herunder bagagehåndtering og service ombord. Endvidere følges en strategi om at flyve point-to-point ruter, hvilket følger den tidligere definition på et LCC-selskab. Cimber Sterling flyver således udenrigsruter direkte fra København, Billund og Aalborg. Ruterne fra Aalborg er et miks af europæiske storbyer og feriedestinationer. Fra Billund beflyver Cimber Sterling fem feriedestinationer og otte storbyer. Selskabet anvender dog også code share- og interline-aftaler med som nævnt blandt andre SAS, hvilket er et typisk træk fra netværks-modellen. Aftalerne gælder primært på det danske indenrigsmarked. Den diversificerede flyflåde gør det muligt at flyve både kort- og mellemdistanceruterne med høj frekvens.

Tabel 9: Karakteristika for selskaber i peer-gruppen

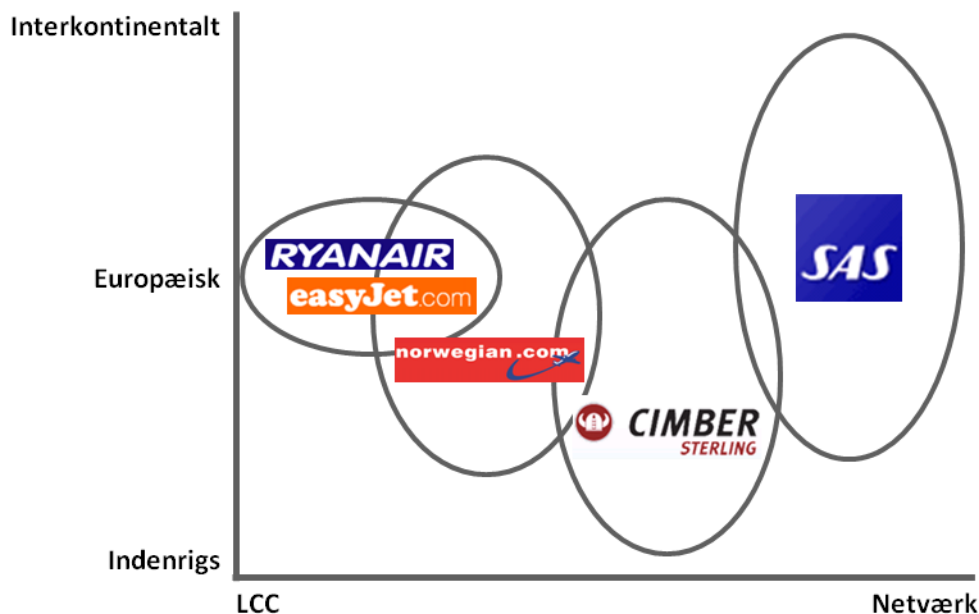
	Ryanair	easyJet	Norwegian	Cimber Sterling	SAS
Netværksmodel	Point-2-point	Point-2-point	Point-2-point	Miks	Netværk
Flyflåde	B737-800	A319, A320	B737 (300 & 800)	ATR, CRJ, B737	Diversificeret
Billettype	En type	En type	Flex-billetter	Flex-billetter	Klasseinddeling
Tillægsydelser	Ja	Ja	Ja	Ja	Nej
GDS	Nej	Ja	Ja	Ja	Ja
Interline /CS.	Nej	Nej	Nej	Ja	Ja

Selskabernes positionering fremgår af figur 17. Den eneste klare strategiske gruppe består af Ryanair og easyJet samt til dels Norwegian. De konkurrerer alle om lavprissegmentet på de europæiske destinationer. Som nævnt ovenfor er konkurrencen ikke så intens, som det fremstår, da Ryanair og easyJet ikke flyver fra samme lufthavn. Desuden flyves der i vid ustrækning til forskellige destinationer. De tre LCC-selskaber konkurrerer desuden med SAS og Cimber Sterling på de europæiske destinationer, der fremstår som det mest

konkurrenceintensive. Konkurrencen på indenrigssegmentet står mellem Norwegian, SAS og Cimber Sterling med sidstnævnte som den største aktør. De interkontinentale ruter fra Danmark har hidtil været SAS' og andre internationale netværksselskabers domæne, men Norwegian er ved at bevæge sig ind på dette område.

Konkurrenternes positionering presser Cimber Sterling på især de europæiske destinationer, hvor de største konkurrenter er SAS og Norwegian. På indenrigsmarkedet er konkurrenterne de samme, men code share og interline-aftalen med SAS betyder, at selskabet kun i mindre grad har interesse i at udfordre Cimber Sterling. Det er dog ikke gældende for Norwegian, der har forsøgt at udfordre på flere indenrigsruter, men hidtil har bl.a. mobilitetsbarrierer betydet, at Cimber Sterling fortsat har monopol på flere indenrigsruter.

Figur 17: Positionering af peer-gruppen på det danske marked for luftfart



Kilde: Egen tilvirkning med inspiration fra McLoughlin, 2010, s. 45-47.

3.3.2 Mobilitetsbarrierer

Mobilitetsbarrierer mellem grupper eller positioner afgør, hvor nemt en strategi kan kopieres. Ovenstående analyse gav et statisk billede af positioneringen, mens en identifikation af mobilitetsbarriererne giver et mere dynamisk billede. Mobilitetsbarriererne afdækker, hvor beskyttet eller udsat Cimber Sterling er ved den nuværende positionering. Nedenfor identificeres mobilitetsbarrierer på den geografiske skala og på valget af netværksmodel.

Geografisk

Cimber Sterlings position på indenrigsmarkedet er meget stærk, og som det eneste selskab servicerer Cimber Sterling syv lufthavne i Danmark. Alle tre aktører på indenrigsmarkedet konkurrerer på ruten København – Aalborg, der udgør 46% af den samlede indenrigstrafik. Code share og interline samarbejdet mellem SAS og Cimber Sterling betyder, at SAS kan få fløjet passagerer til København, som er selskabets primære hub. Cimber Sterling er omvendt sikret en stabil strøm af kunder uden at skulle konkurrere om dem. Samarbejdet betyder, at SAS ikke på nuværende tidspunkt vurderes som en stor konkurrent på indenrigsmarkedet. Det er Norwegian derimod, der udover Aalborg-ruten også flyver to afgangne på hverdage til Karup fra København. Norwegian benytter kun B737-fly på ruten, mens Cimber Sterling bruger ATR-flyene. Norwegian skal derfor minimum sælge 90 af 149 sæder for at have lavere enhedsomkostninger, end Cimber Sterling kan opnå i et fyldt ATR72 fly med 68 sæder⁹. Cimber Sterling kan derfor øge frekvensen på ruten og stadig fastholde lavere enhedsomkostningerne end konkurrenten. Cimber Sterling har da også 11 daglige afgangne til Karup, hvilket appellerer til pendlere og erhvervsrejsende, der får et fleksibelt og hurtigt alternativ til bilen eller toget. De små fly giver reelt Cimber Sterling et monopol på de korte indenrigsruter, da Norwegian ikke kan konkurrere ved fortsat lav volumen. Stiger volumen, kan der indsættes B737-fly, hvilket gør fortsat konkurrence mulig. Selvom B737-typen kun benyttes på ruten København – Aalborg, så er truslen om indsættelse af flyet en indgangsbarrierer på andre ruter. For at konkurrere effektivt på indenrigsmarkedet er en diversificeret flyflåde af både små og store fly en nødvendighed.

På de europæiske flyvninger er Cimber Sterling i skarp konkurrence med hele peer-gruppen. I Jylland konkurreres med Norwegian og Ryanair og fra København en lang række selskaber, herunder easyJet. På indenrigsmarkedet er flyflåden en fordel, men på de europæiske destinationer er LCC-selskabernes sammensætning mere hensigtsmæssig. Norwegian benytter kun B737 og Ryanair udelukkende 800-udgaven, hvilket giver selskaberne en strategisk fordel i form af en lavere omkostningsbase. Det er problematisk for Cimber Sterling, da kunderne i Leisure-segmentet er mere prisfølsomme. Til destinationer hvor volumen enten ikke er høj nok, eller frekvens spiller en vigtig rolle, kan Cimber Sterling udnytte flyflåden bedre. Til disse destinationer konkurreres dog med SAS, der har en væsentligt mere

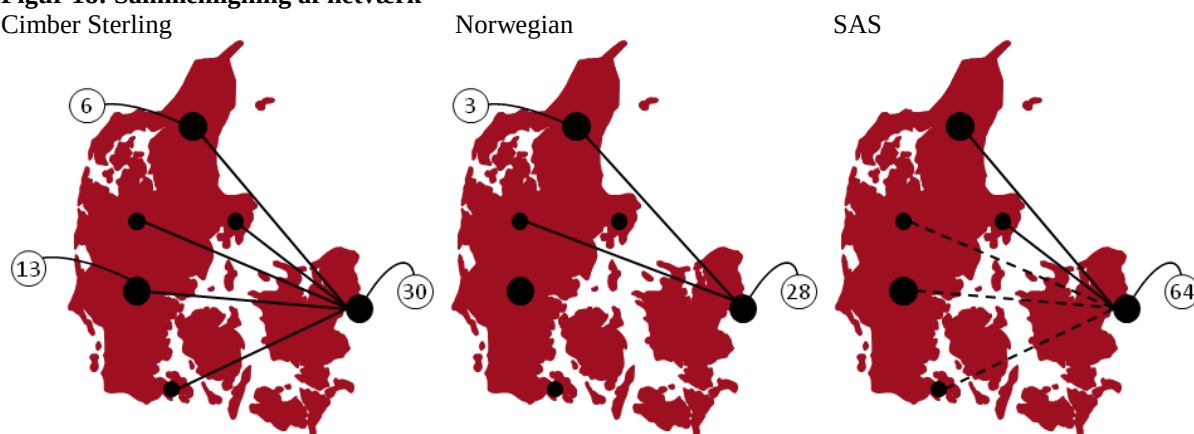
⁹Jf. afsnit 2.2.4.

diversificeret flyflåde. I Cimber Sterlings indtrængen på de europæiske markeder, udgør selskabets flyflåde således en mobilitetsbarriere.

Netværksmodel

I figur 18 er opstillet en sammenligning af Cimber Sterling, SAS og Norwegians¹⁰ rutesammensætning i og fra Danmark. SAS' passagerer flyves enten på egne ruter eller via code share med Cimber Sterling til København, som er centrum for selskabets hub-strategi. Derved opnås *economies of scale* og mulighed for at lavere enhedsomkostninger. Strategien er til gengæld besværlig for rejsende fra Jylland, der skal rejse til en europæisk destination. De kan derimod vælge point-to-point udenrigsafgange fra både Aalborg og Billund. Det betyder, at de slipper for at flyve via København, hvilket reducerer tidsforbruget. Norwegian flyver også point-to-point, men langt den overvejende del af selskabets ruter flyves fra København. På trods af forskellige strategier vælger både SAS og Norwegian at samle hovedparten af udenrigsruterne fra København. De to modeller giver begge selskaber fordele. SAS kan flyve med højere volumen og derved flyve med større fly og sikre stordriftsfordele, og Norwegians point-to-point model giver som tidligere nævnt lav turn-around tid og høj punktlighed. Cimber Sterlings hybrid-strategi spreder flere udenrigsruter ud over landet, hvor hensigten er at tiltrække de jyske passagerer. Strategien presses dog af Ryanairs tilstedeværelse i Billund og Århus. Hybridmodellen betyder endvidere, at selskabet går glip af de fordele, som både SAS og Norwegian opnår.

Figur 18: Sammenligning af netværk
Cimber Sterling



Kilde: Baseret på selskabernes afgange for sommerprogrammet 2010.

Både Norwegians og SAS' modeller er beskyttet af mobilitetsbarrierer. Norwegian vil have svært ved at efterligne SAS' hubstruktur og omvendt, men Cimber Sterling forsøger at

¹⁰ Ryanairs og easyJets point-to-point modeller sidestilles med Norwegians i det følgende.

efterligne begge modeller. Positionen er derfor ikke beskyttet af mobilitetsbarrierer. Tværtimod medfører hybridmodellen, at selskabet presses af konkurrenter, der opnår fordele som Cimber Sterling går glip af.

Samlet har Cimber Sterling en stærk position på indenrigsmarkedet, hvor det er svært for konkurrenterne at efterligne strategien grundet sammensætningen af flyflåden. På de internationale ruter har selskabet tilgængæld hverken fordel af flyflåden eller netværksmodel. Cimber Sterling er derfor i direkte konkurrence med hele peer-gruppen.

3.4 Intern Analyse – Strategivalg

I de foregående afsnit er præsenteret analyser på omverdens-, branche- og konkurrentniveau. Tre typer af analyser med betydning for Cimber Sterlings nuværende- og fremtidige positionering. I dette afsnit analyseres Cimber Sterlings positionering ud fra Porters generiske strategier (Porter, 1980) og Ansoffs vækststrategier (Ansoff, 1985).

Generiske strategier

Porter opererer med tre generiske strategier: *Omkostningsleder*, *Differentiering* og *Fokusstrategier* med et element af omkostningsleder eller differentiering.

En succesfuld omkostningslederstrategi kræver en produktion med lavere enhedsomkostninger end konkurrenterne. Det er denne strategi Ryanair, easyJet og til dels Norwegian forsøger at følge. Leisure-segmentet er særdeles prisfølsomt, hvorfor Cimber Sterling forsøger at operere med en lavprisstrategi¹¹. Forventningen er, at en høj belægning på B737-flyene gør det muligt at kunne konkurrere med LCC-selskaberne.

Ved at differentiere produkter er det muligt at tage en merpris fra kunderne. SAS følger en differentieringsstrategi, hvor der satses på service og gennemsigtige priser. SAS' nye strategi *Core SAS* retter i højere grad end tidligere fokus mod de erhvervsrejsende. Cimber Sterling satser på erhvervsrejsende i både indenrigs- og regionalsegmenterne. Strategien er et udbud af direkte ruter med høj frekvens fra Jylland og København. Denne satsning er en differentieringsstrategi, hvor der konkurreres på andre parametre, end parametre anvendt af SAS.

¹¹ Jf. afsnit 2.2.3.

Segmentet erhvervsrejsende er omfattende og kan derfor ikke karakteriseres som et niche-segment. Cimber Sterlings 2.000 daglige pendlere på indenrigsruterne defineres derimod som et niche-segment. Et niche-segment der efterspørger direkte ruter med høj frekvens. Analysen i afsnit 3.3.2 viste, at Cimber Sterling var konkurrencedygtige på enhedsomkostningerne på de korte ruter, hvilket indikerer mulighed for at følge en omkostningslederstrategi. Den valgte strategi vurderes dog som en differentieret fokusstrategi.

For øvrige privatrejsende på indenrigs- og regionalruterne konkurreres der med bl.a. Norwegian. Priserne skal således være lave nok til at tiltrække de privatrejsende, men det betyder ikke, at der er tale om en omkostningslederstrategi, da Cimber Sterling ikke har markedets laveste enhedsomkostninger. Formålet med de lave priser er at øge load factoren med privatrejsende og lade de erhvervsrejsende, der køber billet tæt på afgang, øge yield'en.

Cimber Sterlings valg af forskellige strategier på de enkelte segmenter medfører ifølge Porter en risiko for, at virksomheden bliver *stuck-in-the-middle*. Porter argumenterer for, at en virksomhed kun skaber værdi ved at følge en strategi. Ved at føre henholdsvis en omkostningsleder- og en differentieringsstrategi korrelerer strategierne på et tidspunkt, og virksomheden må træffe et valg for ikke at blive *stuck-in-the-middle*. Analysen af mobilitetsbarrierer viste, at Cimber Sterlings hybridmodel netop virker til at inddrage flere strategier. Flere teoretikere anfægter dog Porters teori og påpeger, at virksomheder kan følge mere end en strategi (Wright, 1990). Specifikt på luftfartsindustrien er det dokumenteret, at det er muligt at være succesfuld, selvom der følges flere generiske strategier (Cappel, 2003). Efter 2001 er det dog selskaber, der fører en omkostningslederstrategi, der har realiseret de bedste resultater (Cappel, 2003).

Vækststrategier

Ansoff beskriver fire mulige vækststrategier: *Markedspenetrering*, *markeds- og produktudvikling* samt *diversifikation*. Valget af strategi afhænger af to parametre; dels om produktet er nyt eller eksisterende og ligeledes, om markedet er nyt eller eksisterende.

Cimber Sterlings omsætning er øget de senere år igennem markedspenetrering og diversifikation. Markedspenetrering er benyttet på indenrigs- og regionalruterne, hvor der er ført en aggressiv prisstrategi for herved at øge kapaciteten. På indenrigsruterne er markedsvæksten på 4,1%, mens den gennemsnitlige vækst for Cimber Sterling er 15%.

Udviklingen viser, at virksomheden vokster ved erobring af markedsandele. Risikoen ved vækst igennem penetrering er, at markedet på et tidspunkt når et mætningspunkt. Cimber Sterling har et fremtidigt mål om at opnå en markedsandel på 60% af indenrigssegmentet mod en andel på 45% i dag, hvorfor der fortsat kan ske vækst igennem penetrering. Strategien kan dog blive likviditetskrævende, da Norwegian formentlig vil føre en hård priskrig for at opretholde/forøge virksomhedens markedsandel. På Regionalsegmentet erobrer Cimber Sterling også markedsandele med en vækst på 4,1% mod en vækst i udenrigstrafikken på 0,8%. Den nuværende andel af udenrigspassagererne på 850.000 ud af et udenrigsmarked på mere end 20 mio. giver fortsat muligheder for vækst.

Satsningen på Leisure-segmentet følger en diversificeret vækststrategi, som dog relateres til de nuværende ressourcer og kompetencer i organisationen. Feriedestinationerne er et nyt marked og et nyt produkt, da der udelukkende flyves med B737-fly, og forudsætningerne for at skabe profit samtidig er anderledes end på virksomhedens øvrige markeder. Cimber Sterling begrundet strategivalget med en mulighed for bedre kapacitetsudnyttelse og øget sæsonudjævning. Sæsonudjævningen er i nogen grad sikret, da højsæsonen for udenrigstrafikken er sommerperioden, hvor passagertallene på indenrigstrafikken er tilsvarende lave¹². Kapacitetsudnyttelsen formodes forbedret, da load factoren for Leisure-segmentet er 71%, mens den samlede load factor for alle segmenter er rapporteret til 66% i seneste regnskabsår (Cimber Sterling, 2010a, s. 4). Som vækststrategi har segmentet været særdeles succesfuldt. Siden 2008 har segmentet samlet mere end en halv mio. passagerer, og af de tre segmenters omsætning genererede Leisure-segmentet 37,5%.

Potentialet for vækst er, baseret på Ansoffs vækststrategier, størst i Leisure-segmentet grundet den høje vækst og lave markedsandel. Som beskrevet i afsnit 3.3 konkurreres der dog også intenst på dette segment. Konkurrencen kombineret med de identificerede svagheder ved Cimber Sterlings forretningsmodel gør det på trods af høj vækst svært at forudsige, om selskabet kan blive profitabelt på segmentet. Selskabets ledelse signalerer dog fortsat vækst på området, men såfremt det skal lykkes på længere sigt, kræves det, at omkostningerne nærmer sig konkurrenternes niveau. I næste afsnit foretages derfor en benchmark-analyse for kvantitativt at vurdere Cimber Sterlings omkostningsniveau i forhold til konkurrenterne i peer-gruppen.

¹² Jf. afsnit 2.8, figur 12.

3.5 Operationel benchmark

I det følgende foretages en sammenligning af operationelle nøgletal i peer-gruppen.

Tabel 10: Operationelle nøgletal for peer-gruppen

	Ryanair	easyJet	Norwegian	Cimber S.	SAS
RASK	0,26	0,42	0,49	0,57	0,77
CASK	0,22	0,36	0,43	0,57	0,90
Load factor	83,9%	89,2%	78,2%	66,1%	72,7%
Yield	0,31	0,47	0,63	0,86	1,06

Kilde: Bilag 2 - operationel benchmark.

RASK måler omsætningen pr. produceret sædekilometer, og CASK udtrykker omkostningen pr. produceret sædekilometer. Forskellen i mellem de to nøgletal udgør derfor profitten pr. produceret sædekilometer. LCC-selskabernes enhedsomkostninger er de laveste, mens omsætningen pr. produceret enhed er tilsvarende lav. Cimber Sterling er i øjeblikket på et break-even niveau, mens SAS taber 0,13 kr. pr. fløjet kilometer. LCC-selskaberne har alle et positivt spænd mellem RASK og CASK.

Load factoren udtrykker solgte sæder i forhold til kapacitet, hvorfor en load factor på 100% betyder fuld kapacitetsudnyttelse. Cimber Sterlings load factor på 66,1% er den laveste i peer-gruppen. For Leisure-segmentet er load factoren på 71%, hvilket fortsat er lavere end samtlige konkurrenter i peer-gruppen. Yield måler omsætningen pr. RPK og udtrykker dermed den gennemsnitlige pris per kilometer. Som forventet er prisen højest med SAS, mens Ryanair sælger de billigste billetter. Selskabernes omkostningsniveau og de udbudte priser følger positioneringen fastlagt i figur 17.

Tabel 11: Drifts- og personaleomkostninger målt i forhold til omsætning, 2009/2010

	Ryanair	easyJet	Norwegian	Cimber S.	SAS
Personaleomkostninger	11,21%	11,30%	18,15%	29,85%	47,70%
Fly- og passagerafgifter	15,36%	17,82%	14,46%	21,83%	11,66%
Handling og catering omkostninger	-	9,23%	10,07%	12,06%	7,83%
Brændstofomkostninger	28,11%	24,67%	19,82%	13,75%	20,37%
Flyvedligeholdelsesomkostninger	2,88%	5,95%	9,19%	12,07%	7,79%

Kilde: Bilag 2 - operationel benchmark.

Personaleomkostninger udgør den største enkeltpost og vægter væsentligt højere for Cimber Sterling og SAS end tilsvarende for LCC-selskaberne. Fly- og passagerafgifterne er højere i Cimber Sterling end for resten af peer-gruppen, hvilket formodentligt skyldes, at selskabet

beflyver de korteste ruter. Cimber Sterlings udgifter til både handling, catering og vedligeholdelse vægter højest blandt konkurrenterne. SAS driver eget handlingselskab, hvilket antageligt gør SAS til omkostningsførende på denne post. Den høje gennemsnitsalder på Cimber Sterlings flyflåde formodes at påvirke vedligeholdelsesomkostningerne negativt. Brændstofomkostningerne udgør den største andel hos LCC-selskaberne, hvorfor følsomheden overfor udsving i brændstofpriserne er relativt større end tilsvarende for netværksselskaberne. Den faktiske pris for at producere én ASK fordelt på de enkelte drifts- og personaleomkostninger fremgår af tabel 12.

Tabel 12: Pris i DKK for at producere én ASK fordelt på driftsomkostninger¹³

	Ryanair	easyJet	Norwegian	Cimber S.	SAS
Personaleomkostninger / ASK	0,029	0,047	0,089	0,169	0,368
Fly- og passagerafgifter / ASK	0,040	0,074	0,071	0,124	0,090
Handling- og catering omk. / ASK	-	0,038	0,050	0,068	0,060
Brændstofomkostninger / ASK	0,073	0,102	0,098	0,078	0,157
Flyvedligeholdelse / ASK	0,007	0,025	0,045	0,068	0,060
Samlet andel af CASK	67,8%	79,4%	82,1%	88,9%	81,7%

Kilde: Bilag 2 - operationel benchmark.

Tabellen viser fordelingen af 88,9% af Cimber Sterlings drifts- og personaleomkostninger. Udgifterne til personaleomkostninger er væsentligt højere i Cimber Sterling og SAS i forhold til LCC-selskaberne. Netværksselskabernes ekstra service er medarbejdertung, hvorfor Cimber Sterlings personaleomkostninger er 5,8 gange højere målt pr. produceret kilometer end tilsvarende for Ryanair. Fly- og passagerafgifterne er relativt faste, men der opnås stordriftsfordele ved længere passagerbefordring eller alternativt ved at øge load factoren. Omkostningen til flyafgiften fordeles herved på flere passagerer. Passagerafgiften er variabel, men der skelnes ikke mellem, hvor langt passagerne befordres, hvorfor beflyvning af længere ruter fører til et fald i nøgletallet.

¹³ Bemærk at ikke alle driftsomkostninger er medtaget, hvorfor tabellen ikke summerer til den totale CASK.

Tilsvarende stordriftsfordele er mulige for handling- omkostningerne. Norwegians og easyJets omkostninger til fly- og passagerafgifter er på samme niveau, mens Ryanair er omkostningsførende. Den lavere omkostning tilskrives virksomhedens strategi med flyvninger til sekundære lufthavne med lavere afgifter. Cimber Sterlings diversificerede flyflåde bidrager til en lav brændstofomkostning på niveau med Ryanairs og samtidig markant bedre end for de øvrige konkurrenter. Turbopropelflyene er yderst vigtige, da brændstofforbruget per passager er væsentlig lavere end tilsvarende for jetfly af samme størrelse. Den diversificerede flyflåde medfører dog større vedligeholdelse. Flådens alder bidrager desuden negativt til et højt vedligeholdelsesomkostningsniveau.

De operationelle tal bekræfter selskabernes strategiske positionering fra figur 17, hvor Ryanair, easyJet og Norwegian vurderes til at have de laveste omkostninger. Cimber Sterling og SAS har væsentligt højere enhedsomkostninger, men med en øget omsætning til følge. Omsætningen forøges på grund af den skabte merværdi, som de rejsende er villige til at betale for. SAS og Cimber Sterling laver dog underskud på den primære drift, hvorfor omsætningen må øges, eller omkostningerne nedbringes.

3.6 Delkonklusion

Cimber Sterling har efter overtagelsen af aktiviteterne fra Sterling oplevet en høj vækst målt på passagerer, omsætning og ASK. Investeringen i væksten er sket i en periode præget af lavkonjunktur og hård konkurrence fra LCC-selskaber. Herved er priserne på flybilletter drevet ned på et niveau, hvor Cimber Sterlings drift ikke er profitabel. Det skyldes for høje driftsomkostninger, hvor selskabet fortsat mangler at realisere *economies of scale* fordele ved den øgede kapacitet. Den nye strategi har dog reduceret sæsonudsvingene, og kapacitetsudnyttelsen forventes øget ved en højere load factor, når den kraftige vækstfase stagnerer. Selskabet signalerer dog fortsat vækst i indeværende regnskabsår.

Cimber Sterling har en stærk position på indenrigsmarkedet, hvor fokus er på især pendlere og erhvervsrejsende. Den diversificerede flyflåde gør, at de to grupper kan tilbydes mange afgangene med en konkurrencedygtig omkostningsbase. Omvendt er flyflåden en af grundene til, at omkostningerne er for høje på Leisure-ruterne. Konkurrencen er specielt hård på prisen, og Cimber Sterlings kombination af flere strategier giver en klar ulempe i forhold til konkurrenterne. Virksomhedens vækst kommer primært fra dette segment, men det kræver en

klar reduktion af omkostningerne at gøre segmentet profitabelt. Medarbejderne har vist sig særdeles loyale, idet de har accepteret en lønreduktion på 10%.

Der forventes vækst i BNP de kommende år, hvilket medfører øget omsætning for luftfartsselskaberne. Historisk er luftfartsindustrien vokset med et forhold på 1,6:1 i forhold til BNP. En fortsat øget liberalisering kan øge konkurrencen i lufthavnene, hvilke vil reducere selskabernes omkostninger. Ændringen i danskernes rejsevaner, hvor flere vælger at flyve påvirker også Cimber Sterling positivt.

Konkurrencesituationen vil forventeligt fortsat være hård, om end Norwegians begyndende fokus på interkontinentale ruter kan være en fordel. Omvendt vil en øget fokusering på det danske marked fra nogle af de økonomisk stærke spillere være en trussel for Cimber Sterling.

På længere sigt kæmper selskabet med en ældre flyflåde og en uklar strategi i forhold til en reduktion af brændstofomkostningerne. Den manglende klarhed kan medføre øgede brændstofomkostninger fremadrettet i forhold til konkurrenterne. Indførsel af nye afgifter på flybrændstof samtidig er en trussel. Pålægges afgiften udelukkende på fly til og fra Danmark, kan Cimber Sterling blive påvirket negativt. Yderligere kan den fremtidige vækst blive begrænset af adgangen til attraktive slots, og på langt sigt kan infrastrukturudviklingen mere eller mindre eliminere behovet for indenrigsflyvning,

Samlet er fremtiden usikker for Cimber Sterling. Vækststrategien er afhængig af den finansielle styrke i selskabet. Tabel 13 oplister de strategiske styrker og svagheder for Cimber Sterling i forhold til konkurrenterne og de ydre muligheder og trusler på de identificerede luftfartsmarkeder.

Tabel 13: SWOT-analyse

Styrker	Muligheder
• Høj vækst i omsætning, passagerer og ASK • Diversificeret flyflåde, der gør det muligt at flyve med lave enhedsomkostninger på korte ruter • Øget ASK bør føre til stordriftsfordele og lavere enhedsomkostninger • Stærk position på indenrigsmarkedet • Loyalitetsprogram rettet imod nichemarkedet for pendlere • Loyale medarbejdere • Øget sæsonudjævning • Samarbejdet med SAS	• Fortsat liberalisering kan føre til øget konkurrence i lufthavne, hvilket kan sænke omkostningerne • Fortsat ændring af rejsevaner, så flere vælger fly frem for tog eller bil pga. tids- og mulige prisbesparelser • Fortsat opdyrkning af Leisure segmentet • Satse mere målrettet på de erhvervsrejsende ved at indgå aftaler med virksomhederne i lighed med SAS • Norwegian retter fokus mod interkontinentale ruter • Økonomisk opsving
Svagheder	Trusler
• For høje driftsomkostninger i forhold til konkurrenterne. Primært i forhold til at konkurrere på Leisure-segmentet • Svag finansiell position • Ingen risikoafdækning • Diversificeret flyflåde giver øgede omkostningerne • Lav load factor • Gammel flyflåde • Uklar CO2strategi som på længere sigt kan føre til højere brændstofomkostninger i forhold til konkurrenterne • Kombinationen af at flyve både point-to-point og netværk betyder, at omkostningsmæssige fordele ikke realiseres.	• Nye skatter og afgifter på industrien • Ændringer i renteniveau, valutakurser og oliepriser • Fremtidig infrastruktur kan øge konkurrencen fra substituerende produkter • Øget trafik i lufthavne vil gøre det svært at få adgang til attraktive slots på nye ruter • Afhængighed af samarbejdet med SAS • Yderligere intensivering af konkurrencen igennem lavere priser eller øget kapacitet mod konkurrenter • Branchen er tidligere blevet kraftigt påvirket af udefrakommende faktorer som f.eks. terrorangrebet 11.september og frygten for SARS epidemi.

4 Regnskabsanalyse

Som beskrevet under metodevalg indeholder værdiansættelsesprocessen såvel en strategisk- samt en finansiell analyse, der sammenholdt skaber fundamentet for budgetteringsprocessen i kapitel 5. Efter den strategiske analyse præsenteret i afhandlingens kapitel 3 afdækker indeværende kapitel derfor de historiske værdidrivere med betydning for værdiskabelsen i Cimber Sterling.

Kapitlet inddeles i følgende tre niveauer:

- 1) Regnskabspraksis og gennemgang af revisionspåtegninger
- 2) Adskillelse af drifts- og finansielle aktiviteter
- 3) Rentabilitetsanalyse

Indledningsvis præsenteres kort de regelsæt Cimber Sterling følger i forhold til aflæggelse af årsrapport, herunder valg af regnskabspraksis.

4.1 Regnskabspraksis og gennemgang af revisionspåtegninger

Cimber Sterling har i analyseperioden skiftet regnskabspraksis. I perioden 2006-2008 er årsrapporterne aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven. De to seneste årsrapporter følger International Financial Reporting Standards (IFRS) og yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede selskaber. Virksomhedens bevæggrunde til at overgå til aflæggelse efter IFRS fremgår ikke af årsrapporten 2008/09, men overgangen skyldes antageligt forberedelsen mod børsnoteringen senere samme år.

Overgangen til aflæggelse efter IFRS medførte en række ændringer i niveauet af noteoplysninger og de regnskabsmæssige tal (Cimber Sterling, 2009a, s. 8). I forbindelse med skiftet blev hoved- og nøgletal for 2007/08 og 2006/07 således omarbejdet til at følge de internationale standarder. I overensstemmelse med IFRS 1 er åbningsbalancen per 1. maj 2006 udarbejdet efter IFRS, hvorfor korrektioner til regnskabsåret 2005/06 er indarbejdet i årets resultat og åbningsbalancen (Cimber Sterling, 2009a, s. 20). Detaljeringsgraden og oplysningskravene er øget mærkbart ved overgangen til regnskabsaflæggelse efter IFRS. En forøgelse der forbedrer analytikeres muligheder for at gennemføre en pålidelig værdiansættelse. Overgangens påvirkning af enkelte regnskabsposter kommenteres i afsnittene omhandlende reformulering af egenkapitalopgørelse, resultatopgørelse samt balance.

Elling påpeger, at analytiker skal forholde sig kritisk til den værdiansatte virksomheds anvendelse af det fulgte regelsæt, herunder timing af transaktioner samt omfanget af oplysninger (Elling, 2005, s. 247). Som ekstern analytiker er det en udfordring at forholde sig kritisk til timingen af virksomhedens transaktioner. Eksempelvis oplyser Cimber Sterling, at indtægter indregnes i resultatopgørelsen på det tidspunkt, *"hvor flytransporten er gennemført"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 51). Endvidere oplyses det, at solgte billetter, hvor flytransporten endnu ikke er gennemført på balancedagen, indregnes som passiv under forudbetalinger og periodiserede indtægter i balancen. I seneste årsregnskab er der indregnet 265 mio. kr. på denne post, hvilket udgør 29% af Cimber Sterlings samlede forpligtelser på balancedagen (Cimber Sterling, 2010a, s. 47). Posten er således væsentlig i forhold til indregning af omsætning, men det er ikke muligt for den eksterne analytiker at vurdere, om der er foretaget korrekt indregning. Pålideligheden af virksomhedens regnskaber baseres derfor på de afgivne revisionspåtegninger. En blank revisionspåtegning sikrer regnskabsbrugeren, at regnskabet giver et retvisende billede, og der opnås høj grad af sikkerhed for, at regnskabet ikke indeholder væsentlige fejl. Det er derfor relevant med en gennemgang af revisionspåtegningerne afgivet i Cimber Sterlings regnskaber i den valgte periode til at vurdere pålideligheden af årsregnskaberne.

Der afgives i perioden 2006-2009 blanke revisionspåtegninger uden forbehold eller supplerende oplysninger. Der er imidlertid afgivet en supplerende oplysning i den seneste revisionspåtegning. Ud fra det fastsatte væsentlighedsniveau er det således vurderet, at der er tilknyttet en *betydelig* risiko til en eller flere faktorer i forhold til virksomhedens fortsatte drift. Revisorerne henleder derfor til koncernregnskabets note 2, hvori ledelsen redegør for de bagvedliggende forudsætninger for virksomhedens fortsatte drift. Af noten fremgår det, at *"kapital- og likviditetsberedskabet er mindre end planlagt, hvorfor et forbedret kapitalberedskab er højt prioriteret"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 57). Som forklaring på den pressede likviditetssituation nævnes Askeskyen, den generelle økonomiske udvikling og øget konkurrence. Virksomheden havde på tidspunktet for aflæggelse af årsrapporten ansøgt om kredit i et pengeinstitut med delvis statsgaranti¹⁴. Der står følgelig i årsrapporten, at *"likviditetsberedskabet sættes under pres, hvis den forventede finansiering ikke opnås"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 57). Det var i forbindelse med udbetalingen af det ansøgte lån, at Karsten Ree stillede et midlertidigt lån på 50 mio. kr. for derved at undgå en truende betalingsstandsning

¹⁴ Lov vedtaget d. 4. juni 2010 hvor Vækstfonden afgiver garanti for 80% af lån optaget af flyselskaber i pengeinstitutter som følge af Askeskyen.

for virksomheden¹⁵. Ved "*erklæring på review af koncernregnskabet for perioden 1. maj - 31. juli 2009*", blev der i lighed med seneste årsrapport afgivet en påtegning med supplerende oplysninger i forhold til virksomhedens fortsatte drift. Revisorerne henviser til ledelsens omtale af kapitalforhold og finansiering (Børsprospekt, 2009, s. 9). Ledelsens skriver, at "*Cimber Sterling er delvist finansieret af leverandører på op til 100 mio. kr., hvor der for halvdelen er et umiddelbart likviditetsbehov, mens der for den resterende del er indgået aftale om udskudt betaling til december 2009*" (Børsprospekt, 2009, s. 193). Revisorerne påpeger derfor en betydelig risiko knyttet til selskabets fortsatte drift tilbage i sommeren 2009.

Ved udarbejdelsen af børsprospektet afgav selskabets revisorer en række erklæringer i relation til de i prospektet indeholdte oplysninger, herunder *prospekterklæring* og *erklæring i forhold til de konsoliderede resultatforventninger til perioden 1. maj 2009 - 30. april 2010*. I prospekterklæringen udtrykker revisorerne høj grad af sikkerhed for, at børsprospektet ikke indeholder væsentlig fejlinformation af regnskabsmæssig karakter, mens der afgives begrænset sikkerhed for resultatforventningerne (Børsprospekt, 2009, s. 7). Revisorerne afgav erklæringen ud fra en budgetforventning til EBIT i niveauet -10 mio./-40 mio. Som omtalt i afhandlingens indledning nedjusterede Cimber Sterling resultatforventningerne første gang 16 dage efter børsnoteringen og igen ultimo februar 2010. I tabel 14 er vist EBIT-forventningen præsenteret i børsprospektet sammenholdt med de realiserede tal i seneste regnskabsår.

Tabel 14: Udvikling i EBIT: Forventning 2009/10, realiseret resultat samt forventning til 2010/11

	(’000 kr.)
EBIT-forventning, prospekt	-10.000/-40.000
Færre passagerer	-90.000
Lavere billetpris	-55.000
Lavere forbrug af brændstof	+10.000
Højere USD/brændstofpris	-10.000
Hård vinter m.m.	-15.000
Øvrigt	-12.000
EBIT resultat 2009/10 før særlige indtjeningspåvirkende poster	-197.000

Kilde: Cimber Sterling, 2010a, side 5.

Cimber Sterling anviser således en række faktorer som forklaring på afvigelsen mellem de opstillede forventninger samt de realiserede tal.

¹⁵ Omtalt i afsnit 1.

Efter denne gennemgang af anvendt regnskabspraksis og de afgivne revisionspåtegninger adskilles Cimber Sterlings drifts- og finansielle aktiviteter i det følgende afsnit.

4.2 Adskillelse af drifts- og finansielle aktiviteter

En virksomhed kan skabe værdi ved henholdsvis drifts- og finansieringsaktivitet. Det overordnede formål ved regnskabsanalysen er derfor at afdække værdidrivere for disse to aktiviteter (Sørensen, 2009, s. 18). De to kilder til værdiskabelse fremgår dog ikke af Cimber Sterlings officielle regnskaber, hvorfor reformulering af en række poster er en nødvendighed for at adskille drifts- og finansieringsaktiviteterne.

Driftsaktiviteterne dækker over virksomhedens primære værdiskabende aktivitet, mens finansieringsaktiviteten er afledt af driften og derfor en sekundær aktivitet (Sørensen, 2009, s. 19). En dybdegående analyse af Cimber Sterlings egenkapitalopgørelse sikrer, at alle transaktioner med interesse for ejerne medtages i rentabilitetsanalysen (Sørensen, 2009, s. 153).

4.2.1 Reformulering af egenkapitalopgørelsen

For at sikre validitet i værdiansættelsen er det nødvendigt at udarbejde det regnskabsmæssige overskud på totalindkomstbasis. Fra den 1. januar 2009 er der i IAS 1 indeholdt et krav om, at totalindkomsten præsenteres i en samlet opgørelse eller i to opgørelser, der viser periodens resultat samt anden totalindkomst (deloitte, 2009). Cimber Sterlings overgang til aflæggelse efter IFRS og det nye oplysningskrav letter derfor processen i forhold til reformulering af egenkapitalopgørelsen, hvor opdelingen sker i transaktioner med ejerne og netop totalindkomst. I tilfælde hvor totalindkomsten ikke præsenteres, identificeres således eventuelle dirty surplus poster, hvilket er henholdsvis indtægter og omkostninger samt gevinster eller tab ført direkte på egenkapitalen (Sørensen, 2009, s. 158). Totalindkomstopgørelsen for Cimber Sterling er relativ simpel, da der kun indgår posteringer vedrørende sikring af fremtidig pengestrømme ved køb i fremmed valuta og flybrændstof (Cimber Sterling, 2009a, s. 54). Gevinster/tab på sikringsforretninger af fremtidige pengestrømme kan være både drifts- og finansieringsaktiviteter. Sikres eksempelvis fremtidige udgifter i fremmed valuta, medtages dagværdireguleringen som en del af driften (Sørensen, 2009, s. 161). Cimber Sterlings sikringsforretninger er derfor alle driftsrelaterede. Der er ikke foretaget sikring af flybrændstof siden regnskabsåret 2006/07, mens der pr. 30. april 2010 ikke er indgået risikoafdækning (Cimber Sterling, 2010a, s. 76).

Ændringen af regnskabspraksis ført direkte på egenkapitalen ved overgangen til IFRS i 2008 vedrører opskrivning af anlægsaktiver (28.726 mio. kr.) samt straksafskrivning af mindre vedligeholdelsesudgifter (-8.597 mio. kr.) og skatteeffekten af disse reguleringer (Cimber Sterling, 2009a, s. 61). For regnskabsåret 2005/06 er der ikke udarbejdet en totalindkomstopgørelse, men det fremgår af egenkapitalopgørelsen, at gevinsten på sikringsinstrumenter udgjorde 3 tkr. (Cimber Holding, 2006, s. 23).

Den officielle egenkapitalopgørelse er vedlagt i bilag 3, mens den reformulerede egenkapitalopgørelse fremgår af bilag 4.

4.2.2 Reformulering af resultatopgørelsen

I dette samt det følgende afsnit reformuleres henholdsvis resultatopgørelsen og balancen, der bidrager til beregning af de underliggende drivere af egenkapitalens forrentning.

Reformuleringen af resultatopgørelsen opdeler posterne i drifts- samt finansielle poster. For driftsposterne vurderes det ligeledes, om de enkelte poster er en del af den primære- eller sekundære drift. Posterings direkte på egenkapitalopgørelsen inddrages desuden, så resultatopgørelsen derved dannes på totalindkomstbasis. I tabel 15 angives de foretagne klassifikationer samt argumentationen herfor. Den officielle resultatopgørelse er vedlagt i bilag 5, mens den reformulerede resultatopgørelse fremgår af bilag 6.

Tabel 15: Reklassifikation af poster i resultatopgørelsen (000')

År	Regnskabspost	Klassifikation
2006-10	Avance/tab ved salg af anlægsaktiver	Der er i posten af- og nedskrivninger indeholdt avance/tab ved salg af anlægsaktiver. Eventuel avance/tab er ikke en del af Cimber Sterlings primære drift, da der ikke er en direkte forbindelse til salgsaktiviteten. Posten klassificeres derfor under anden drift.
2006	Skat af årets resultat	Fra 2005 til 2006 blev selskabsskatteprocenten nedsat fra 28% til 25%, hvilket gav Cimber Sterling en indtægt på 4.204 kr. pga. reguleringer til udskudt skat primo. Posten vurderes som transitorisk og klassificeres under anden drift.
2006	Ændring af regnskabspraksis	Føres som driftsaktivitet, jf. argumentation i afsnit 4.2.1.
2008	Andre driftsindtægter/finansielle indtægter	Der udbetales i 2008 44.854 kr. som erstatning vedrørende sag om momsfritagelse anlagt af Cimber Sterling i 2001. Der indgås forlig i sagen, hvilket sikrer Cimber Sterling erstatning samt 24.148 kr. i kompenserende renter. Posten klassificeres som anden drift.
2006-10	Sikringsforretninger ført på egenkapitalen	Dirty surplus poster føres på den reformulerede resultatopgørelse, jf. afsnit 4.2.1.
2010	Særlige poster	I regnskabet 2009/10 er der ført -66.447 kr. under særlige poster. Se yderligere kommentarer under tabellen.

De særlige poster ført i regnskabet 2009/10 fordeles som følgende: *Askesky og en ekstraordinær hård vinter (25.8 mio. kr.), opstarts- og integrationsomkostninger i forbindelse med Sterling-transaktionen (19,4 mio. kr.), omkostninger i forbindelse med børsnotering og ændring af flyflåde (19.2 mio. kr.) og øvrige poster (2.0 mio. kr.)*. Omkostninger relateret til børsnoteringen og omkostninger i forbindelse med Sterling-transaktionen vurderes som sekundære poster. For omkostninger relateret til Askeskyen, en hård vinter og ændring af flyflåde er vurderingen mere kompliceret. Da Cimber Sterling aflægger årsregnskab forskudt af de øvrige luftfartsselskaber, er det ikke muligt at gennemgå selskabernes regnskaber for herigennem at vurdere, om lignende poster eksisterer. Det bemærkes dog, at det er eneste gang i analyseperioden, hvor Cimber Sterling anvender denne post i regnskabet. Omkostninger til en ekstraordinær hård vinter anses som en del af den primære forretning ved at drive luftfartsvirksomhed, hvorfor denne post bør reklassificeres til primær drift. Det fremgår ikke af regnskabet, hvor stor en udgiftspost den hårde vinter udgør, da posten præsenteres sammen med Askeskyen i noten (25.8 mio. kr. i alt). En reklassificering

fravælges derfor, da det ikke anses som muligt at foretage en pålidelig vurdering af omkostningsniveauet for den hårde vinter. Omkostningerne til ændring af flyflåde vurderes som en del af den primære drift ved luftfartsindustrien, hvorfor udgifterne på 7.8 mio. kr. reklassificeres til den primære drift. Løbende ændringer i flyflåden anses som en naturlig del af at drive luftfartsvirksomhed.

Det sidste led i reformuleringsprocessen er balancen, hvorefter dekomponeringen af egenkapitalforrentningen indledes.

4.2.3 Reformulering af balancen

Formålet med reformuleringen af balancen er at opnå en klassificering af aktiver og passiver, der afspejler drifts- og finansieringsaktiviteterne i Cimber Sterling. Ved at foretage denne inddeling kan netto driftsaktiverne samt de netto finansielle forpligtelser for Cimber Sterling opstilles, hvilket fremgår af tabel 16. Der henvises til bilag 7 for Cimber Sterlings officielle balance samt bilag 8 for den reformulerede balance. Virksomheden har netto driftsaktiver i hele den valgte periode.

Tabel 16: Reformuleret balance for Cimber Sterling i perioden 2006-2010

('000 DKK)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Driftsaktiver	786.614	822.987	1.042.765	1.085.802	1.053.335
Driftsforpligtelser	310.307	342.252	347.249	443.942	518.419
Netto driftsaktiver	476.307	480.735	695.516	641.860	534.916
Nette finansielle forpligtelser	314.725	277.765	495.083	479.482	347.772
Egenkapital	161.582	202.970	200.433	162.378	187.144

Der knyttes i det følgende nogle få kommentarer til den foretagne reformulering:

- *Likvid beholdning*: Klassificeret som finansielt aktiv, da beholdningen er placeret på en rentebærende konto (Cimber Sterling, 2010a, s. 74).
- *Deposita og andre tilgodehavender*: Består af depasita vedrørende operationelle leasingaftaler og klassificeres derfor som driftsaktiv (Cimber Sterling, 2010a, s. 44).
- *Andre tilgodehavender*: Består primært af tilgodehavende moms og udgifter i forbindelse med viderefakturering i forbindelse med vedligeholdelse af leasede fly. Posterne klassificeres som driftsaktiver (Cimber Sterling, 2010a, s. 45).

Følgende argumentation i forhold til indregning af leasing er fremført af Plenborg (Plenborg T., 2008, s. 449): "*Hvis de leasede aktiver er et nødvendigt led i en virksomheds (fortsatte) drift, bør disse indregnes i balancen (som driftsaktiver)*". Det anføres videre, at "*finansiell leasing er den foretrukne analyseform*". Cimber Sterlings 14 leasingaftaler fordeles med 13 operationelle og en finansiell (Cimber Sterling, 2010a, s. 79). Ved primært at anvende operationelle leasingaftaler kan Cimber Sterlings driftsomkostninger fremstå relativt høje, mens de finansielle omkostninger fremstår for lave. Ved en reklassifikation erstattes leasingydelsen af afskrivninger kombineret med et renteelement under finansielle omkostninger. Over leasingaftalens løbetid er belastningen af resultatet den samme, men en finansiell leasingaftale vil typisk belaste regnskabet mindre i starten end ved operationel leasing (Plenborg T., 2008, s. 449).

Den ideelle løsning er derfor at foretage indregning af Cimber Sterlings operationelle leasingaftaler i den reformulerede balance. Som ekstern analytiker er det behæftet med stor usikkerhed at foretage en retvisende reklassifikation, da det er nødvendigt at foretage en række antagelser. Kalkulationsrentefoden, løbetiden på de enkelte leasingkontrakter, aktivernes levetid samt en eventuel scrapværdi er nogle af de ubekendte faktorer ved en reklassifikation.

Herunder er oplistet, hvorfor de nævnte faktorer er vanskelige at vurdere i forhold til Cimber Sterling.

- *Løbetid på leasingkontrakter:* Med overgangen til IFRS i 2009 findes der kun oplysninger omkring operationelle leasingaftaler fra 2007 og frem. I 2006 indgår omkostningen i produktionsomkostninger, og der fremgår ikke oplysninger omkring antallet af leasede fly, herunder restlevetider.
- *Aktivernes levetid:* Cimber Sterling angiver afskrivningsperioden til 25 år for ejede ATR-fly og 20 år for CRJ-flyene. For de leasede CRJ-fly kan derfor antages en tilsvarende afskrivningsperiode på 20 år. For de leasede B737-700 er det muligt at anvende benchmark fra øvrige luftfartsselskaber på 25 år (Morrell, 2007, s. 31). Gennemsnitsalderen på virksomhedens leasede fly er 12,46 år¹⁶, hvorfor afskrivningsperioderne reduceres tilsvarende. Cimber Sterling har i seneste regnskabsår et finansielt leaset fly, hvor der er angivet en afskrivningsperiode på 8 år, hvilket understøtter de nævnte

¹⁶ Jf. afsnit 2.2.4.

afskrivningsestimater. Imidlertid skal de operationelle aftaler afskrives over aftalernes løbetid, hvilket vanskeliggør en pålidelig vurdering af scrapværdien.

- *Scrapværdi:* Det er svært at estimere scrapværdien på fly, da såvel skrog og motor repræsenterer en værdi. Ved købet udgør skroget cirka 80% af flyets værdi og motoren de sidste 20%. Set over flyets levetid ændres forholdet, så motoren i stedet udgør 80% procent af restværdien. Historisk mister et 737-700-fly 58% procent af flyets værdi efter 11 år på markedet (International Aviation Finance, 2009), men den likvide handel med fly¹⁷ sikrer forventeligt en scrapværdi efter endt afskrivningsperiode af de operationelle aftaler. Med en gennemsnitsalder på 12,46 år og en maksimal afskrivningsperioden på 5 år, jf. regnskaberne, vil eksempelvis 737-flyene indbringe et sted mellem 0% og 42% af anskaffelsesværdien.

Ud fra ovenstående argumentation vurderes det ikke pålideligt at foretage reklassifikation af de operationelle leasingaftaler.

Det er valgt ikke at reklassificere bygninger og driftsmidler på operationelle leasingkontrakter (udgør ca. 12 mio. kr.), da aktiverne ikke vurderes som et nødvendigt led i driften og ikke opfylder IFRS-kravene til indregning som finansiel leasing¹⁸. Den øvrige reformulering af balancen kommenteres ikke yderligere, men er foretaget med udgangspunkt i Sørensen, 2009, s. 177-196.

4.3 Rentabilitetsanalyse

De reformulerede opgørelser danner grundlag for rentabilitetsanalysen. En eventuel værdiskabelse for Cimber Sterling defineres som ejernes (aktionærernes) realiserede afkast samt væksten i denne faktor. De underliggende historiske drivere af egenkapitalens forrentning (ROE) analyseres derfor nærmere i det følgende. Denne analyse/dekomponering af de bagvedliggende nøgletal benyttes derefter til fremskrivning i de reformulerede regnskaber. Rentabilitetsanalysen bidrager således med det regnskabsmæssige grundlag, der kobles til de operationelle værdidrivere i den senere budgettering. Nøgletallene beregnes ud fra gennemsnitsværdier af balanceposterne for årsregnskaberne i perioden 2007-2010. For årsregnskabet aflagt den 30. april 2006 anvendes ultimoværdier.

¹⁷ Se omtale i afsnit 3.2.1.

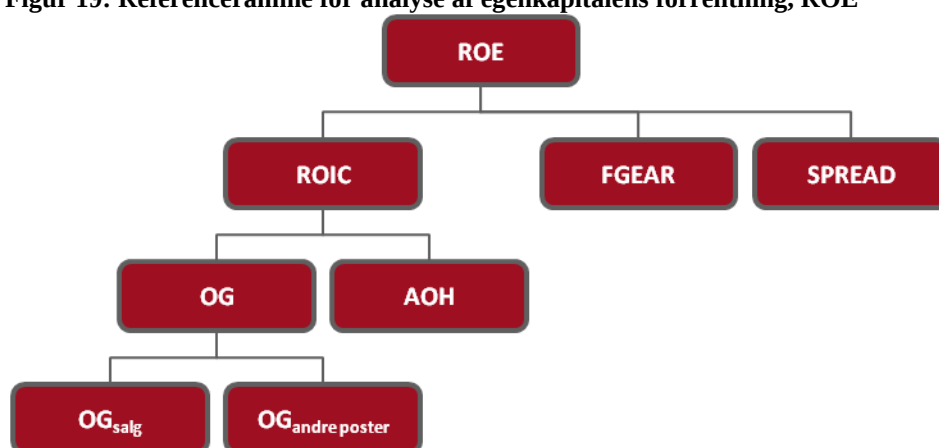
¹⁸ Jf. IFRS 17, herunder at leasingperioden dækker hovedparten af leasingaktivets økonomiske levetid. De enkelte krav behandles ikke yderligere.

Udgangspunktet for dekomponeringen, egenkapitalens forrentning, defineres som totalindkomsten divideret med den gennemsnitlige genkapital (Sørensen, 2009, s. 164):

$$\frac{\text{Totalindkomst}}{\text{Gennemsnitlig genkapital}} \leftrightarrow$$

Den yderligere dekomponering af nøgletal sker ud fra strukturen i Du-Pont pyramiden¹⁹. Modellen er opbygget, så udviklingen i et overordnet nøgletal forklares ud fra et eller flere underordnede nøgletal.

Figur 19: Referenceramme for analyse af egenkapitalens forrentning, ROE



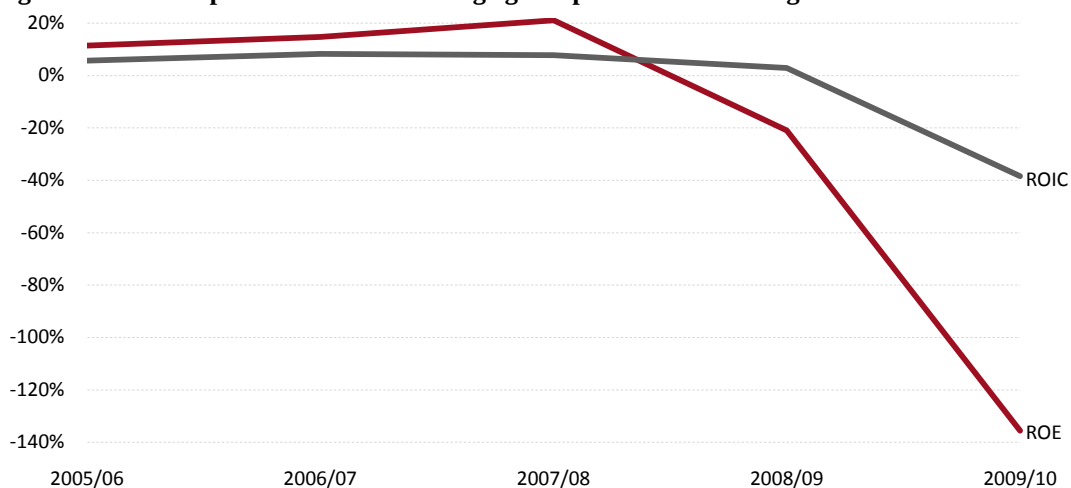
Kilde: Sørensen, 2009, s. 255.

Venstre side af modellen angiver værdidriverne for driftsaktiviteterne, mens de finansielle aktiviteter værdidrivere fremgår af højre side. De finansielle aktiviteter angiver samlet virksomhedens finansielle gearing. Dekomponeringen sker således på tre niveauer, hvor første niveau er opdelingen af egenkapitalens forrentning:

Forholdet mellem egenkapitalens forrentning og afkastet på den investerede kapital er derfor afhængig af den enkelte virksomheds kapitalstruktur, da egenkapitalen ofte geares ved hjælp af ekstern låntagning for derigennem at øge investeringerne og det forventede samlede afkast. Den historiske udvikling i ROE og afkastet på netto driftsaktiverne (ROIC) fremgår af figur 20.

¹⁹ Beregning af nøgletal vedlagt i bilag 10.

Figur 20: Afkastet på netto driftsaktiver og egenkapitalens forrentning for 2006-2010



Udviklingen i ROE er positiv fra 2006-2008, hvor ROE når det højeste niveau på 21,09%. For de seneste to år er egenkapitalens forrentning negativ med et historisk negativt afkast på -135,62% i 2010. ROIC stiger fra 2006-2007 for derefter at falde i resten af analyseperioden. Sammenhængen mellem ROE og ROIC er mere uklar i de enkelte år. Tendensen er dog, at når ROE stiger/falder, følger ROIC en ensartet udvikling. Dette er dog ikke tilfældet i 2007-2008, hvor ROE stiger cirka 7 procent point, mens ROIC falder 0,5 procent point. Endvidere stiger/falder ROE mere end ROIC, hvilket skyldes gearingeffekten.

Den negative udvikling i ROIC fører antageligt til dyrere adgang til lånekapital for Cimber Sterling (Plenborg T., 2008, s. 150). Cimber Sterlings ledelse fastsætter et langsigtet afkastmål om en ROIC, der er 20% højere end kapitalomkostningen, der i seneste regnskab opgøres til 6,5% (Cimber Sterling, 2010a, s. 10). Et mål der ikke understøttes af den nuværende udvikling, hvorfor analytiker bør stille spørgsmålstejn ved denne målsætning (Plenborg T., 2008, s. 315). I det følgende gennemgås ROIC og dets underliggende komponenter, hvorefter gearingseffekternes påvirkning af egenkapitalens forrentning analyseres.

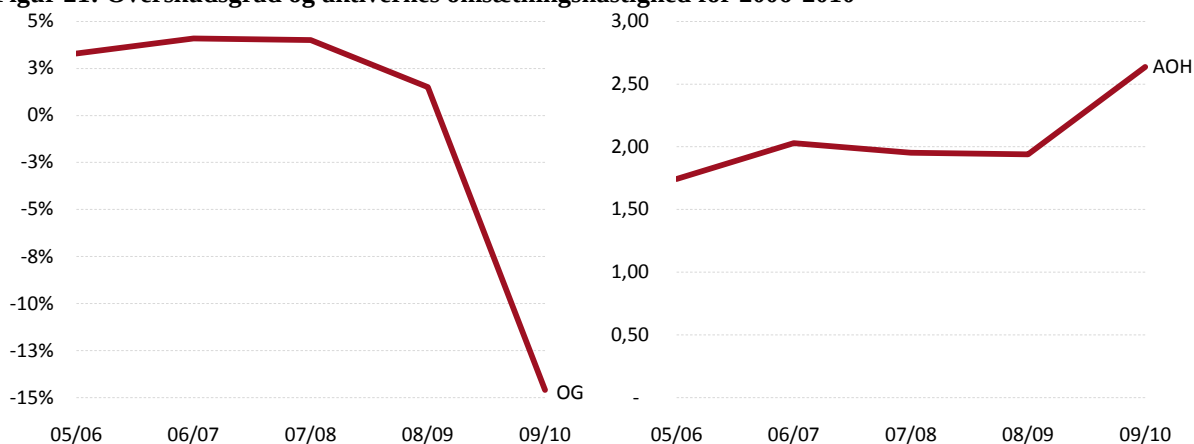
4.3.1 Overskudsgrad og aktiveres omsætningshastighed

I næste niveau af DuPont-pyramiden dekomponeres ROIC i følgende underliggende drivere:

Som nøgletal udtrykker overskudsgraden et samlet mål for indtægts- og omkostningstilpasningen i den analyserede virksomhed, mens aktiveres omsætningshastighed måler salget pr. krone investeret i netto driftsaktiver (Sørensen, 2009, s.

261). Udviklingen i de nævnte nøgletal på niveau 2 i dekomponeringen af driftsaktiviteternes rentabilitet for Cimber Sterling fremgår af figur 22.

Figur 21: Overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed for 2006-2010



Overskudsgraden når det højeste niveau i 2007, hvorefter der sker et fald frem mod 2010. Aktivernes omsætningshastighed ligger inden for et interval af 10% i perioden 2006-2009, hvorefter der sker en stigning fra 1,94 til 2,64.

Der foretages en dekomponering af overskudsgraden og aktivernes omsætningshastighed for derigennem at opnå forståelse for indtægts- og omkostningsniveauet samt kapitalbindingen i Cimber Sterling. Dekomponeringen sker ved en common-size analyse, da analysemetoden inddrager såvel niveau som udvikling (Plenborg T., 2008, s. 172). I det følgende gengives de mest væsentlige observationer.

- $OG_{salg}/OG_{andre\ poster}$: Overskudsgraden i 2009 stammer fra $OG_{andre\ poster}$ (gevinst/tab på sikringsinstrumenter). Den primære drift giver således en overskudsgrad på -0,01% i 2009.
- *Driftsomkostninger*: Der er en stigning i posten på 52% fra 2009-2010, der i 2010 udgør 64% af omsætningen mod 52% i 2009. En stor del af driftsomkostningerne er faste (knyttet til ruter og afgange), hvorfor Cimber Sterling forklarer udviklingen med manglende mulighed for at tilpasse omkostningerne til et lavere antal passagerer end ventet (Cimber Sterling, 2010a, s. 19).
- *AOH*: Dekomponeringen viser en stigning i omsætningen på 19%, mens de gennemsnitlige nettodriftsaktiver falder med 12%, hvilket øger AOH til 2,64 i perioden 2009-2010. Faldet i nettodriftsaktiverne skyldes primært afhændede fly (-6%) samt en stigning i modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter (+50%).

Ændringen drives således af en forbedring i anlægskapitalens omsætningshastighed fra 1,75 til 2,02 og en ændring i arbejdskapitalens omsætningshastighed fra -18,33 til -8,60.

Cimber Sterling begrundet udviklingen i sidstnævnte post med: *"I 2009/10 er forudbetalingerne øget i takt med koncernens øgede aktivitet. Flybranchen er kendetegnet ved, at forudbetalingerne øges i takt med vækst, da billetter typisk betales, før de benyttes"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 77). Ved at sammenholde den procentvise udvikling i omsætningen i perioden 2006-2010 med forudbetalingerne, vurderes ledelsens forklaring valid. Faldet i flyflåden skyldes en nettotilgang på 53 mio. kr., mens årets afskrivninger udgør 95 mio. kr. (Cimber Sterling, 2010a, s. 20). Tilgangen relateres til aktivering af flydele i forbindelse med forbedringer og ikke en overgang fra at eje til at lease fly. Et sådan sale-and-leaseback arrangement vil kunne medvirke til en i værdiansættelsessammenhæng for høj AOH.

I dette afsnit er værdidriverne for driftsaktiviteten dekomponeret, hvorfor en dybere analyse af de finansielle drivere i egenkapitalens forrentning behandles i det følgende.

4.3.2 Gearingeffekter

Som udtrykt i ligningen i afsnit 4.3 kan effekten af gearingen opgøres til forholdet mellem FGEAR (forhold mellem gæld og egenkapital) og SPREAD (forskellen mellem ROIC og den effektive lånerente). Udviklingen i gearingseffekterne for Cimber Sterling i perioden 2006-2010 fremgår af tabel 17.

Tabel 17: Drivere for finansiell gearing

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Netto finansielle omkostninger	2,79%	4,34%	0,89%	11,83%	2,58%
SPREAD	2,95%	3,97%	6,93%	-8,90%	-41,05%
FGEAR	1,948	1,625	1,916	2,686	2,367
ROE-ROIC	5,75%	6,45%	13,27%	-23,91%	-97,15%

Kilde: Bilag 10 - Rentabilitetsanalyse.

I årene 2006-2008 er der et positivt SPREAD, og gearingen stiger samtidig 18% fra 2007 til 2008. Den finansielle gearing bidrager derfor til den positive udvikling i egenkapitalens forrentning i denne periode. Fra 2008-2009 øges gearingen med 40%, mens den effektive rente stiger med cirka 10%. Udviklingen i renten skyldes primært reguleringer på rentebærende gæld i USD (Cimber Sterling, 2009a, s. 39). Denne udvikling betyder et negativt

SPREAD, hvilket bidrager negativt til Cimber Sterlings forrentning af egenkapitalen. I seneste regnskabsår falder renten til et lavere niveau, og gearingen nedbringes med 12%, mens spændet grundet den lave ROIC stiger eksplosivt. Såfremt aktieemissionen ikke var gennemført i 2009, ville gearingen i stedet være 7,48 med en deraf negativ forrentning af egenkapitalen på -444%²⁰.

Det fremgår af seneste regnskab, at soliditetsgraden er 16,8%, og Cimber Sterling oplyser endvidere, at *"Det er et langsigtet mål for Cimber Sterling, at soliditeten skal udgøre 35-40%"* (Cimber Sterling, 2010a, s. 69). Det fremgår ikke af seneste årsrapport, hvordan dette langsigtede mål planlægges realiseret. Generelt indikerer en høj finansiell gearing og lav soliditet, at den langsigtede likviditetsrisiko er høj (Plenborg T., 2008, s. 269).

4.3.3 Vækst og likviditet

Høj vækst medfører typisk en forøget arbejdskapital. Cimber Sterling viser god styring i forhold til tilgodehavender. De falder således 11% i årene 2007-2009, og udviklingen er stabil i seneste regnskabsår. Virksomheden har i perioden 2006-2010 nedbragt forfaldne, men ikke værdiforringede tilgodehavender fra 44 mio. kr. til 14 mio. kr. Specielt forfaldne debitorer over 90 dage er forbedret, hvilket styrker virksomhedens kortsigtede likviditet. I det følgende beregnes cash burn-raten for Cimber Sterling. Nøgletallet udtrykker hvor mange måneder, virksomheden kan fortsætte driften uden yderligere kapitalindskud (Plenborg T., 2008, s. 268).

Nøgletallet udregnes ved:

Med udgangspunkt i de seneste regnskabstal fra de reformulerede balancer beregnes tallet for Cimber Sterling til 10 måneder. Nøgletallet er således baseret på historiske tal. Anvendes i stedet ledelsens seneste EBIT-estimat for 2010/11²¹, beregnes en ratio på 28 måneder ved et EBIT på -80 mio. kr. Cimber Sterlings kortsigtede likviditetsmæssige situation er således yderst afhængig af, at der skabes overskud på den primære drift, eller der alternativt tilføres kapital.

²⁰ Baseret på $(NFF_{\text{gns},2010}) / ((\text{Aktiekapital}_{2010} - \text{Aktiekapital}_{2009} + \text{Overkurs ved emission}_{2010} - \text{Overkurs ved emission}_{2009}) - (EK_{\text{gns},2010}))$.

²¹ Forventet negativt resultat af primær drift på 20-80 mio. kr.

4.4 Delkonklusion

Cimber Sterling er en interessant virksomhed i forhold den regnskabsrelaterede del af værdiansættelsesprocessen. Virksomheden er således overgået til regnskabsaflæggelse efter IFRS, hvilket har hævet regnskabskvaliteten og oplysningspligten betydeligt. Ledelsen har dog samtidig udarbejdet budgetforudsætninger af lav pålidelighed til brug for børsnoteringen. Endelig er der to gange indenfor det seneste år afgivet revisionspåtegninger med supplerende oplysninger i relation til virksomhedens likviditetsberedskab. Efter den indledende stillingstagen til regnskabspraksis og afgivne revisionspåtegninger er de historiske egenkapitalopgørelser, resultatopgørelser og balancer reformuleret til brug for en historisk rentabilitetsanalyse. Analysen er udført med udgangspunkt i Du-Pont pyramiden, der opdeler de underliggende drivere i finansielle- og driftsrelaterede.

Forrentningen af egenkapitalen er negativ fra 2008-2010 med en forrentning på -135% i seneste regnskabsår. Det skyldes et negativt spænd mellem de netto finansielle omkostninger og afkastet på netto driftsaktiverne de seneste to år. Effekten forstærkes af en øget gearing.

Den negative udvikling i afkastet på netto driftsaktiverne skyldes en faldende overskudsgrad, hvilket dog delvist opvejes af en positiv udvikling i aktivernes omsætningshastighed. Anlægskapitalens omsætningshastighed er forbedret 10%, mens arbejdskapitalens omsætningshastighed forbedres hvert år i takt med væksten i omsætningen.

Rentabilitetsanalysen viser, at der er brug for kortsigtet likviditet, da cash burn-raten (under forskellige forudsætninger) viser at der er mellem 10 og 28 måneder, til likviditeten slipper op. Var aktieemissionen ikke gennemført i 2009 var forrentningen af egenkapitalen i stedet på -444% med en gearing på 7,48. Det konkluderes på baggrund af rentabilitetsanalysen, at Cimber Sterlings likviditetsmæssige situation på kort sigt er meget afhængig af overskud på den primære drift eller alternativt tilførsel af kapital.

5 Budgettering

Med udgangspunkt i den strategiske analyse og den udførte rentabilitetsanalyse udarbejdes et budget til brug for værdiansættelsen af Cimber Sterling. Der opstilles således proforma-årsregnskaber frem til det tidspunkt, hvor der forventes en konstant langsigtet vækstrate (Sørensen, 2009, s. 315). Nedenstående figur beskriver de budgetterede poster²²:

Figur 22: Struktur for budgetteringsprocessen for Cimber Sterling i perioden 2011-2015



5.1 Omsætning²³

Vurderingen af det fremtidige omsætningsniveau for Cimber Sterling sker ud fra en forventning til den generelle udvikling i verdensøkonomien og en operationalisering af den nuværende strategi. Væksten i RPK som følge af den fremtidige vækst i BNP følger forholdet 1,6;1, jf. afsnit 3.1.2. Det er valgt at vurdere den fremtidige vækst i omsætningen på de fire forretningssegmenter, mens anden omsætning holdes konstant i perioden²⁴:

- Indenrigs
- Regional
- Leisure
- Charter/ACMI

Realistiske budgetforudsætninger sikres ved at anvende en række af flyindustriens operationelle nøgletal i budgetteringsprocessen. Derved kobles den fremtidige udvikling i omsætningen på den logiske sammenhæng mellem de enkelte nøgletal. Følgende tre-steps relation er benyttet:

- 1) Vurdering af den fremtidige udvikling i ASK
- 2) Vurdering af den fremtidige load factor
- 3) Vurdering af den fremtidige yield

Omsætningen for de enkelte segmenter estimeres derfor ved:

²² Proforma-resultatopgørelse vedlagt i bilag 11, proforma-balance vedlagt i bilag 12 og proforma-pengestrømsopgørelse vedlagt i bilag 13.

²³ Se bilag 14 for budgettering af vækst.

²⁴ I anden omsætning indgår bl.a. vedligeholdelse af eksterne fly. Posten udgjorde under 4% af den totale omsætning i 2010 og vurderes derfor uvæsentlig for værdiansættelsen.

I tabel 18 gennemgås rationalerne bag den forventede udvikling på de fire forretningssegmenter.

Tabel 18: Budgettering af omsætning for Cimber Sterling i perioden 2011-2015

Segment	Forventet udvikling i operationelle nøgletal relateret til omsætning
Indenrigs	Der forventes en stigning i ASK på 20% i 2011 og 5% i 2012 uden tilførsel af nye fly til flåden, hvorefter kapaciteten øges i takt med BNP. Den forventede udvikling i 2011 er konsistent med udviklingen i 1. kvartal, hvor ASK er steget 21%. En udvikling der forventes fastholdt i resten af regnskabsåret 2011 (Cimber Sterling, 2010b, s. 4). Load factoren forventes øget med 2,8 procent point i 2011 og yderligere 2,6 procent point i 2012, hvorefter load factoren er konstant. Cimber Sterling ligger betragteligt under de største konkurrenter på indenrigsmarkedet SAS og Norwegian. Der vurderes derfor potentiale til store vækstmuligheder. Yielden er den højeste på markedet, hvorfor der kun vurderes begrænset mulighed for forbedring.
Regional	Der forventes en stigning i ASK på 40% i 2011 og 5% i 2012 uden tilførsel af nye fly til flåden, hvorefter kapaciteten øges i takt med BNP. Den forventede udvikling i 2011 er konsistent med udviklingen i 1. kvartal, hvor ASK er steget 41%. Load factoren er markedets laveste, hvorfor der forventes stigninger frem til 2014. Yielden er meget høj på nuværende tidspunkt og forventes presset ned de kommende år som følge af intens priskonkurrence, og der forventes derfor et fald på 14% i budgetperioden.
Leisure	Kapaciteten er øget kraftigt siden Sterling-transaktionen, og udviklingen i ASK forventes at fortsætte med en vækst på 50% i 2011 og 30% 2012, hvorefter det ikke vurderes muligt at ekspandere yderligere uden investering i nye fly. ASK er i 1. kvartal 2011 øget med 50%. De direkte konkurrenter på segmentet opererer med load factors mellem 78%-89%. Den nuværende load factor på 71% forventes derfor øget med 9 procent point frem mod 2015. Den gennemsnitlige yield for konkurrenterne er 0,47, hvorfor Cimber Sterlings på 0,46 fastholdes i hele perioden.
Charter / ACMI	Indtægter i dette segment er ikke passagerafhængig. I budgetteringen er det nuværende niveau i omsætningen øget med væksten i BNP. Load factor og yield fastholdes på det nuværende niveau.

Budgetteringen af de operationelle nøgletal på de fire segmenter opsummeres til følgende forventede udvikling i nøgletal og heraf omsætning for Cimber Sterling.

Tabel 19: Udvikling i omsætning og operationelle nøgletal for Cimber Sterling i perioden 2011-2015

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Omsætning (’000 DKK)	1.484.000	1.983.590	2.336.554	2.437.970	2.564.425	2.650.557
ASK (Mio. km.)	2.622.986	3.545.593	4.224.387	4.364.975	4.501.860	4.636.916
RPK (Mio. km.)	1.732.557	2.416.792	3.042.489	3.198.743	3.369.056	3.490.127
Yield	0,86	0,82	0,77	0,76	0,76	0,76
Load factor	66,05%	68,16%	72,02%	73,28%	74,84%	75,27%

5.2 Omkostninger²⁵

Efter budgetlægningen af omsætningen estimeres omkostninger indeholdt i resultatopgørelsen.

5.2.1 Driftsomkostninger

Driftsomkostningerne er gjort afhængige af udviklingen i kapaciteten (ASK). Det fremtidige omkostningsniveau estimeres derfor som prisen pr. ASK, og forventningen baseres primært på benchmark mod peer-gruppens nuværende omkostningsniveau. På den baggrund skabes en valid forventning til Cimber Sterlings fremtidige forbedringsmuligheder.

Tabel 20: Forventet omkostning pr. ASK i perioden 2011-2015

Omkostningstype	Forventet udvikling i driftsomkostninger pr. ASK
Flybrændstof	Udgiften på 0,078 kr. er blandt markedets laveste pga. sammensætningen af flyflåden. Cimber Sterling skal derfor fokusere på at fastholde det nuværende niveau, hvorfor udgiften på 0,078 kr. fastholdes i hele perioden.
Flyvedligeholdelse	Udgiften på 0,068 kr. er den højeste i peer-gruppen, og spændet til de tre LCC-selskaber er stort. Flyflådens relative høje alder ift. de øvrige selskaber og ingen aktuelle planer om udskiftning af fly bevirker dog, at udgiften på 0,068 kr. fastholdes i hele perioden.
Passager- og flyafgifter	Omkostningen på 0,124 kr. er den højeste i peer-gruppen og tre gange højere end den tilsvarende for Ryanair. Som beskrevet tidligere er omkostningen relativt høj grundet den høje frekvens på indenrigsruterne med kortere flyvedistancer. Omkostningen vil derfor falde i takt med øget beflyvning på Regional- og Leisure-segmentet, hvor distancerne er længere. Niveauet er fastholdt i 2011, hvorefter omkostningen er fastsat til 0,10 kr., der stadig er markedets højeste pga. frekvensen på indenrigsruterne.

²⁵ Se bilag 15 for budgettering af omkostninger.

Handling og catering	Omkostningen er 0,068 kr. og den højeste i peer-gruppen. Der vurderes forbedringsmuligheder, og Cimber Sterling vurderes kun marginalt efter SAS i 2012.
Øvrige	Øvrige driftsomkostninger udgør historisk 7% af omsætningen, og dette niveau er fastholdt i budgetteringen.

Cimber Sterlings samlede driftsomkostninger i de enkelte budgetår udledes derfor ud fra følgende relation:

Den fremtidige udvikling i andre eksterne - samt personaleomkostninger er ikke koblet direkte til udviklingen i kapaciteten.

5.2.2 Andre eksterne omkostninger

I perioden 2006-2009 udgør posten mellem 4,5%-5,6% af omsætningen med et gennemsnit på 5%. I 2010 er posten påvirket ekstraordinært af følgeomkostninger i forbindelse med åbning af nye ruter og stigende markedsføringsomkostninger. Som bedste estimat for det fremtidige niveau af andre eksterne omkostninger anvendes en sats på 5% af omsætningen.

5.2.3 Personaleomkostninger

I perioden 2006-2010 udgør personaleomkostninger 30,4% af omsætningen med et fald i andelen på 2,5 procent point fra 2009 til 2010. Potentialet for forbedringer på denne omkostningspost vurderes meget stort, og omkostningsniveauet forventes fremadrettet at udgøre 22% af omsætningen. Denne forventning bygger på:

- Kapacitetsforøgelsen (ASK) vurderes i vid udstrækning realiseret med det nuværende antal medarbejdere
- Personalet har i 2010/2011 indvilliget i en lønnedgang på 10%
- I forhold til peer-gruppen udgør personaleomkostninger en relativ stor andel af de samlede omkostninger

Af kvartalsmeddelelsen for 1. kvartal i regnskabsåret 2010/11 fremgår det, at medarbejderstaben er steget marginalt fra 826 til 830 medarbejdere (Cimber Sterling, 2010b, s. 4). Endvidere fremgår det, at omkostningen pr. passager er faldet fra 260 kr. til 187 kr. svarende til et fald på 28%. Ledelsen fremhæver personaleeffektiviseringer indeholdt i *Thor*-programmet som baggrund for det store fald (Cimber Sterling, 2010b, s. 8). I de 28% er indeholdt

den ekstraordinære lønnedgang på 10% i 20/11, hvorfor de fremadrettede effektiviseringsmuligheder estimeres til 21%.

5.2.4 Andet driftsoverskud og usædvanlige poster

Andet driftsoverskud og usædvanlige poster fastsættes til 0 i såvel budget- samt terminalperioden. I andet driftsoverskud indgår primært avance/tab ved salg af materielle anlægsaktiver. Posten antages at gå i nul over tid. Der budgetteres kun med udsædvanlige poster, såfremt en virksomhed står foran eksempelvis målbare restruktureringer eller nedskrivninger (Sørensen, 2009, s. 326).

5.2.5 Leasingomkostninger samt af- og nedskrivninger

Ved at estimere de nævnte omkostninger i forhold til omsætningen indgår en øget kapacitet i den fremtidige forventning.

Tabel 21: Forventet udvikling i leasingomkostninger samt af- og nedskrivninger i perioden 2011-2015

Omkostningstype	Forventning
Leasingomkostninger	I perioden 2007-2010 udgør leasingomkostninger i gennemsnit 6% af omsætningen med små udsving de enkelte år. Den historiske andel anses som retvisende og anvendes derfor fremadrettet.
Af- og nedskrivninger	I perioden 2006-2010 udgør af- og nedskrivninger i gennemsnit 6% af omsætningen. I takt med en forventet stigning i ASK forøges antallet af fløjne timer, hvilket naturligt fører til mere slid og deraf følgende afskrivninger. Relativt i forhold til omsætningen forventes der dog et fald i af- og nedskrivninger, hvilket tilskrives, at kapaciteten primært forøges ved brug af den eksisterende flyflåde. Af- og nedskrivninger estimeres derfor fremadrettet til 5,5% af omsætningen.

5.2.6 Skatteprocent

Den gennemsnitlige effektive skatteprocent er i perioden 2006-2010 beregnet til 24,69%. Der indgår kun danske selskaber i Cimber Sterling-koncernen, hvorfor den danske skatteprocent på 25% anvendes i værdiansættelsen.

5.2.7 Effektiv rentesats

Det er stor usikkerhed om renteniveauet i fremtiden, hvorfor den gennemsnitlige effektive rentesats for perioden 2006-2010 finder anvendelse. Den effektive rente var i perioden 2,5%. Det bemærkes, at den effektive rente ikke påvirker værdiansættelsen, da modellerne baseres på resultat af primær drift. Renteniveauet påvirker således kun det frie cash flow til ejerne, da

kapitalstrukturen holdes fast i såvel budget- som terminalperioden. I det følgende estimeres anlægs- og arbejdskapitalens omsætningshastighed til brug for opstilling af proforma-balancen.

5.3 Anlægskapitalens omsætningshastighed

Der er i analyseperioden sket en positiv udvikling i anlægskapitalens omsætningshastighed, der er forbedret fra 1,83 til 2,02. I forhold til den fremadrettede udvikling er der fortsat mulighed for at udvide den nuværende udnyttelse af kapaciteten. Som beskrevet i afsnit 5.2 forventes ASK og load factoren øget betydeligt, hvoraf væksten i 2011 og 2012 genereres ved brug af Cimber Sterlings nuværende flyflåde. Anlægskapitalens omsætningshastighed forventes derfor forbedret væsentligt og estimeres til 2,6.

5.4 Arbejdskapitalens omsætningshastighed

Niveauet i arbejdskapitalen er typisk tæt korreleret med væksten i omsætningen (Sørensen, 2009, s. 325). Som beskrevet i rentabilitetsanalysen udgør modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter en meget væsentlig post i Cimber Sterlings arbejdskapital. Regnskabspostens andel af omsætningen er således øget med 5% årligt de seneste to regnskabsår. Den positive udvikling i tilgodehavender, der trods den massive vækst har været stabil i perioden 2008-2010, bidrager yderligere til en forbedring af arbejdskapitalen. Der estimeres derfor en forbedring i arbejdskapitalen fra det nuværende niveau på -8,6 til -6,0.

5.5 Egenkapital

Den fremtidige kapitalstruktur og eventuel fremtidige dividendeudbetalinger eller alternativt kapitaltilførsler til egenkapitalen behandles i det følgende.

5.5.1 Kapitalstruktur

Virksomhedens kapitalstruktur udtrykker forholdet mellem markedsværdien på henholdsvis egen- og fremmedkapital. Den nettorentebærende gæld er opgjort til dagsværdien i den reformulerede balance, hvilket udtrykker det bedste estimat for markedsværdien. Markedsværdien af egenkapitalen er et udtryk for virksomhedens værdi inklusiv eventuel fremtidig værditilvækst, hvilket ikke er indeholdt i den bogførte værdi af egenkapitalen. Følgende metoder kan finde anvendelse til at fastlægge den fremtidige kapitalstruktur (Stickney, 2007, s. 826).

- 1) Anvende Cimber Sterlings nuværende kapitalstruktur
- 2) Anvende Cimber Sterlings langsigtede mål for soliditeten
- 3) Anvende en repræsentativ kapitalstruktur for industrien

Forholdet mellem egenkapital og rentebærende gæld er på baggrund af den reformulerede balance beregnet til 1:2,367 (29%) i seneste regnskabsår. Siden 2007 er andelen dog faldet fra 38% til det nuværende niveau. Den historiske struktur suppleres af, at Cimber Sterlings ledelse fastsætter et langsigtet mål om en soliditet på 35-40% i seneste årsregnskab (Cimber Sterling, 2010a, s. 10), hvor et fremadrettet niveau mellem rentebærende gæld og egenkapital dog ikke præsenteres. Det er svært at foretage en valid vurdering af dette mål, hvorfor kapitalstrukturen for selskaberne i peer-gruppen fastlægges. Selskaberne i gruppen har en gennemsnitlig soliditetsgrad på 35,9% med et spænd på 32-38%. Ud fra den historiske udvikling, virksomhedens langsigtede mål og den gennemsnitlige ejerandel i peer-gruppen fastsættes egenkapitalandelen til 35%. Dette forhold mellem rentebærende gæld og egenkapital fastholdes i hele budget- og terminalperioden

5.5.2 Dividendeudbetalinger/kapitaltilførsel

Det er en grundantagelse i den tilbagediskonterede cash flow-model, at et positivt cash flow til ejerne udbetales som dividende eller investeres i projekter, der er lig afkastkravet (Plenborg T., 2002, s. 45). Plenborg anfører, at i tilfælde hvor denne antagelse forventes opfyldt, kan udbetalingen med fordel ske i den periode, hvor likviditeten opstår (Plenborg T., 2002, s. 47). I værdiansættelsen antages positivt cash flow derfor udbetalt som dividende, mens der ved negativt cash flow sker kapitaltilførsel til opretholdelse af den valgte kapitalstruktur. I det følgende afsnit beskrives rationalet bag den budgetterede pengestrømsopgørelse, hvorfra det frie cash flow til ejere overføres til egenkapitalen.

5.6 Pengestrømsopgørelse

Der indgår pengestrøm fra henholdsvis drift, investering og finansiering i den reformulerede pengestrømsopgørelse. Alle led i pengestrømsopgørelsen er udledt af henholdsvis resultatopgørelsen eller balancen. Det frie cash-flow til ejere er således givet ved:

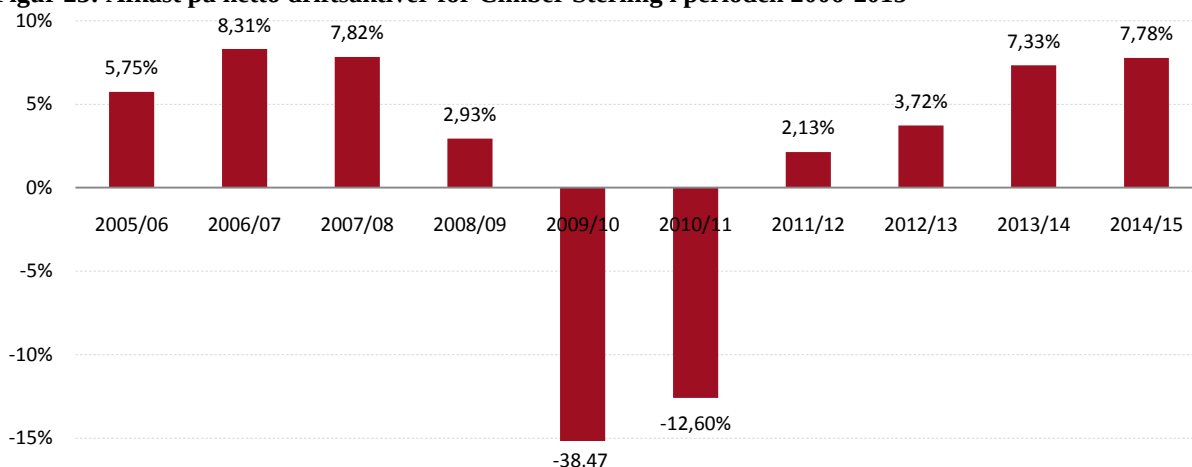
Hvor:

Den budgetterede pengestrømsopgørelse fremgår af bilag 13.

5.7 Budgetkontrol

For at sikre sammenhæng mellem den strategiske analyse, rentabilitetsanalysen og den gennemførte fremskrivning af resultatopgørelse, balance og pengestrømsopgørelse foretages en budgetkontrol i det følgende. Budgetkontrollen består i en beregning af driftsmæssige nøgletal i fremskrivningen, som sammenholdes med den historiske udvikling i virksomheden. Herved identificeres eventuelle urealistiske budgetforudsætninger.

Figur 23: Afkast på netto driftsaktiver for Cimber Sterling i perioden 2006-2015



Afkastet på netto driftsaktiverne forbedres i 2011 og er positiv fra 2012 og frem. Det forventede afkast stabiliseres i 2015 på 7,78%, hvilket er på niveau med årene 2007-2008. I forhold til den historiske trend forventes afkastet fremadrettet at være drevet af en lavere overskudsgrad, der opvejes af den bedre kapacitetsudnyttelse af aktiverne og højere omsætningshastighed på arbejdskapitalen.

Tabel 22: Driftsrelaterede drivere for netto driftsaktiverne i perioden 2006-2015

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
OG (%)	3,29	4,10	4,00	1,51	-14,59	-2,95	0,41	0,76	1,49	1,59
AOH	1,74	2,03	1,95	1,94	2,64	4,27	5,19	4,91	4,93	4,89

Den lavere overskudsgrad er konsistent med en forventet stigende priskonkurrence med LCC-selskaberne. Den gennemførte budgetkontrol kortlægger, at budgetteringen er sammenhængende med den forventede fremadrettede udvikling i virksomheden. En udvikling med et højere afkast på den investerede kapital, lavere overskudsgrader og en væsentlig forbedring af aktivernes omsætningshastigheder.

5.8 Delkonklusion

I indeværende kapitel er der udarbejdet proforma-årsregnskaber frem til 2015, hvorefter der forventes en konstant langsigtet vækstrate. Der er sikret realistiske budgetforudsætninger ved at koble den forventede udvikling i Cimber Sterlings operationelle nøgletal sammen med de enkelte poster i resultatopgørelsen.

Omsætningen er estimeret for de fire forretningssegmenter, hvor der forventes en kraftig stigning i ASK de kommende to år. Ved at vurdere ASK samt den forventede load factor og yield er det muligt at estimere den fremtidige omsætning. Der forventes en samlet vækst i omsætningen frem til 2015 på 75%. Den forventede udvikling i driftsomkostningerne er gjort afhængig af ASK. Peer-gruppens tal pr. ASK er sammenholdt med Cimber Sterlings, og potentielle forbedringsmuligheder er herved identificeret og inddraget i budgetmodellen.

Anlægs- og arbejdskapitalens omsætningshastighed er estimeret ud fra den historiske trend samt den forventede udvikling i omsætningen. Arbejdskapitalen forventes yderligere forbedret de kommende år i takt med en stigning i omsætningen og heraf øgede forudbetalinger fra kunder. Anlægskapitalen forbedres ligeledes, da den eksisterende flyflåde forventes at afdække den øgede kapacitet i 2011 og 2012. Den fremadrettede kapitalstruktur er estimeret ved at sammenholde Cimber Sterlings nuværende struktur med det langsigtede mål for soliditeten og peer-gruppens kapitalstruktur. Kapitalstrukturen er estimeret til 35% egenkapital og 65% rentebærende gæld. Der er afslutningsvist i kapitlet opstillet en budgetkontrol for at identificere eventuelle urealistiske eller inkonsistente budgetforudsætninger.

6 Værdiansættelse

Den strategiske analyse og den historiske rentabilitetsanalyse skabte grundlaget for en valid fremtidig prognosticering af Cimber Sterlings økonomiske præstationer. Denne fremskrivning af såvel resultatopgørelse, balance samt pengestrømsopgørelse indgår i de anvendte værdiansættelsesmodeller. Den budgetterede resultatopgørelse og balance bidrager til en værdiansættelse efter residualindkomstmodellen, mens den budgetterede pengestrømsopgørelse udgør grundlaget for en værdiansættelse efter den tilbagediskonterede cash flow-model.

Cimber Sterlings kapitalomkostninger indgår som et centralt element i de valgte værdiansættelsesmodeller og estimeres derfor i det følgende.

6.1 Cimber Sterlings kapitalomkostninger

Cimber Sterlings kapitalomkostninger er et vægtet gennemsnit af alle kapitalindskydere i virksomhedens afkastkrav (WACC). Alle finansieringsformer indgår i denne beregning, der udgøres af egenkapital og rentebærende gæld. Ved beregning af kapitalstrukturen anvendes markedsværdier, og formlen for beregning af virksomhedens kapitalomkostninger fremgår herunder (Plenborg T., 2008, s. 240):

$$\text{WACC} = \frac{\text{Gældsandel} \times \text{Gældsrente} + \text{Egenkapitalandel} \times \text{Egenkapitalomkostning}}{\text{Gældsandel} + \text{Egenkapitalandel}}$$

De enkelte faktorer specificeres således:

——: Gældsandel (nettorentebærende gæld)

——: Egenkapitalandel

——: Fremmedkapitalomkostning

——: Ejerafkastkrav

Cimber Sterlings fremtidige kapitalstruktur samt argumentation for valg heraf er behandlet i afhandlingens afsnit 5.5.1. I det følgende fastsættes de øvrige faktorer til brug for beregning af Cimber Sterlings kapitalomkostninger.

6.1.1 Estimering af fremmedkapitalomkostning efter skat

Afkastkravet til fremmedkapitalen efter skat er fastsat ved:

Hvor R_f angiver den risikofrie rente, R_s långivernes selskabsspecifikke risikotillæg og T definerer skattesatsen. Skattesatsen fastsættes til den danske skattesats på 25%. Den danske skattesats er repræsentativ, da der ikke indgår udenlandske datterselskaber i Cimber Sterling-koncernen. Den risikofrie rente fastsættes ud fra den effektive rente på en 10-årig stående obligation. På værdiansættelsesdagen var den risikofrie rente 2,44% (statistikbanken.dk, 2010).

Risikotillægget til lånerenten estimeres ud fra en helhedsvurdering af virksomhedens risikoprofil. En anerkendt metode til at fastsætte tillægget er ud fra tilgængelige kreditvurderinger (Koller, 2010, s. 257). Der er ikke tidligere udarbejdet offentlige tilgængelige kreditvurderinger af Cimber Sterling. Estimeringen kan derfor ske ud fra en generel vurdering af rentabilitetsanalysen, på hvilken baggrund det bliver muligt at foretage en kreditvurdering af Cimber Sterling. Et alternativ til denne metode er at anvende virksomhedens historiske lånerente. Den historiske lånerente vurderes dog ikke repræsentativ, da der i de finansielle omkostninger er indeholdt såvel positive som negative kursreguleringer på lån optaget i udenlandsk valuta. Som estimat for risikotillægget anvendes derfor Damodarans kreditvurderingstabel vist herunder. Damodarans vurdering sker ud fra forholdet mellem EBIT og virksomhedens renteomkostninger.

Tabel 23: Kreditvurderingstabel

EBIT / Renteomkostninger		Kreditvurdering	Risikotillæg
Fra	Til		
<0.20	0.20	D	10.80%
0.20	0.65	C	8.30%
0.65	0.80	CC	6.80%
0.80	1.25	CCC	5.80%
1.25	1.50	B-	5.05%
1.50	1.75	B	4.05%

Kilde: Damodaran, 2006, s. 19.

Forholdet mellem EBIT og renteomkostningerne i Cimber Sterling i analyseperioden beregnes ved følgende formel:

$$\frac{\text{EBIT}}{\text{Renteomkostninger}}$$

Baseret på denne beregning er Cimber Sterlings kreditvurdering *D*, og risikotillægget bør udgøre 10,80%. Beregningen er dog påvirket ekstraordinært af det historisk dårlige EBIT-resultat i 2010.

Det er dog mindre informativt at anvende indtjeningen i virksomheder med negativt EBIT og lav eller ingen indtjening (Hayn, 1995). Ved lav indtjening er nøgletal koblet til egenkapitalen således mere informative, når risikotillægget til långiverne fastsættes (Burgstahler, 1997). Der beregnes derfor nedenstående to nøgletal baseret på egenkapitalen til brug for Cimber Sterlings kreditvurdering.

Det første nøgletal indikerer en CCC-vurdering, mens det andet nøgletal betyder en vurdering mellem *BB* og *B* ifølge Standard & Poors for Cimber Sterling (Plenborg T., 2008, s. 244). På baggrund af den negative udvikling i driften, hvilket medførte en *D*-vurdering ved brug af Damodarans metode, tildeles Cimber Sterling derfor en *CC*-vurdering. Konkurrenten SAS har en *B*- kreditvurdering, hvorfor en noget dårligere vurdering af Cimber Sterling virker valid (finans.tv2.dk, 2009b).

Standard & Poors tilknytter ikke et specifikt risikotillæg til de anvendte vurderinger. Cimber Sterling indgår dog i gruppen *highly speculative*, hvilket betyder, at virksomheden er afhængig af mere gunstige forretningsmæssige-, finansielle- og økonomiske vilkår i fremtiden (Plenborg T., 2008, s. 245). Baseret på Damodarans kreditvurderingsstabel er låntagernes risikotillæg i forhold til Cimber Sterling derfor 6,8%. Tillægget kan umiddelbart virke højt, men underbygges af de manglende muligheder for mellemfinansiering fra de normale finansieringspartnere, mens virksomheden afventede provenuet fra Askesky-lånet (Borsen, 2010c). Det fremgår af loven, at garanti for Askesky-lån stillet af Vækstfonden sker med udgangspunkt i "*pengeinstitutternes kreditvurdering af de pågældende selskaber*" (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2010). Det fremgår endvidere af loven, at garantipræmierne fastsættes på markedsvilkår. På garantistillelse for eksisterende lån medfører det en risikopræmie på 3,17% for selskaber med "*den højeste kreditvurdering*", mens selskaber med "*laveste kreditkvalitet (dog stadig kreditværdige)*" skal betale en risikopræmie på 7,9% (Økonomi- og Erhvervsministeriet,

2010). I forhold til den udførte kreditvurdering af Cimber Sterling vurderes et risikotillæg på 6,8% derfor yderst valid.

Fremmedkapitalomkostningen estimeres derfor til:

6.1.2 Estimering af ejernes afkastkrav

Ejernes afkastkrav kan fastsættes ud fra Capital Asset Pricing Modellen (CAPM) eller ud fra en virksomheds fundamentale risikoforhold (Plenborg T., 2008, s. 217). CAPM anvendes i indeværende afhandling og er angivet ved:

Hvor R_f angiver den risikofrie rente, β_{ek} egenkapitalens systematiske risiko og R_m afkastet på markedsporteføljen. Illikviditetstillægget er den ekstra forrentning en investor kræver for at holde en aktie, der ikke omkostningsfrit kan konverteres til kontanter. Tillægget er således mere en transaktionsomkostning end en ekstra risikopræmie, og tillægget fastsættes i praksis ud fra en subjektiv vurdering (Plenborg T., 2008, s. 223). Blot fordi et selskab er børsnoteret, er det ikke selvfølgelig, at der ikke skal tilføjes et illikviditetstillæg. En række af selskaberne på Smallcap, hvor Cimber Sterling er noteret, handles således ikke på daglig basis. Cimber Sterling aktien er dog handlet alle dage siden børsnoteringen med en gennemsnitlig omsætning på 188.000 stk. pr. dag. Der tilføjes derfor ikke et illikviditetstillæg til ejernes afkastkrav.

Ejernes afkastkrav er derfor en funktion af den risikofrie rente og et risikotillæg som funktion af afkastet for virksomheden og afkastet for hele markedet. R_f er tidligere fastsat til 2,44%, og de øvrige led i CAPM estimeres i det følgende.

Beta-værdi

Beta-værdien udtrykker den relative risiko tilknyttet Cimber Sterling i forhold til den valgte markedsportefølje (Plenborg T., 2008, s. 217). Beta-værdien kan estimeres ud fra den historiske kovarians mellem aktien og markedsporteføljen. Denne fremgangsmåde er problematisk, da der anvendes ex-post data, og metodens validitet svækkes ligeledes i tilfælde, hvor den vurderede aktie ikke er likvid.

Ved manglende likviditet bliver aktiens udvikling stabil, hvilket fører til en kunstig lav volatilitet (Koller, 2010, s. 248). Netop denne problemstilling er ifølge Plenborg et problem på det danske aktiemarked. Det skyldes, at der er få dominerende selskaber, hvor aktierne er yderst likvide, mens likviditeten for mange små selskaber vurderes begrænset. Jævnfør argumentationen ovenfor er Cimber Sterling en af mest likvide aktier handlet på Smallcap, hvilket styrker beta-beregningen.

Ideelt set bør anvendes ex-ante kursobservationer til estimation af beta-værdien. Ved brug af historiske kurser forudsættes det derfor, at virksomhedens risikoprofil er stabil over tid (Plenborg T., 2008, s. 220). Cimber Sterlings risikoprofil har antageligt gennemgået en række ændringer i analyseperioden ved blandt købet af immaterielle aktiver fra Sterling-boet og heraf udvidelse af eksisterende forretningsområder. Virksomhedens risikoprofil vurderes dog stabil siden børsintroduktionen. Beta for Cimber Sterling estimeres derfor ud fra virksomhedens historiske aktiekurser fra 15. december 2009-15. september 2010. Beta-værdien beregnes til 1,7014 i forhold til markedsporteføljen²⁶.

Et alternativ til de historiske aktiekurser som bedste estimat for Cimber Sterlings beta-værdi er anvendelsen af beta for sammenlignelige selskaber. Ifølge Koller er et tilgængelig industribeta således et *superior* estimat for den analyserede virksomheds beta (Koller, 2010, s. 250). Brugen af industribeta forudsætter dog, at driftsrisikoen er ensartet blandt virksomhederne. I tillæg til den driftsmæssige risiko afspejles ligeledes en finansiel risiko i den enkelte virksomheds beta-værdi. Beta-værdien er stigende i takt med gældandelen i virksomheden, da aktionærene påtager sig en større risiko. Cimber Sterlings variable lån, hvoraf en del er optaget i USD, bidrager til en betydelig finansiel risiko for virksomheden. Konkurrenterne påtager sig ikke samme finansielle risiko i forhold til variable usikrede lån. Cimber Sterling vurderes derfor ikke sammenlignelig med de øvrige selskaber, hvorfor den beregnede beta vurderes som bedste estimat.

Afkast for markedsporteføljen

Markedsporteføljes risikopræmie er forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente. Risikopræmien er således det merafkast investorerne forlanger for at påtage sig

²⁶ Se bilag 16 for beregning af beta.

investeringen, hvor den frie likviditet alternativt kan placeres til forrentning efter den risiko frie rente. Plenborg anfører to metoder til at fastlægge risikopræmien (Plenborg T., 2008, s. 221):

- Ex-post
- Ex-ante

Ved ex-post metoden antages det, at markedsporteføljens historiske risikopræmie kan anvendes som indikator for den fremtidige risikopræmie. En risikopræmie baseret på historiske afkast er yderst afhængig af periodevalget, da der er store afkastforskelle mellem de enkelte år (Nationalbanken, 2003, s. 73). Ex-ante metoden bygger i stedet på en vurdering af aktuelle markedskurser samt forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling. En styrke ved ex-ante metoden er således, at estimatet bygger på en aktuel forventning. Metoden er dog afhængig af en række antagelser og forudsætninger, der kan påvirke validiteten (Nationalbanken, 2003, s. 77). I det følgende anvendes ex-post metoden til estimering af merafkastet.

Der findes en lang række undersøgelser, hvori den historiske risikopræmie estimeres, med et spænd i de enkelte undersøgelser mellem 1,9-7,6%²⁷. Risikopræmien afhænger, jf. ovenfor, af periodevalget samt valg af marked. Risikopræmien på danske aktier ligger således generelt under risikopræmien på amerikanske aktier (Nationalbanken, 2003, s. 73). Nationalbanken estimerer det historiske afkast på markedsporteføljen i perioden 1970-2002 til 5,2%. Beregningen er foretaget ud fra historiske totalafkast, hvilket inkluderer dividendeudbetalinger, der bidrager til et mere retvisende billede af risikopræmien. Nationalbankens estimation afviger ikke væsentlig fra andre danske undersøgelser og vurderes derfor valid i relation til Cimber Sterling.

Ejernes afkastkrav kan nu estimeres til:

7,136%

6.1.3 Beregning af WACC

Ud fra den udførte analyse af såvel långivernes og ejernes afkastkrav er det muligt at estimere Cimber Sterlings samlede kapitalomkostninger:

_____ %

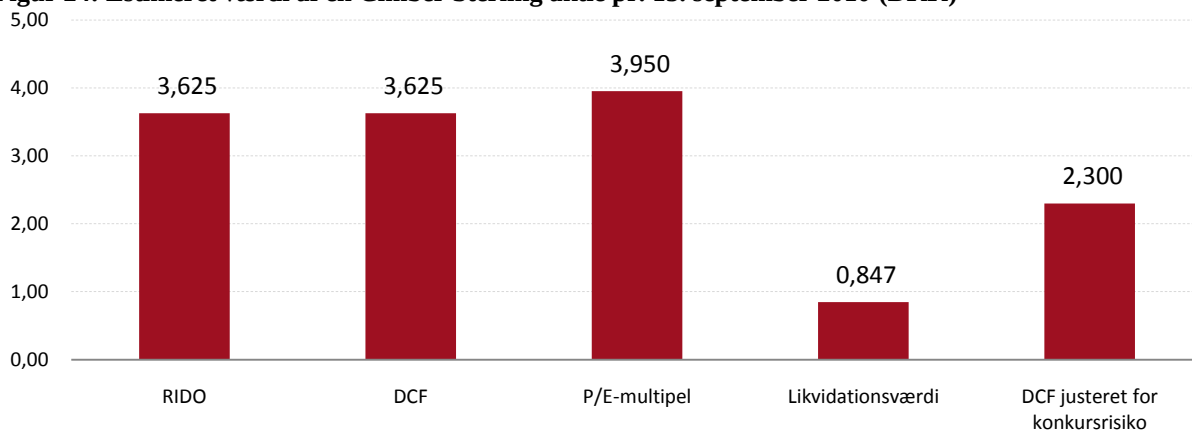
²⁷ Se bl.a. Plenborg, Breal, Elling og Koller.

I seneste årsrapport oplyses Cimber Sterlings samlede kapitalomkostninger til 6,5% (Cimber Sterling, 2010a, s. 10). Der er således en forskel mellem den udførte analyse og virksomhedens egen beregning. Den estimerede WACC på 7,002% vurderes dog stadig valid, da långiverne på værdiansættelsesdagen ud fra den likviditetsmæssige udvikling i virksomheden vil forlange et højere risikotillæg end ved regnskabaflæggelsen fire måneder tidligere. En periode hvor aktieprisen faldt yderligere 33%, hvilket forventeligt har øget kapitalomkostningen.

6.2 Estimeret værdi af Cimber Sterling

Beregningen af de samlede kapitalomkostninger i forrige afsnit danner grundlag for en værdiansættelse efter residualindkomstmodellen (RIDO) og den tilbagediskonterede cash flow model (DCF). Der er i tillæg til de nævnte modeller udført et *sanitetstjek* i form af en værdiansættelse efter P/E-multiplot. Som anført af Plenborg bør en værdiansættelse altid suppleres med en summarisk opgørelse af likvidationsværdien. Den suppleres af en model af Damodaran, der tager højde for konkursrisikoen i værdiansættelsen. Værdien af en Cimber Sterling aktie baseret på de nævnte modeller fremgår af figur 24. I det følgende præsenteres de bagvedliggende beregninger og forudsætninger, der er anvendt i de enkelte modeller.

Figur 24: Estimeret værdi af en Cimber Sterling aktie pr. 15. september 2010 (DKK)



6.2.1 Værdiansættelse ved residualindkomstmodellen²⁸

RIDO-modellen anskuer værdiansættelsen fra en ejer synsvinkel. Modellen måler således ejernes merafkast, som eventuelt overskud der overstiger alternativafkastet (Sørensen, 2009, s. 36). Dette merafkast er residualindkomsten udtrykt ved (Sørensen, 2009, s. 46):

Hvor:

$EK_0 = \text{Netto driftsaktiver} - \text{Netto finansielle forpligtelser}$

$RIDO_t = \text{Driftsoverskud}_t - r_{WACC} * \text{Netto driftsaktiver}$

Første step er derfor at beregne nutidsværdien af residualindkomsten i budgetperioden, hvorefter nutidsværdien af residualindkomsten i terminalperioden adderes:

29

Beregningen viser, at der skabes et negativt afkast til ejerne på -116.546 i budgetperioden, mens der i terminalperioden skabes en residualindkomst på 88.766.

EK_0 adderes til beregning af markedsværdien af egenkapitalen:

159.365

I modellen antages det, at residualindkomsten tilskrives ultimo året. Derfor justeres V_0E , så tilskrivningen sker løbende over året. Diskonteringsfaktoren er givet ved:

Markedsværdien af egenkapitalen beregnes derfor til:

Der er 45,5 mio. udestående aktier i Cimber Sterling, hvilket giver følgende værdi pr. aktie:

Den 15. september 2010 blev en Cimber Sterling aktie handlet til 2,69 kr., hvilket ud fra den estimerede værdi betyder, at aktien pr. denne dato var undervurderet med 34,76%.

²⁸ Beregning vedlagt i bilag 17.

²⁹ Tal angivet i tkr.

I det følgende præsenteres forudsætninger og beregninger for værdiansættelsen efter den tilbagediskonterede cash flow-model. Modellen skal ved ensartede forudsætninger give samme værdiestimat som RIDO-modellen (Plenborg T., 2002, s. 82).

6.2.2 Værdiansættelse ved den tilbagediskonterede cash flow-model³⁰

Rationalet bag den tilbagediskonterede cash flow-model er en fremskrivning af den fremtidige generering af dividendeudbetalinger i virksomheden. Efter udledning af dividendeudbetalingerne tilbagediskonteres disse med de vægtede kapitalomkostninger. Markedsværdien af egenkapitalen udtrykt ved nutidsværdien af de fremtidige dividendeudbetalinger udtrykkes ved:

$$V_0 = \frac{FCF_1}{r} + \frac{FCF_2}{r^2} + \dots + \frac{FCF_T}{r^T} + \frac{V_T}{r^T}$$

Som RIDO-modellen er det en to steps-model, hvor det frie cash flow i budget- og terminalperioden tilbagediskonteres med kapitalomkostningerne til tidspunkt 0. FCF er givet ved: Driftsoverskuddet - Ændringen i Netto driftsaktiver.

Som ved brug af RIDO-modellen justeres med diskonteringsfaktoren 1,03501, og V_0E beregnes:

Værdien er derfor 3,625 kr. pr. aktie. Ved at udlede samme pris pr. aktie ved brug af de to modeller, sikres de indre sammenhænge i modellerne. En sikring der styrker validiteten i den gennemførte værdiansættelse. I det følgende anvendes multiplet P/E som *sanitetstjek* af den estimerede værdi.

³⁰ Beregning vedlagt i bilag 18.

6.2.3 Sanitetstjek ved P/E

Anvendelsen af relative værdiansættelsesmetoder er stor i praksis, da analytikere relativt hurtigt kan estimere prisniveauet på en bestemt aktie (Plenborg T., 2002, s. 93). Multipler er ligeledes et vigtigt værktøj for analytikeren, når en kapitalbaseret værdiansættelsesmodel skal efterprøves (Koller, 2010, s. 128). Det påpeges af Koller, at *"any analysis, however, is only as accurate as the forecasts it relies on"* (Koller, 2010, s. 303). Det stilles nedenstående krav til en valid værdiansættelse ved brug af multipler (Koller, 2010, s. 305):

1) Udvælg den rigtige multipel

2) Udvælg den korrekte peer-gruppe

P/E multiplet vælges, da den budgetterede indtjening indgår i beregningen og vurderes som en bedre indikator end den historiske indtjening for Cimber Sterling.

Det er meget svært at finde en peer-gruppe, der er fuldt ud sammenlignelig med Cimber Sterling. Forskel i omsætningsvækst, indtjeningsvækst og generelt indtjeningsusikkerhed bidrager til en rabat/præmie, der bør indarbejdes i den valgte multipel (Plenborg T., 2002, s. 93). P/E multipler for den valgte peer-gruppe fremgår af tabel 24.

Tabel 24: P/E multipler for peer gruppen

Selskab	P/E
Ryanair	14,757
easyJet	54,938
Norwegian	-13,390
SAS	13,731
Gennemsnit	17,509

Kilde: www.bloomberg.com

Det fremgår, at der er store forskelle med SAS og Ryanair som yderpunkterne. Easyjet og Norwegian ligger på samme niveau, hvorfor gennemsnittet af de to selskabers multipel anvendes. Dette giver en P/E-multipel på 14,244. Markedsværdien af Cimber Sterling kan derved estimeres. Det første større overskud er i budgetperioden estimeret til at blive realiseret i 2013, hvorfor det forventede overskud i dette regnskabsår indgår i beregningen:

—

Beregningen giver en aktiepris på 3,95 kr., hvilket er en overvurdering på 10% i forhold til den beregnede værdi ved de kapitalbaserede modeller. Anvendes i stedet det forventede

driftsoverskud i 2012 beregnes prisen pr. aktie til 1,186 kr. Aktieprisen er således yderst følsom over for valg af regnskabsår, hvilket svækker validiteten.

I det følgende afsnit suppleres de kapitalbaserede- og relative værdiansættelsesmodeller med en summarisk opgørelse af likvidationsværdien.

6.2.4 Summarisk opgørelse af likvidationsværdien³¹

En værdiansættelse bør suppleres med en analyse af likvidationsværdien, når det værdiansatte selskab befinder sig i økonomisk krise (Plenborg T., 2002, s. 17). Med udgangspunkt i rentabilitetsanalysen og kreditvurderingen af Cimber Sterling, er der en vis usikkerhed knyttet til virksomhedens fremtid. Med henblik på at vurdere om ejerne er bedre stillet ved en afvikling af selskabet, opgøres en mulig likvidationsværdi i det følgende.

En likvidation kan være frivillig eller ufrivillig, eksempelvis ved tvangsopløsning eller betalingsstandsning. I relation til Cimber Sterling antages likvidationen at være selvvalgt, hvorfor afhændelsen af aktivmassen, herunder varelager, driftsmidler og ejendomme kan planlægges. En planlagt likvidation giver endvidere mulighed for at fortsætte driften, mens virksomheden afvikles, hvilket gør det muligt at gøre brug af medarbejderne i opsigelsesperioden (Beierholm, 2010).

Litteraturen giver ikke en specifik metode til opgørelse af likvidationsværdien, hvorfor nedenstående formel finder anvendelse:

Hvor:

- : Nedskrivning på materielle aktiver.
- : Nedskrivning på immaterielle aktiver.
- : Nedskrivning på andre langfristede aktiver.
- : Nedskrivning på kortfristede aktiver

Fly og reservedele udgør 62% af aktivsummen, hvorfor markedsprisen på fly er afgørende for realisationsværdien af Cimber Sterling. Markedsprisen er styret af

³¹ Beregning vedlagt i bilag 19.

genanvendelsesmulighederne (Benmelech, 2008, s. 1667-1670). CRJ-flyene er i høj grad genanvendelige på de globale markeder, hvorfor markedsprisen vurderes at være høj (Benmelech, 2008, s. 1654). Det vurderes, at ATR-flyenes anvendelse er mere begrænset. Som omtalt i afsnit 3.2.1 er markedet for brugte kommercielle fly likvidt, hvorfor nedskrivningen vurderes til 10% af den bogførte værdi. Der estimeres mindre tab på de øvrige materielle aktiver, hvorfor der sammenlagt nedskrives 10,6%.

B737-certifikaterne fra Sterling-transaktionen udgør 50% af virksomhedens immaterielle aktiver. Det vurderes sandsynligt, at certifikaterne kan sælges til bogført værdi ved en likvidation. Øvrige immaterielle aktiver nedskrives fuldt ud. Virksomhedens udskudte skatteaktiv nedskrives med 100%, mens tilgodehavender fra udlejning af fly vurderes som sikre betalinger. Der estimeres derfor en begrænset nedskrivning på 5%. Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer indeholder primært reservedele til fly, der forventes afhændet til øvrige flyselskaber, hvorfor nedskrivningen vurderes til 20%. Der nedskrives i alt 57% af de langfristede aktiver, mens nedskrivningen på de kortsigtede aktiver udgør 9%.

Omkostninger til selve likvidationen, eksempelvis rådgivning og retssager, kan være meget omfattende. Bris estimerer omkostningerne i USA til 2-20% af aktivsummen. Undersøgelsen påpeger dog, at omkostningerne i Sverige vil være mange gange lavere pga. hurtigere behandlingstid i retten (Bris, 2006, s. 1278,1301). Ved en frivillig likvidation kan domstolene holdes udenfor, da alle kreditorer modtager deres tilgodehavender. Likvidationsomkostninger fastsættes derfor til 0,5% af aktivsummen. Samlet nedskrives aktiverne med 12,9% før likvidationsomkostningerne, hvilket ligger indenfor de normale rammer, hvor nedskrivningerne i gennemsnit ligger mellem 0-20% (Bris, 2006, s. 1254).

Den samlede likvidationsværdi for Cimber Sterling opgøres til 38.554 mio. kr., hvilket er 0,847 kr. pr. aktie. Beregningen er behæftet med usikkerhed, da der ikke inddrages eventuelt mistede indtægter eller øgede driftsomkostninger i likvidationsperioden. Beregningen baseres desuden på, at Cimber Sterling kan afvikle de eksisterende operationelle leasingaftaler. Aftalerne er umiddelbart uopsigelige, men videreleasing af flyene eller genforhandling med leasingselskaberne vurderes som realistiske muligheder. Undersøgelser viser, at det tidligere har været muligt for flyselskaber i økonomiske vanskeligheder at indgå fordelagtige aftaler med leasingselskaberne (Benmelech, 2008, s. 1671).

Den beregnede realisationsværdi viser, at aktionærerne er bedre stillet ved at fortsætte driften i selskabet.

6.2.5 DCF-model med indregning af sandsynlighed for non-going concern

De anvendte modeller i værdiansættelsen bygger på en forudsætning om, at Cimber Sterling er *going concern*. Som omtalt tidligere vurderede revisorerne en betydelig risiko tilknyttet kapital- og likviditetsforholdene i virksomheden ved afgivelse af revisionspåtegningen på det seneste årsregnskab. Derfor vurderes aktieprisen ved inddragelse af risikoen for Cimber Sterling som *non-going concern*.

I traditionelle værdiansættelsesmodeller antages ubegrænset adgang til kapital, hvorfor eventuelle underskud i budgetperioden afdækkes. I terminalperioden budgetteres med evig vækst, hvorfor aktien overvurderes i en traditionel værdiansættelsesmodel, såfremt virksomheden går konkurs, inden terminalperioden påbegyndes. I beregningen af de vægtede kapitalomkostninger er såvel ejernes- og låntagernes risikotillæg væsentligt over peer-gruppens. Risikopræmierne inddrager imidlertid kun pengestrømmenes volatilitet og ikke risikoen for, at pengestrømmene kan ophøre (Damodaran, 2006, s. 5-8).

Damodaran foreslår flere metoder til at værdiansætte firmaer i økonomiske vanskeligheder. Nedenfor benyttes en metode, hvor den oprindelige værdiansættelse suppleres med sandsynligheden for konkurs og realisationsværdien. Fordelen ved metoden er, at der tages højde for, at virksomheden kan overleve og undgå konkurs. Den justerede værdiansættelse beregnes ved følgende formel (Damodaran, 2006, s. 15-26):

Cimber Sterlings CC-kreditvurdering anvendes til beregning af risikoen for konkurs i budgetteringsperioden. Den akkumulerede konkursrisiko i budgetperioden estimeres derfor til 48,22% (Damodaran, 2006, s. 19). Ved en konkurs fastsættes virksomhedsværdien til den beregnede realisationsværdi. Realisationsværdien er som nævnt estimeret ud fra en frivillig likvidation af selskabet, hvorfor værdien ved konkurs vurderes lavere. Den overvurderede realisationsværdi anerkendes ved at udarbejde et scenario, hvor forpligtelserne antages at overstige aktiverens værdi, hvorfor realisationsværdien vil være 0 kr.

Ved anvendelse af Damodarans model estimeres aktiens værdi til 2,30 kr. Ved en realisationsværdi på 0 kr. aktiens værdi 1,877 kr.

6.3 Følsomhedsanalyse

Budgetteringen er foretaget på baggrund af en strategisk og finansiell analyse, men den fremtidige omsætning og omkostningsniveau er dog behæftet med stor usikkerhed. Der foretages derfor følsomhedsanalyser på de mest væsentlige forudsætninger for værdiansættelsen. Følsomhedsanalysen afdækker, hvordan aktiens værdi påvirkes af ændringer i de vægtede kapitalomkostninger, væksten, omsætningshastigheder samt driftsomkostninger. Cimber Sterlings følsomhedsanalyser præsenteret i seneste årsrapport inddrages ligeledes.

De estimerede kapitalomkostninger og den langsigtede vækst i RPK er afgørende faktorer for værdiansættelsen af Cimber Sterling. En negativ/positiv ændring på 0,4 procent point i de vægtede kapitalomkostninger medfører således en aktiepris på henholdsvis 2,427 kr. og 5,105 kr. Ved uændrede kapitalomkostninger medfører en ændring i væksten på 2 procent point et spænd i aktiekursen på 2,729 kr. og 6,343 kr. Værdiansættelsen er derfor robust overfor ændringer i væksten, mens små udsving i kapitalomkostningerne påvirker aktiekursen væsentligt.

Tabel 25: Følsomhedsanalyse på forudsætninger for de vægtede kapitalomkostninger og fremtidig vækst

Værdi per aktie		Vægtede kapitalomkostninger, WACC								
		6,60%	6,70%	6,80%	6,90%	7,002%	7,10%	7,20%	7,30%	7,40%
Vækst i RPK i terminalperioden	1,0%	3,663	3,416	3,177	2,946	2,719	2,507	2,299	2,097	1,901
	1,5%	3,918	3,645	3,384	3,131	2,883	2,654	2,428	2,210	1,999
	2,0%	4,228	3,924	3,633	3,354	3,081	2,829	2,582	2,344	2,115
	2,5%	4,613	4,269	3,941	3,628	3,323	3,043	2,769	2,507	2,255
	3,0%	5,105	4,707	4,330	3,972	3,625	3,309	3,001	2,707	2,427
	3,5%	5,756	5,282	4,836	4,417	4,014	3,648	3,295	2,960	2,642
	4,0%	6,658	6,070	5,524	5,015	4,531	4,097	3,608	3,289	2,921
	4,5%	7,988	7,216	6,510	5,863	5,256	4,718	4,209	3,736	3,296
	5,0%	10,151	9,036	8,044	7,157	6,343	5,635	4,978	4,378	3,827

Ændringer i anlægs- og arbejdskapitalens omsætningshastigheder har stor indflydelse på værdiansættelsen. Den høje følsomhed fremgår af tabel 26. Øges omsætningshastigheden for anlægskapitalen eksempelvis med 0,03, ændres aktiekursen med over 10%.

Tabel 26: Følsomhedsanalyse på forudsætninger for omsætningshastigheder

Værdi per aktie		Arbejdskapitalens omsætningshastighed (Budgetperioden)								
		-6,80	-6,60	-6,40	-6,20	-6,00	-5,80	-5,60	-5,40	-5,20
Anlægskapitalens omsætningshastighed (Budgetperioden)	2,50	-0,392	0,005	0,427	0,876	1,355	1,868	2,416	3,006	3,641
	2,55	0,307	0,704	1,126	1,575	2,054	2,567	3,115	3,705	4,340
	2,60	0,979	1,376	1,798	2,247	2,726	3,239	3,787	4,377	5,012
	2,65	1,626	2,023	2,445	2,894	3,373	3,885	4,434	5,024	5,685
	2,67	1,878	2,275	2,697	3,146	3,625	4,137	4,686	5,276	5,910
	2,70	2,249	2,646	3,068	3,517	3,996	4,508	5,057	5,646	6,281
	2,75	2,849	3,246	3,668	4,117	4,596	5,108	5,657	6,247	6,881
	2,80	3,427	3,825	4,247	4,696	5,175	5,687	6,236	6,825	7,460
	2,85	3,986	4,383	4,805	5,254	5,733	6,246	6,794	7,384	8,019

Værdiansættelsen bygger på, at produktiviteten øges igennem stordriftsfordele på handling-omkostninger og flyafgifter. De to omkostningsposter repræsenterer ændringerne i CASK fra budgetteringen og viser tydeligt, hvor stor effekt marginale ændringer har i en branche med lave marginer. En nedbringelse af CASK på 0,001 kr. fordobler således aktiens værdi.

Tabel 27: Følsomhedsanalyse på forudsætninger for driftsomkostninger

Værdi per aktie		Fly og passagerafgifter / ASK (Budgetperioden)								
		-0,104	-0,103	-0,102	-0,101	-0,100	-0,099	-0,098	-0,097	-0,096
Handling+Catering / ASK (Budgetperioden)	-0,065	-9,897	-8,206	-6,516	-4,826	-3,136	-1,446	0,245	1,935	3,625
	-0,064	-8,206	-6,516	-4,826	-3,136	-1,446	0,245	1,935	3,625	7,006
	-0,063	-6,516	-4,826	-3,136	-1,446	0,245	1,935	3,625	7,006	8,696
	-0,062	-4,826	-3,136	-1,446	0,245	1,935	3,625	7,006	8,696	10,386
	-0,061	-3,136	-1,446	0,245	1,935	3,625	7,006	8,696	10,386	12,076
	-0,060	-1,446	0,245	1,935	3,625	7,006	8,696	10,386	12,076	13,767
	-0,059	0,245	1,935	3,625	7,006	8,696	10,386	12,076	13,767	15,457
	-0,058	1,935	3,625	7,006	8,696	10,386	12,076	13,767	15,457	17,147
	-0,057	3,625	7,006	8,696	10,386	12,076	13,767	15,457	17,147	18,837

En stor del af Cimber Sterlings omkostninger afhænger af udviklingen i valutakursen DKK/USD og prisen på flybrændstof. Positioner der ikke afdækkes af virksomheden. EBIT forventningerne til 2010/11-regnskabet er derfor særdeles følsomme overfor ændringer i valutakursen og prisen på brændstof. En ændring på +/-5% i prisen på flybrændstof giver en effekt på +/-16 mio. kr. på EBIT, mens en ændring på +/-5% i valutakursen påvirker EBIT +/- med 26 mio. kr. (Cimber Sterling, 2010a, s. 11).

Følsomhedsanalysen definerer en række usikkerheder i relation til den estimerede aktieværdi på 3,625 kr. Analysen viser, at små ændringer i forudsætningerne kan ændre værdiansættelsen væsentligt. Det er primært de operationelle nøgletal, der øger usikkerheden, mens værdiansættelsen er forholdsvis robust overfor ændringer i den fremtidige vækst.

6.4 Delkonklusion

De vægtede kapitalomkostninger indgår som primær parameter i de valgte værdiansættelsesmodeller, og omkostningen estimeres til 7,002%. Som primær værdiansættelsesmodel er anvendt residualindkomstmodellen, hvor Cimber Sterlings aktiekurs estimeres til 3,625 kr., hvilket giver en underestimering af aktiekursen på 34,76%. Til kontrol af den beregnede værdi er anvendt den tilbagediskonterede cash flow-model, da modellen ved ensartede forudsætninger giver samme aktiekurs. Ved brug af multipliet P/E er der beregnet en aktiekurs på 3,95 kr. Validiteten er dog relativ lav i denne beregning på grund af lav sammenlignelighed med den valgte peer-gruppe.

En værdiansættelse bør altid suppleres med en summarisk opgørelse af likvidationsværdien. Opgørelsen er ofte et rutinemæssigt *sanitetsjek*, men for virksomheder i økonomisk krise kan likvidation være et reelt alternativ, hvorfor metoden i sådanne tilfælde tillægges større værdi. Ved en frivillig likvidation af Cimber Sterling vil udbetalingen til ejerne udgøre 0,84 kr. per aktie.

Revisionspåtegningen på seneste årsrapport er afgivet med en supplerende oplysning, hvor der vurderes en betydelig risiko tilknyttet virksomhedens kapital- og likviditetsforhold i relation til den fortsatte drift. Værdiansættelsen er derfor suppleret med Damodarans tilbagediskonterede cash flow-model (DCF-model), hvor risikoen for virksomheden som non-going concern inddrages. Den klassiske DCF-model bygger på den antagelse, at virksomheden netop er going concern. Modellen beregner værdien af en Cimber Sterling aktie til 2,30 kr.

Subjektiviteten i enhver værdiansættelse behæfter de estimerede værdier med stor usikkerhed. Værdiansættelsen er derfor suppleret med en række følsomhedsanalyser. Holdbarheden er testet overfor ændringer i de vægtede kapitalomkostninger, den fremtidige vækst, de estimerede omsætningshastigheder og de anvendte forudsætninger for det fremtidige niveau af driftsomkostninger.

7 Konklusion

Cimber Sterling blev børsnoteret den 1. december 2009 til en introduktionskurs på 10 kr., mens aktien den 15. september 2010 blev handlet til 2,73 kr. En sjældent set negativ udvikling for en nyintroduceret virksomhed til handel på en effektiv markedsplads. Den negative udvikling i aktiekursen, en hård priskonkurrence samt en presset likviditet for virksomheden er de primære motivationsgrunde for udfærdigelsen af nærværende afhandling. Afhandlingen søger at afklare, om Cimber Sterling aktien pr. 15. september 2010 reflekterede aktiens reelle værdi.

Afhandlingens opbygning følger en klassisk struktur for værdiansættelse af en virksomhed. Der er således udført en række analyser, der danner grundlag for en budgettering af de fremtidige årsregnskaber, der bruges som input i sidste fase, hvor Cimber Sterling værdiansættes. Indledningsvist er et nærgående kendskab til virksomheden prioriteret, hvoraf de vigtigste hovedpunkter præsenteres for læseren i afhandlingens kapitel 2. Dette kapitel beskriver bl.a. virksomheden vision, strategi og forretningsmodel og yderligere sammensætningen af den nuværende flyflåde. Sterling-transaktionen, formålet med børsintroduktionen og udviklingen i passagertal for Cimber Sterling samt det danske- og europæiske marked beskrives ligeledes. Kapitlet afsluttes med en identifikation af de nærmeste konkurrenter, der indgår i en peer-gruppe, der finder anvendelse i såvel den strategiske- og historiske nøgletalsanalyse. Kapitel 2 giver således vigtig information omkring Cimber Sterling specifikt og luftfartsindustrien generelt til brug for den videre analyse.

I kapitel 3 er der udført en strategisk analyse i forhold til Cimber Sterling. Kapitlet er opbygget efter en *top-down approach*, hvor makrospecifikke forhold identificeres og diskuteres. De mest væsentlige omverdensfaktorer i forhold til luftfartsindustrien er identificeret til; risiko for nye skatter på indenrigsflyvning samt stor følsomhed overfor udsving i renteniveau, valutakurser og oliepriser. Cimber Sterling vælger som det eneste selskab i peer-gruppen ikke at afdække disse risici.

Næste skridt i den strategiske analyse er en analyse på brancheniveau, hvor luftfartindustrien og konkurrenceintensiteten kortlægges. Cimber Sterling besidder en mere diversificeret flyflåde end konkurrenterne, hvilket medfører lave enhedsomkostninger på korte ruter. En anden styrke for virksomheden er den høje vækst i både passagerer og kapacitet de senere år.

Ved købet af B737-certifikater fra Sterlings konkursbo blev det muligt at beflyve feriedestinationer, og Cimber Sterling har siden ekspanderet kraftigt inden for dette segment. Der er styrkemæssigt muligheder i dette forretningsområde, da der sker sæsonudjævning i forhold til virksomhedens øvrige forretningssegmenter.

Cimber Sterlings driftsomkostninger er markant højere end tilsvarende for de nærmeste konkurrenter. Afhandlingen indeholder en dybdegående analyse af de enkelte selskabers økonomiske præstationer i forhold til operationelle nøgletal. Denne analyse bidrager til en valid budgettering, da de anvendte budgetforudsætninger gøres realistiske i forhold til Cimber Sterling. Virksomhedens load factor er samtidig væsentlige lavere end konkurrenternes. Den valgte strategi, hvor der flyves såvel point-to-point og netværk eliminerer muligheden for at opnå omkostningsmæssige fordele. Virksomheden kæmper samtidig i en industri med høj priskonkurrence, hvor konkurrenternes generelt besidder et højt likviditetsberedskab.

Cimber Sterlings seneste årsrapport indeholder en supplerende oplysning, hvori regnskabsbrugerens opmærksomhed henledes til ledelsens omtale af kapital- og likviditetsforhold i relation til den fortsatte drift. Revisorerne vurderer således en betydelig risiko tilknyttet en eller faktorer i forhold til virksomhedens fortsatte drift.

Virksomhedens historiske regnskaber er reformuleret til brug for en historisk rentabilitetsanalyse. En analyse der viser en positiv udvikling i perioden 2006-2008, mens de to seneste regnskabsår byder på negative nøgletal. Egenkapitalens forrentning var i seneste regnskabsår -135%. En forrentning drevet af højere gearing og negative driftsresultater. Analysen viste endvidere et kortsigtet likviditetsbehov, og at såfremt børsmissionen ikke var gennemført, ville egenkapitalens forrentning i 2009/10 være på -444%.

Den strategiske analyse og den udførte rentabilitetsanalyse danner i afhandlingen grundlag for opstillingen af proforma-årsregnskaber i perioden 2011-2015. I budgetteringen bevares sammenhængen til de gennemførte analyser ved at estimere det fremtidige niveau i flynøgletal, hvoraf omsætningen afledes. Driftsomkostningerne er samtidig drevet af antal tilbagelagte kilometer og benchmarking mod konkurrenterne. Omsætnings- og omkostningsniveauet baseres derfor på den kommercielle og operationelle udvikling, hvoraf den finansielle præstation blot er en afledt effekt. Fremgangsmåden styrker validiteten i undersøgelsen betydeligt.

Cimber Sterling er værdiansat ved brug af en række modeller. Residualindkomstmodellen er anvendt som den primære model med en estimeret aktiekurs på 3,625 kr., hvorfor aktiekursen pr. værdiansættelsesdagen var undervurderet med 34,76%. Den estimerede værdi er således noget højere end handelskursen. Værdiansættelsen viser dog betydelige muligheder for at skabe bedre indtjening ved at øge eksempelvis load factoren og mindske omkostningsniveauet i forhold til konkurrenterne. En ekstern analytiker udtrykker det sådan " *Selskabet har et stort udviklingspotentiale, som vil kunne udfolde sig, når risikoprofilen er forbedret* (Svenssen, 2010)".

Fire dage efter værdiansættelsesdagen blev en aktie handlet til 4,00 kr., hvilket resulterer i en undervurdering i vores værdiansættelse på 10%. Volatiliteten i aktien er derfor stor. Ved slutning af indeværende afhandling blev en Cimber Sterling aktie handlet til 3,41 kr.³². Den tilbagediskonterede cash flow-model er anvendt til kontrol af residualindkomstmodellen, da modellen ved ensartede forudsætninger skal give samme værdi. Ved at udlede samme værdi er de indre sammenhænge i værdiansættelsen sikret.

Der er i tillæg til ovenstående metoder gennemført et sanitetstjek ved brug af multiplert P/E. Multipelberegningen medfører en aktiekurs på 3,95 kr., hvor validiteten dog vurderes lav på grund af manglen på en pålidelig peer-gruppe. En værdiansættelse bør specielt i en situation, hvor en virksomhed er økonomisk ustabil, suppleres med en opgørelse efter likvidationsmetoden. Ved en frivillig likvidation af virksomheden vurderes aktionærernes udbetaling til 0,847 kr. Modellen inddrages på grund af revisorernes supplerende oplysninger i relation til going concern og heraf følgelig den kortsigtede likviditetsmæssige situation.

Forudsætningerne anvendt ved de enkelte værdiansættelsesmodeller bygger naturligt på en række subjektive antagelser. Der er gennemført en følsomhedsanalyse, hvor en række af disse antagelser testes, herunder den fremtidige vækst, omkostningsniveauet og de vægtede kapitalomkostninger.

³² Lukkekurs den 16. december 2010.

8 Perspektivering

Plenborg anfører meget præcist, *"At værdiansættelse af en virksomhed er en kompliceret sag med mange subjektive elementer"* (Plenborg T. , 2002, s. 7). Der ligger følgelig en række antagelser til grund for værdiansættelsen af Cimber Sterling i indeværende afhandling. En række af disse antagelser belyses i dette afsnit. Nøglebegivenheder efter værdiansættelsesdagen med potentiel påvirkning på såvel den strategiske - og finansielle analyse anskueliggøres ligeledes.

Cimber Sterlings udvikling med en faldende egenkapital kombineret med stærk vækst er et tydeligt faresignal. Det betydelige likviditetsunderskud fra driften finansieres således ved en øget gældsandel. Det fremgår tydeligt, at Cimber Sterling er i betydelige likviditetsmæssige problemer. I værdiansættelsen er der imidlertid fastsat en konstant kapitalstruktur, hvori det implicit antages, at det kortsigtede likviditetspres afhjælpes. Det budgetterede underskud i værdiansættelsen på driften i 2011 på -65 mio. bidrager dog endvidere negativt til likviditeten og forudsættes i modellen dækket ved kapitalindskud fra ejerne til opretholdelse af kapitalstrukturen.

På værdiansættelsesdagen d. 15. september skriver CEO Jacob Krogsgaard, at *"Likviditetsberedskabet er blevet sikret ved en mellemfinansiering efter kvartalets afslutning, og jeg forventer at vores langsigtede styrkelse af kapitalgrundlag og likviditetsberedskab falder endeligt på plads i den nærmeste fremtid"*. Det er derfor kortlagt, hvilke tiltag der er gennemført siden udsendelsen af kvartalsmeddelelsen, der bidrager positivt til afhjælpning af det kortsigtede likviditetspres. Tiltag der vil bidrage til en bedre kapitalstruktur, hvilket alt andet lige styrker validiteten i vores subjektive antagelser i forhold til den fremtidige kapitalstruktur.

Der er gennemført to tiltag i forhold kapitalberedskabet. Den 1. oktober blev Askesky-lånet gennemført, hvilket bidrog med 86 mio. kr., mens der den 3. december blev indgået en sale-and-leaseback aftale omkring tre ATR-fly (Cimber Sterling, 2010f). Frasalget bidrog med en umiddelbar likviditetseffekt på 65. mio. kr. I selskabsmeddelelsen den 3. december fremgår det, at der vil ske yderligere refinansiering af flyflåden. Der er således gennemført en række tiltag, der bidrager til øget likviditet. Det bemærkes dog, at der på Askesky-lånet betales en relativ høj rente, mens det seneste frasalg af fly medførte et regnskabsmæssigt tab på 25 mio.

I forhold til eksempelvis konkurrenten Norwegian med en stærk likviditet påføres Cimber Sterling således øgede finansielle omkostninger og tab på materielle aktiver. Omkostninger og tab der følgelig skal dækkes gennem positive driftsresultater. En alternativ mulighed for at tilføre virksomheden yderligere likviditet er en ny aktieemission. Muligheden er tilgængelig, da lock-up-aftalen udløb den 2/12 2010.

9 Litteraturliste

Bøger

- Ansoff, H. (1985). *Corporate Strategy: An analytical approach to business policy for growth and expansion*. Penguin Books.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2006). *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. Stern School of Business.
- Elling, J.E. (2005). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang*. Gjellerup.
- Hanlon, P. (2007). *Global Airlines - Competition in a transnational industry*. Butterworth-Heinemann.
- Hanlon, P. (1999). *Global Airlines*. Butterworth-Heinemann.
- Koller, T. (2010). *Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc.
- McLoughlin, D. (2010). *Strategic Market Management: Global Perspectives*. John Wiley & Sons Ltd.
- Morrell, P. (2007). *Airline Finance*. Ashgate.
- Plenborg, T. (2008). *Regnskabsanalyse for beslutningstagere*. Thomson.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy*. Free Press.
- Sheth, J. (2007). *Deregulation and competition: Lessons from the Airline Industry*. SAGE Publications Pvt. Ltd.
- Sinha, D. (2001). *Deregulation and Liberalisation of the Airline Industry: Asia, Europe, North America and Oceania*. Ashgate Publishing.
- Stickney, C. P. (2007). *Financial reporting, financial statement analysis, and valuation : A strategic perspective*. Thomson South-Western.
- Sørensen, O. (2009). *Regnskabsanalyse og værdiansættelse - En praktisk tilgang*. Gjellerup.

Årsrapporter & Selskabsmeddelelser

- Boeing. (2010A). *The Boeing Company 2009 Annual Report*. Boeing.
- Børsprospekt (2009). *Børsprospekt - Cimber Sterling Group A/S*.
- Cimber Holding. (2006). *Årsrapport 2005/2006*.
- Cimber Sterling. (2007). *Årsrapport 2006/07*.
- Cimber Sterling. (2008). *Årsrapport 2007/08*.
- Cimber Sterling. (2009a). *Årsrapport 2008/09*.
- Cimber Sterling. (2009b). *Regnskab for 1. halvår*.
- Cimber Sterling (2009c). *Cimber Sterling planlægger børsnotering*.
- Cimber Sterling. (2010a). *Årsrapport 2009/10*.
- Cimber Sterling. (2010b). *Delårsrapport 1. kvartal*.
- Cimber Sterling. (2010c). *Regnskab for 1. halvår*.
- Cimber Sterling. (2010d). *Selskabsmeddelelse nr. 3 - Ændring i bestyrelsen*.
- Cimber Sterling. (2010e). *Selskabsmeddelelse nr. 7 - Familien bag Cimber Sterling Group A/S frigøres delvist fra lock up forpligtelse og sælger yderligere aktier til Karsten Ree*.
- Cimber Sterling. (2010f). *Selskabsmeddelelse nr. 24 - 2010/2011 - Cimber styrker yderligere sin likviditet*.
- Cimber Sterling. (2010g). *Selskabsmeddelelse nr. 25 - Cimber Sterling implementerer første del af Odin og Thor-projekterne*.
- Cimber Sterling. (2010h). *Selskabsmeddelelse nr. 27- Nedjustering i 2009/10, væsentlige resultatforbedring i 2010/11*.
- Cimber Sterling. (2010i). *Selskabsmeddelelse nr. 28 - Cimber Sterling reducerer personaleomkostninger*.
- easyJet. (2010). *Full year results - Analyst and investor presentation*.
- Norwegian Air Shuttle. (2009). *Annual Report*.
- RyanAir Holding plc. (2009). *Annual Report & Financial Statements*.
- SAS Group. (2009). *The SAS Group Annual report*.

Rapporter og Notater

- Airbus. (2009). *Flying smart, thinking big - Global Market Forecast*.
- Boeing. (2010C). *Boeing Commercial Airplanes and the Environment*. Lokaliseret den 2. november 2010 på <http://www.boeing.com/commercial/environment/>
- Boeing. (2010B). *Current market Outlook*. Boeing.
- Buyck, C. (2010). *World Airport Report*. ATW/Arthur D. Little.
- COWI. (2004). *Luftfarten i Skandinavien - værdi og betydning*. COWI.
- Datamonitor. (2010). *Airlines in Denmark*. Datamonitor.
- Deloitte. (2009). *Delårsrapporter- Ændringer med virkning for kvartalsrapporter for 1. kvartal 2009*. Deloitte .
- European Commission. (2010). *Emission Trading System (EU ETS)*. Lokaliseret den 3. november 2010 på http://ec.europa.eu/clima/policies/ets/index_en.htm
- Euromonitor International. (2009). *Consumer Lifestyles - Denmark*. Euromonitor International.
- Euromonitor International. (2010). *Ryanair Holdings Plc in Travel and Tourism - World*. Euromonitor International.
- IATA. (1944). *Convention on International Civil Aviation*. Lokaliseret den 20. oktober 2010 på <http://www.icao.int/icaonet/dcs/7300.html>
- IATA. (2006). *The Economic Impact of Air Service Liberalization*. Lokaliseret den 20. september 2010 på http://www.iata.org/whatwedo/Documents/economics/liberalization_air_transport_study_30may06.pdf
- IATA. (2010). *Fuel Price Analysis*. Lokaliseret den 20. november 2010 på http://www.iata.org/whatwedo/economics/fuel_monitor/Pages/price_analysis.aspx
- Kristiansen. (2009). *Beslutningsforløb for store trafik anlæg i Danmark*. Aalborg Universitet.
- Miljøministeriet. (2007). *EU Emission Trading System og konsekvenser for dansk luftfart*. Miljøministeriet.
- Nationalbanken. (2010). *Kvartaloversigt, 3. kvartal*. Nationalbanken.
- Nationalbanken. (2003). *Risikopræmier på aktier*. Lokaliseret den 1. december 2010 på [http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopraemien_paa_aktier/\\$file/2003_kvo1_ris73.pdf](http://www.nationalbanken.dk/C1256BE2005737D3/side/Risikopraemien_paa_aktier/$file/2003_kvo1_ris73.pdf)
- Plenborg, T. (2002). *Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder eller virksomhedsandele*. Thomson.
- Statens Luftfartsvæsen. (2010). *Rapport om De større danske provinslufthavn*.
- Svenssen, L. (2010). *Analyse af Cimber Sterling Group A/S*. Aktieinfo.
- Transport- og Energiministeriet. (2005). *Dansk luftfart 2015 - muligheder og udfordringer*.
- Transport- og Energiministeriet. (2006). *Rapport om fastsættelse af lufthavnstakster i Danmark*.
- Transportministeriet. (2010). *Rapport om De større danske provinslufthavne - resume af høringssvar*.
- United States Government Accountability Office. (2009). *Aviation and Climate Change*.
- Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2010). *Lov om midlertidig statsgaranti for udlån til visse rejseudbydere og rejseformidlere*.

Artikler fra tidsskrifter

- Benmelech, E. (2008). *Liquidation Values and the Credibility of Financial Contract Renegotiation: Evidence from U.S. Airlines*. The Quarterly Journal of Economics. S.1635-1677.
- Bris, E. (2006). *The Costs of Bankruptcy: Chapter 7 Liquidation versus Chapter 11 Reorganization*. The Journal of Finance. S. 1253-1303.
- Burgstahler, D. (1997). *Earnings management to avoid earnings decreases and losses*. Journal of Accounting and Economics. S. 99-126.
- Cappel, S. (2003). *Strategic Group Performance in the Commercial Airline Industry*. Journal of Management Research. S. 53-60.
- Hayn, C. (1995). *The Information Content of Losses*. Journal of Accounting and Economics. Volume 20, issue 2. S.125-153.
- John, M. (2008). *Single vs. Multiple Discount Rates: How to Limit*. Journal of Applied Corporate Finance. Volume 20, issue 2. S. 79-83.
- Liu, C. (2000). *Exploring the factors associated with Web site success in the context of electronic commerce*. Information Management. Volume 38. S. 23-33.

Plenborg, T. (2000). *Residualindkomstmodellen Biler den tilbagediskonterede cash flow model?*. Ledelse og Erhvervsøkonomi/Handelsvidenskabeligt Tidsskrift/Erhvervsøkonomisk Tidsskrift. S. 244-257.

Voltes-Dorta, (2008). *International Airports: Economies of Scale and Marginal Costs*. Journal of the Transportation Research Forum. Vol. 47. No. 1. S. 5-22

Wright, P. (1990). *Strategic Profiles, Market Share and Business Performance*. Industrial Management. S. 23-28.

Artikler fra websider

Beierholm.dk (2010). *Likvidation*. Lokaliseret den 15. december 2010 på <http://www.beierholm.dk/publikationer/kort-og-godt/likvidation.html>

Berlingske.dk (2005). *Skat på flybrændstof et skridt nærmere*. Lokaliseret den 20. oktober 2010 på <http://www.berlingske.dk/danmark/skat-paa-flybraendstof-et-skridt-naermere>

Borsen.dk (2009a). *Cimber har solgt sminket lig*. Lokaliseret den 10. september 2010 på http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/172763/boersekspert_cimber_har_solgt_sminket_lig.htm

Borsen.dk (2010a). *Norwegian udnytter Transavias fiasko*. Lokaliseret den 22. september 2010 på http://borsen.dk/nyheder/transport/artikel/1/191584/norwegian_udnytter_transavias_fiasko.html

Borsen.dk (2010b). *Cimber mister erfaren luftfartsmand*. Lokaliseret den 20. oktober 2010 på http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/185989/cimber_mister_erfaren_luftfartsmand.html

Borsen.dk (2010c). *Analytiker: Ekstremt svære udsigter for Cimber*. Lokaliseret den 1. december 2010 på http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/190366/analytiker_ekstremt_svaere_udsigter_for_cimber.htm

Borsen.dk (2010d). *N.E. Nielsen trækker sig fra Cimbers formandspost*. Lokaliseret den 23. oktober 2010 på http://borsen.dk/nyheder/karriere/artikel/1/189286/ne_nielsen_traekker_sig_fra_cimbers_formandspost.html

Borsen.dk (2010e). *Cimber-glæde over konkurrents exit*. Lokaliseret den 22. september 2010 på http://borsen.dk/nyheder/transport/artikel/1/191579/cimber-glaede_over_konkurrents_exit.html

Borsen.dk (2010f). *Cimber overvejer frasalg af tre enheder*. Lokaliseret den 17. september 2010 på http://borsen.dk/nyheder/investor/artikel/1/191421/cimber_overvejer_frasalg_af_tre_enheder.html

Business.dk (2010a). *Transavia-exit koster 150 danske job*. Lokaliseret den 24. november 2010 på <http://www.business.dk/transport/transavia-exit-koster-150-danske-job>

Business.dk (2010b). *Norwegian vil flyve dagligt til Bangkok*. Lokaliseret den 26. november 2010 på <http://www.business.dk/transport/norwegian-vil-flyve-dagligt-til-bangkok>

Business.dk (2010c). *Ryanair åbner 118 nye ruter og skrotter Danmark*. Lokaliseret den 28. november 2010 på <http://www.business.dk/transport/ryanair-aabner-118-nye-ruter-og-skrotter-danmark>

dr.dk/nyheder (2010a). *Eksperter: Flypriser falder næste år*. Lokaliseret den 29. november 2010 på <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/10/22/070110.html>

dr.dk/nyheder (2010b). *Priskrig får jyderne i luften*. Lokaliseret den 5. november 2010 på <http://www.dr.dk/Nyheder/Indland/2010/10/30/210304.htm>

dr.dk/nyheder (2010c). *Karsten Ree redder Cimber Sterling*. Lokaliseret den 5. november 2010 på <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2010/09/03/093251.htm?rss=true>

epn.dk (2010). *Stadig kun en kunde i ny lavpristerminal i Kastrup*. Lokaliseret den 26. november 2010 på <http://epn.dk/brancher/transport/luft/article2195748.ece>

finans.tv2.dk (2009a). *Star Tour dropper SAS fra Billund*. Lokaliseret den 23. november 2010 på <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id=20507937>

finans.tv2.dk (2009b). *SAS: Sænket kreditvurdering påvirker låneomkostninger fremover*. Lokaliseret den 1. december 2010 på <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php/sas-s%C3%A6nket-kreditvurdering-p%C3%A5virker-l%C3%A5neomkostninger-fremover/?id=26352577>

guardian.uk (2005). *Airlines warn on fuel tax meltdown*. Lokaliseret den 20. november 2010 på <http://www.guardian.co.uk/business/2005/feb/07/environment.theairlineindustry>

Københavns Lufthavne (2008). *Norwegian udvider sin base i CPH*. Lokaliseret den 10. september 2010 på <http://www.cph.dk/CPH/DK/PRESSE/Nyheder/2008/Norwegian+udvider.htm>

Københavns Lufthavne (2010). *Københavns Lufthavn åbner "CPH Go"*. Lokaliseret den 2. november 2010 på <http://www.cph.dk/CPH/DK/PRESSE/Nyheder/2010/CPH+Go+indvielse.htm>

Politiken.dk (2007). *SAS ramt af strejker 137 gange på 17 år*. Lokaliseret den 25. november 2010 på <http://politiken.dk/erhverv/article293036.ece>

SAS.dk (2006). *Ny salgs- og marketingsdirektør med tung brancheerfaring til SAS*. Lokaliseret den 27. oktober 2010 på <http://www.sas.dk/da/Om-SAS-Danmark2/Presserum/Nyhedsarkiv/Ny-salgs--og-marketingdirektor-med-tung-brancheerfaring-til-SAS/?vst=true>

SAS.dk (2009). *Ny strategi for SAS, Core SAS*. Lokaliseret den 28. november 2010 på http://www.sas.dk/da/Misc_Container_Page/unconnected-pages/Nyt-om-erhvervsrejser/Arkiv-Erhvervsrejser/Ny-strategi-for-SAS-Core-SAS/

Hjemmesider

www.cimber.dk
www.bloomberg.com
www.easyjet.com
www.norwegian.com
www.nationalbanken.dk
www.reuters.com
www.ryanair.com
www.sas.dk
www.slv.dk
www.statistikbanken.dk

Bilag 1 – Definitions- og Ordliste

ASK: Available Seat Kilometres, antallet af tilgængelige sæder multipliceret med den tilbagelagte strækning i kilometer.

Askesky: Skyen der opstod som følge af vulkanudbruddet på Island og lukkede store dele af det europæiske luftrum.

Askesky-lånet: Statslig hjælpepakke til luftfartsindustrien som følge af askeskyen (Lov nr. 593)

CASK: Cost per Average Seat Kilometres. Driftsomkostninger i forhold til ASK.

Charter/ACMI: Aircraft Crew Maintenance Insurance. Flyvninger gennemført for andre kunder med hel-chartrede fly eller fly lejet på wet lease-basis.

Code Share: Henviser til en praksis, hvor en flyrute, der opereres af et luftfartsselskab under egen kode (operating carrier), samtidig markedsføres som en flyvning med et eller flere andre luftfartsselskabers kode (marketing carriers)

GDS: Global Distribution System. Betegnelse for verdensomspændende bookingsystemer som Amadeus, Galileo og Worldspan m.fl., der benyttes af luftfartselskaber, rejsebureauer og større virksomheder til at reservere flyafgange, hotelværelser m.v.

Hub: Betegnelse for lufthavn, der anvendes som transfer point af luftfartsselskaber til at få deres passagerer til deres endelige destination.

Interline: En aftale mellem to luftfartsselskaber angående flyrejser, hvor den samme billet dækker en eller flere strækninger fløjet af forskellige luftfartsselskaber, og hvor bagagen kan checkes igennem til slutdestinationen.

LCC: Low Cost Carrier – luftfartsselskaber med relativt lave operationelle omkostninger, der tilbyder relativt billige flyrejser, men som omvendt har skåret flere traditionelle passager-services bort.

Load factor: Forholdet mellem Revenue Passenger Kilometres (RPK) og Available Seat Kilometres (ASK).

Netværksselskab: Luftfartsselskab, hvis forretningsmodel indebærer at tilbyde sine passagerer tilslutning til videregående trafik fra egne og andres ruter. Typiske netværksselskaber er de traditionelle nationale luftfartsselskaber som f.eks. British Airways, SAS, Lufthansa etc.

Point-to-point: Enkelt destinationsruter, hvorfra der ikke er viderebeflyvning.

RASK: Revenue per Average Seat Kilometres, Samlede indtægter ved passagerbefordring, charter og ACMI i forhold til ASK.

RPK: Revenue Passenger Kilometres, antallet af betalende passagerer multipliceret med den tilbagelagte strækning i kilometer.

Slots: Forudbetalte afgangs- og landingstidspunkter.

Yield: Samlede indtægter ved passagerbefordring for egen produktion i forhold til antal fløjne passagerkilometer (RPK). Gennemsnitlig billetindtægt pr. fløjet kilometer.

Wet lease: En leasingaftale, hvor udlejer bærer alle omkostninger til fly, besætning, vedligeholdelse og forsikring.

Bilag 2 – Operationel Benchmark

	Ryanair	easyJet	Norwegian	Cimber Sterling	SAS
Omsætning (Flytrafik)	22.270	26.130	6.683	1.484	30.810
ASK ('000.000)	86.052	62.945	13.555	2.623	39.934
RPK ('000.000)	72.165	56.128	10.602	1.733	29.025
RASK (DKK)	0,26	0,42	0,49	0,57	0,77
CASK (DKK)	0,22	0,36	0,43	0,57	0,90
Load factor	83,9%	89,2%	78,2%	66,1%	72,7%
Yield	0,31	0,47	0,63	0,86	1,06
Passagerer	66.500.000	48.800.000	10.800.000	2.307.000	26.967.000
Total Medarbejdere	7.038	7.400	1.900	820	18.786
DKK ('000.000)					
Driftsomkostninger	19.273	22.715	5.810	1.485	35.857
Personaleomkostninger	2.497	2.953	1.213	443	14.697
Catering og handling omk.	-	2.412	673	179	2.412
Passager- og flyafgifter	3.422	4.656	966	324	3.592
Brændstofomkostninger	6.260	6.446	1.325	204	6.276
Vedligeholdelses omk.	641	1.554	614	179	2.399
Valutakurser pr. værdiansættelsesdagen	EUR/DKK	GBP/DKK	NOK/DKK	DKK/DKK	SEK/DKK
brugt til omregning	7,4529	8,7888	0,931	1	0,8166

Bemærk: Der tages udgangspunkt i omsætning genereret fra flytrafik for at sikre et validt sammenligningsgrundlag. Af samme årsag er driftsomkostningerne opgjort anderledes. Driftsomkostninger omfatter her omkostninger til: Personale, brændstof, catering og handling, vedligeholdelse, regnskabsmæssig sikring, øvrige omkostninger der er klassificeret som driftsomkostninger samt fly- og passagerafgifter. Det er desuden total ASK, der benyttes, og ikke kun ASK for egne passagerer som det er tilfældet i kapitel 2. Cimber Sterlings nøgletal kan derfor ikke umiddelbart sammenlignes med de opgjorte i kapitel 2.

Bilag 3 – Egenkapitalopgørelse

DKK ('000)	Aktiekapital	Overkurs ved emission	Sikrings-transaktioner	Overført resultat	I alt
Egenkapital 30. april 2005	600	30.652	0	126.245	157.497
Årets totalindkomst	0	0	0	4.085	4.085
Egenkapital 1. maj 2006	600	30.652	0	130.330	161.582 T
Ændring af regnskabs regnskabspraksis	0	0	0	14.491	14.491
Egenkapital 1. maj 2006 efter ændring	600	30.652	0	144.821	176.073 T
Årets totalindkomst	0	0	1.052	25.845	26.897
Egenkapital 30. april 2007	600	30.652	1.052	170.666	202.970 T
Årets totalindkomst	0	0	-13.464	56.007	42.543
Acontoudlodning	0	0	0	-45.000	-45.000 E
Omkostninger i forbindelse med Acontoudlodning	0	0	0	-80	-80 E
Egenkapital 30. april 2008	600	30.652	-12.412	181.593	200.433 E
Årets totalindkomst	0	0	20.870	-58.925	-38.055
Egenkapital 30. april 2009	600	30.652	8.458	122.668	162.378 T
Konvertering af aktier	17.400	-17.400	0	0	0
Kapitalforhøjelse	27.500	247.500	0	0	275.000 E
Emissionsomkostninger	0	-13.297	0	0	-13.297 E
Skat af emissionsomkostninger	0	72	0	0	72 E
Årets totalindkomst	0	0	-8.458	-228.551	-237.009 E
Egenkapital 30. april 2010	45.500	247.527	0	-105.883	187.144 T

T= Totalindkomst

E= Transaktion med ejerne

Bilag 4 – Reformuleret Egenkapitalopgørelse

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Egenkapital pr. 1.maj	157.497	176.073	202.970	200.433	162.378
Transaktion med ejerne					
Acontoudlodning			-45.000		
Omkostninger i forbindelse med acontoudlodning			-80		
Kapitalforhøjelse					275.000
Emmissionsomkostninger					-13.297
Skat af emmissionsomkostninger					72
Transaktion med ejerne i alt	0	0	-45.080	0	261.775
Totalindkomst					
Årets resultat	4.082	25.845	56.007	-58.925	-228.551
Ændring af regnskabspraksis	14.491				
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	3	1.052	-13.390	49.945	-11.280
Værdireguleringer, overført til produktionsomkostninger			-4.211	-22.119	
Skat af værdiregulering			4.137	-6.956	2.822
Totalindkomst i alt	18.576	26.897	42.543	-38.055	-237.009
Egenkapital pr. 30. april	176.073	202.970	200.433	162.378	187.144

Bilag 5 – Resultatopgørelse

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Nettoomsætning	830.612	970.791	1.148.192	1.297.757	1.551.222
Driftsomkostninger	-469.986	-471.021	-549.151	-673.504	-994.790
Andre eksterne omkostninger	-37.112	-47.865	-59.781	-72.103	-108.908
Personaleomkostninger	-264.369	-288.790	-356.472	-401.771	-442.579
Andre driftsindtægter	0	0	44.854	0	0
Resultat af primær drift før leasing- omkostninger og af- og nedskrivninger (EBITDAR)	59.145	163.115	227.642	150.379	4.945
Leasingomkostninger	0	-63.930	-69.908	-58.257	-117.303
Af- og nedskrivninger	-47.588	-45.591	-84.191	-93.841	-115.532
Resultat af primær drift før særlige poster	11.557	53.594	73.543	-1.719	-227.890
Særlige poster	0	0	0	0	-66.447
Resultat af primær drift (EBIT)	11.557	53.594	73.543	-1.719	-294.337
Finansielle indtægter	13.443	6.231	32.585	1.472	6.702
Finansielle omkostninger	-25.162	-24.042	-36.840	-78.888	-21.100
Resultat før skat (EBT)	-162	35.783	69.288	-79.135	-308.735
Skat af årets resultat	4.244	-9.938	-13.281	20.210	80.184
Årets resultat	4.082	25.845	56.007	-58.925	-228.551
Effektiv skatteprocent	-2619,8%	-27,8%	-19,2%	-25,5%	-26,0%

Bilag 6 – Reformuleret Resultatopgørelse

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Nettoomsætning	830.612	970.791	1.148.192	1.297.757	1.551.222
Flybrændstof		-91.574	-122.284	-148.452	-204.027
Flyvedligeholdelse		-70.439	-78.577	-143.904	-179.121
Passager- og flyafgifter		-125.794	-154.381	-176.167	-323.628
Handling og catering		-81.376	-84.581	-113.399	-179.239
Øvrige omkostninger		-101.838	-109.328	-91.582	-108.775
(Sub) Driftsomkostninger i alt	-469.986	-471.021	-549.151	-673.504	-994.790
Andre eksterne omkostninger	-37.112	-47.865	-59.781	-72.103	-116.708
Personaleomkostninger	-264.369	-288.790	-356.472	-401.771	-442.579
EBITDAR	59.145	163.115	182.788	150.379	-2.855
Leasingomkostninger	-	-63.930	-69.908	-58.257	-117.303
EBITDA	59.145	99.185	112.880	92.122	-120.158
Af- og nedskrivninger	-50.924	-46.825	-74.024	-92.314	-105.358
EBIT	8.221	52.360	38.856	-192	-225.516
Skatteeffekt	-	-14.542	-7.448	49	58.571
Driftsresultat fra salg (efter skat)	8.221	37.818	31.408	-143	-166.945
Avance/tab ved salg af materielle anlægsaktiver	3.336	1.234	-10.167	-1.527	-10.174
Særlige poster	-	-	44.854	-	-58.647
Andet driftsresultat før skat	3.336	1.234	34.687	-1.527	-68.821
Skatteeffekt	-	-343	-6.649	390	17.874
Andet driftsresultat (efter skat)	3.336	891	28.038	-1.137	-50.947
Regulering som følge af nedsættelse af skatteprocenten	4.244	-	-	-	-
Gevinst/tab på sikringsinstrumenter	3	1.052	-13.464	20.870	-8.458
Ændring af regnskabspraksis	14.491	-	-	-	-
Dirty Surplus Total	18.738	1.052	-13.464	20.870	-8.458
Driftsresultat efter skat	30.295	39.761	45.982	19.590	-226.350
Finansielle indtægter	13.443	6.231	32.585	1.472	6.702
Finansielle omkostninger	-25.162	-24.042	-36.840	-78.888	-21.100
Netto finansielle poster	-11.719	-17.811	-4.255	-77.416	-14.398
Skat af finansielle poster	-	4.947	816	19.771	3.739
Netto finansielle poster efter skat	-11.719	-12.864	-3.439	-57.645	-10.659
Totalindkomst	18.576	26.897	42.543	-38.055	-237.009

Bilag 7 – Balance, Aktiver

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Langfristede aktiver					
Immaterielle aktiver					
Varemærker	-	-	-	5.081	4.554
Rettigheder	-	-	-	4.627	4.169
Udviklingsprojekter	2.162	1.729	1.793	1.451	1.818
	2.162	1.729	1.793	11.159	10.541
Materielle aktiver					
Grunde og bygninger	16.521	16.707	16.871	15.609	18.206
Indretning i lejede lokaler	717	-	-	-	-
Fly og flydele	504.104	569.567	759.470	731.969	689.671
Andet driftsmateriel og inventar	7.495	8.494	16.468	19.091	21.473
Materielle aktiver under udførelse	684	1.435	2.476	9.080	1.129
	529.521	596.203	795.285	775.749	730.479
Andre langfristede aktiver					
Deposita og andre tilgodehavender	14.348	16.956	8.615	20.462	25.836
Udskudt skat	-	-	-	-	31.264
	14.348	16.956	8.615	20.462	57.100
Langfristede aktiver i alt	546.031	614.888	805.693	807.370	798.120
Kortfristede aktiver					
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer	98.815	45.652	60.834	82.145	80.248
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer	103.829	138.845	137.956	123.184	125.740
Afledte finansielle instrumenter	-	1.052	-	-	-
Tilgodehavende selskabsskat	488	183	93	5	2
Andre tilgodehavender	13.192	16.103	33.437	50.113	29.774
Forudbetalte omkostninger	-	6.264	4.752	22.985	19.450
Værdipapirer	30.655	26.228	1.066	128	4.075
Likvide beholdninger	25.805	25.565	1.814	4.282	57.140
Periodeafgrænsningsposter	22.912	-	-	-	-
Igangværende arbejder for fremmed regning	1.347	-	-	-	-
Kortfristede aktiver i alt	297.043	259.892	239.952	282.842	316.429
Aktiver i alt	843.074	874.780	1.045.645	1.090.212	1.114.549

Bilag 7 – Balance, Passiver

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Egenkapital					
Aktiekapital	600	600	600	600	45.500
Overkurs ved emission	30.652	30.652	30.652	30.652	247.527
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-	1.052	-12.412	8.458	-
Overført resultat	130.330	170.666	181.593	122.668	-105.883
Egenkapital i alt	161.582	202.970	200.433	162.378	187.144
Forpligtelser					
Langfristede forpligtelser					
Udskudt skat	40.372	55.897	65.012	51.762	-
Hensatte forpligtelser	51.947	51.947	-	750	15.650
Prioritetsgæld	8.147	6.914	7.378	20.210	21.595
Kreditinstitutter	256.204	217.681	354.762	350.837	291.272
Leasing-forpligtelser	51.776	45.520	38.762	31.462	22.390
Øvrige rentebærende forpligtelser	-	-	-	-	3.900
Langfristede forpligtelser i alt	408.446	377.959	465.914	455.021	354.807
Kortfristede forpligtelser					
Prioritetsgæld	-	1.253	1.012	1.596	2.021
Kreditinstitutter	39.644	28.966	55.857	59.523	59.521
Driftskredit, kreditinstitutter	15.414	22.968	33.434	12.964	-
Leasing-forpligtelser	-	6.256	6.758	7.300	8.288
Afledte finansielle instrumenter	-	-	16.546	-	-
Modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter	312	34.736	90.221	177.527	265.120
Leverandører af varer og tjenesteydelser	83.428	78.496	83.673	102.117	99.280
Anden gæld	134.248	121.176	91.797	106.914	119.396
Hensatte forpligtelser	-	-	-	4.872	18.973
Kortfristede forpligtelser i alt	273.046	293.851	379.298	472.813	572.599
Forpligtelser i alt	681.492	671.810	845.212	927.834	927.406
Passiver i alt	843.074	874.780	1.045.645	1.090.212	1.114.550

Bilag 8 – Reformuleret Balance (1 af 2)

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Varemærker	-	-	-	5.081	4.554
Rettigheder	-	-	-	4.627	4.169
Udviklingsprojekter	2.162	1.729	1.793	1.451	1.819
Grunde og bygninger	16.521	16.707	16.871	15.609	18.206
Indretning i lejede lokaler	717	-	-	-	-
Fly og flydele	504.104	569.567	759.470	731.969	689.671
Andet driftsmateriel og inventar	7.495	8.494	16.468	19.091	21.473
Materielle aktiver under udførelse	684	1.435	2.476	9.080	1.129
Deposita og andre tilgodehavender	14.348	16.956	8.615	20.462	25.836
Udskudt skatteaktiv	-	-	-	-	31.264
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer	98.815	45.652	60.834	82.145	80.248
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer	103.829	138.845	137.956	123.184	125.740
Afledte finansielle instrumenter	-	1.052	-	-	-
Tilgodehavende selskabsskat	488	183	93	5	2
Andre tilgodehavender	13.192	16.103	33.437	50.113	29.774
Forudbetalte omkostninger	-	6.264	4.752	22.985	19.450
Periodeafgrænsningsposter	22.912	-	-	-	-
Igangværende arbejder for fremmed regning	1.347	-	-	-	-
Driftsaktiver i alt	786.614	822.987	1.042.765	1.085.802	1.053.335
Udskudt skattepassiv	40.372	55.897	65.012	51.762	-
Hensatte forpligtelser	51.947	51.947	-	750	15.650
Afledte finansielle instrumenter	-	-	16.546	-	-
Modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter	312	34.736	90.221	177.527	265.120
Leverandører af varer og tjenesteydelser	83.428	78.496	83.673	102.117	99.280
Anden gæld	134.248	121.176	91.797	106.914	119.396
Hensatte forpligtelser	-	-	-	4.872	18.973
Driftsforpligtelser i alt	310.307	342.252	347.249	443.942	518.419
Netto driftsaktiver	476.307	480.735	695.516	641.860	534.916

Bilag 8 – Reformuleret Balance (2 af 2)

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Værdipapirer	-30.655	-26.228	-1.066	-128	-4.075
Likvide beholdninger	-25.805	-25.565	-1.814	-4.282	-57.140
Prioritetsgæld	8.147	6.914	7.378	20.210	21.595
Kreditinstitutter	256.204	217.681	354.762	350.837	291.272
Leasing-forpligtelser	51.776	45.520	38.762	31.462	22.390
Øvrige rentebærende forpligtelser	-	-	-	-	3.900
Prioritetsgæld	-	1.253	1.012	1.596	2.021
Kreditinstitutter	39.644	28.966	55.857	59.523	59.521
Driftskredit, kreditinstitutter	15.414	22.968	33.434	12.964	-
Leasing-forpligtelser	-	6.256	6.758	7.300	8.288
Netto finansielle forpligtelser i alt	314.725	277.765	495.083	479.482	347.772
Aktiekapital	600	600	600	600	45.500
Overkurs ved emission	30.652	30.652	30.652	30.652	247.527
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	-	1.052	-12.412	8.458	-
Overført resultat	130.330	170.666	181.593	122.668	-105.883
Koncernegenkapital	161.582	202.970	200.433	162.378	187.144

Bilag 9 – Arbejds- og Anlægs kapital

DKK ('000)	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Arbejdskapital					
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer	98.815	45.652	60.834	82.145	80.248
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer	103.829	138.845	137.956	123.184	125.740
Tilgodehavende selskabsskat	488	183	93	5	2
Andre tilgodehavender	13.192	16.103	33.437	50.113	29.774
Forudbetalte omkostninger	0	6.264	4.752	22.985	19.450
Periodeafgrænsningsposter	22.912	0	0	0	0
Igangværende arbejder for fremmed regning	1.347	0	0	0	0
Hensatte forpligtelser	0	0	0	-4.872	-18.973
Modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter	-312	-34.736	-90.221	-177.527	-265.120
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-83.428	-78.496	-83.673	-102.117	-99.280
Anden gæld	-134.248	-121.176	-91.797	-106.914	-119.396
Total Arbejdskapital	22.595	-27.361	-28.619	-112.998	-247.555
Anlægs kapital					
Udskudt skatteaktiv	0	0	0	0	31.264
Udskudt skattepassiv	-40.372	-55.897	-65.012	-51.762	0
Varemærker	0	0	0	5081	4554
Rettigheder	0	0	0	4627	4169
Udviklingsprojekter	2.162	1.729	1.793	1.451	1.819
Grunde og bygninger	16.521	16.707	16.871	15.609	18.206
Indretning i lejede lokaler	717	0	0	0	0
Fly og flydele	504.104	569.567	759.470	731.969	689.671
Andet driftsmateriel og inventar	7.495	8.494	16.468	19.091	21.473
Materielle aktiver under udførelse	684	1.435	2.476	9.080	1.129
Deposita og andre tilgodehavender	14.348	16.956	8.615	20.462	25.836
Afledte finansielle instrumenter	0	1.052	0	0	0
Afledte finansielle instrumenter	0	0	-16.546	0	0
Hensatte forpligtelser	-51.947	-51.947	0	-750	-15.650
Total Anlægs kapital	453.712	508.096	724.135	754.858	782.471

Bilag 10 – Rentabilitetsanalyse (1 af 2)

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Niveau 1: Finansiering- og driftsaktiviteter					
ROE	11,50%	14,76%	21,09%	-20,98%	-135,62%
ROIC	6,36%	8,31%	7,82%	2,93%	-38,47%
Drivere for finansiel gearing					
Netto finansielle omkostninger ®	3,72%	4,34%	0,89%	11,83%	2,58%
SPREAD	2,64%	3,97%	6,93%	-8,90%	-41,05%
FGEAR	1,948	1,625	1,916	2,686	2,367
ROE-ROIC	5,14%	6,45%	13,27%	-23,91%	-97,15%
Niveau 2: Drivere af driftsmæssig rentabilitet					
ROIC	6,36%	8,31%	7,82%	2,93%	-38,47%
OG	3,65%	4,10%	4,00%	1,51%	-14,59%
AOH	1,744	2,029	1,952	1,941	2,636
Niveau 3: OG-drivere					
Nettoomsætning	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Flybrændstof		-9,43%	-10,65%	-11,44%	-13,15%
Flyvedligeholdelse		-7,26%	-6,84%	-11,09%	-11,55%
Passager- og flyafgifter		-12,96%	-13,45%	-13,57%	-20,86%
Handling og catering		-8,38%	-7,37%	-8,74%	-11,55%
Øvrige omkostninger		-10,49%	-9,52%	-7,06%	-7,01%
Driftsomkostninger	-56,58%	-48,52%	-47,83%	-51,90%	-64,13%
Andre eksterne omkostninger	-4,47%	-4,93%	-5,21%	-5,56%	-7,52%
Personaleomkostninger	-31,83%	-29,75%	-31,05%	-30,96%	-28,53%
Leasingomkostninger	0,00%	-6,59%	-6,09%	-4,49%	-7,56%
Af- og nedskrivninger	-6,13%	-4,82%	-6,45%	-7,11%	-6,79%
OG salg før skat	0,99%	5,39%	3,38%	-0,01%	-14,54%
Skatteomkostning på OG _{salg}	0,00%	-1,50%	-0,65%	0,00%	3,78%
OG _{salg} (efter skat)	0,99%	3,90%	2,74%	-0,01%	-10,76%
OG andre poster (efter skat)	2,15%	0,20%	1,27%	1,52%	-3,83%
OG	3,14%	4,10%	4,00%	1,51%	-14,59%

Bilag 10 – Rentabilitetsanalyse (2 af 2)

	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10
Niveau 3: AOH-drivere (inverse)					
Immaterielle anlægsaktiver	0,0026	0,0020	0,0015	0,0050	0,0070
Materielle anlægsaktiver	0,6375	0,5798	0,6059	0,6053	0,4855
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer	0,1190	0,0744	0,0464	0,0551	0,0523
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer	0,1250	0,1250	0,1205	0,1006	0,0802
Andre driftsaktiver	0,0629	0,0478	0,0381	0,0541	0,0644
Driftsaktiver	0,9470	0,8290	0,8125	0,8201	0,6895
Hensatte forpligtelser	-0,0625	-0,0535	-0,0226	-0,0022	-0,0114
Leverandører af varer og tjenesteydelser	-0,1004	-0,0834	-0,0706	-0,0716	-0,0649
Modtagne forudbetalinger fra kunder og periodiserede indtægter	-0,0004	-0,0181	-0,0544	-0,1032	-0,1427
Andre driftsforpligtelser	-0,2102	-0,1811	-0,1526	-0,1279	-0,0896
Driftsforpligtelser	-0,3736	-0,3361	-0,3003	-0,3048	-0,3086
AOH-drivere (inverse)	0,5734	0,4929	0,5122	0,5153	0,3809
Arbejdskapitalens omsætningshastighed	36,76	(407,38)	(41,02)	(18,33)	(8,60)
Anlægs kapitalens omsætningshastighed	1,8307	2,0187	1,8636	1,7549	2,0181

Bilag 11 – Proforma Resultatopgørelse

DKK ('000)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Charter/ACMI	296.800	305.082	314.259	324.718	334.901	344.948
Indenrigs	400.680	503.600	559.684	578.310	596.446	614.339
Regional	341.320	489.821	526.918	552.009	596.320	614.209
Leisure	445.200	685.086	935.694	982.934	1.036.759	1.077.061
Anden omsætning	67.222	67.222	67.222	67.222	67.222	67.222
Total Omsætning	1.551.222	2.050.812	2.403.776	2.505.192	2.631.647	2.717.779
Flybrændstof	-204.593	-276.556	-329.502	-340.468	-351.145	-361.679
Flyvedligeholdelse	-179.121	-241.100	-287.258	-296.818	-306.127	-315.310
Passager- og flyafgifter	-323.628	-439.654	-422.439	-436.497	-450.186	-463.692
Handling og catering	-179.239	-241.100	-257.688	-266.263	-274.613	-282.852
Øvrige omkostninger	-108.775	-143.557	-168.264	-175.363	-184.215	-190.245
Driftsomkostninger i alt	-994.790	-1.341.967	-1.465.151	-1.515.411	-1.566.286	-1.613.778
Andre eksterne omkostninger	-116.708	-102.541	-120.189	-125.260	-131.582	-135.889
Personaleomkostninger	-442.579	-451.179	-528.831	-551.142	-578.962	-597.911
EBITDAR	-2.855	155.125	289.605	313.379	354.816	370.201
Leasingomkostninger	-117.303	-123.049	-144.227	-150.312	-157.899	-163.067
EBITDA	-120.158	32.077	145.379	163.068	196.917	207.134
Af- og nedskrivninger	-105.358	-112.795	-132.208	-137.786	-144.741	-149.478
EBIT	-225.516	-80.718	13.171	25.282	52.176	57.657
Skatteeffekt	58.571	-20.179	3.293	6.321	13.044	14.414
Driftsresultat fra salg (efter skat)	-166.945	-60.538	9.878	18.962	39.132	43.242
Avance/tab ved salg af materielle anlægsaktiver	-10.174	0	0	0	0	0
Særlige poster	-58.647	0	0	0	0	0
Skatteeffekt	17.874	0	0	0	0	0
Andet driftsresultat (efter skat)	-50.947	0	0	0	0	0
Dirty surplus poster	-8.458	0	0	0	0	0
Driftsresultat efter skat	-226.350	-60.538	9.878	18.962	39.132	43.242
Finansielle poster						
Finansielle omkostninger	-14.398	-6.927	-8.119	-8.462	-8.889	-9.180
Skat af finansielle omkostninger	3.739	1.732	2.030	2.116	2.222	2.295
Netto finansielle omkostninger	-10.659	-5.195	-6.090	-6.347	-6.667	-6.885
Totalindkomst	-237.009	-65.734	3.789	12.615	32.465	36.357

Bilag 12 – Proforma Balance

DKK ('000)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Anlægskapital	782.471	768.094	900.291	938.274	985.635	1.017.895
Arbejdskapital	-247.555	-341.802	-400.629	-417.532	-438.608	-452.963
Netto driftsaktiver	534.916	426.292	499.661	520.742	547.028	564.932
Netto finansielle forpligtelser	347.772	277.090	324.780	338.482	355.568	367.206
Egenkapital primo	45.500	187.144	149.202	174.881	182.260	191.460
Overkurs ved emission	247.527	0	0	0	0	0
Værdiregulering af sikringsinstrumenter	0	0	0	0	0	0
Overført resultat	-105.883	-65.734	3.789	12.615	32.465	36.357
Dividende / Kapitaltilførsel		27.792	21.890	-5.237	-23.265	-30.091
Egenkapital ultimo	187.144	149.202	174.881	182.260	191.460	197.726

Bilag 13 – Proforma Pengestrømsopgørelse

DKK ('000)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Driftsresultat efter skat	-226.350	-60.538	9.878	18.962	39.132	43.242
Afskrivninger	105.358	112.795	132.208	137.786	144.741	149.478
Ændringer i arbejdskapital	134.557	94.247	58.827	16.903	21.076	14.355
Pengestrømme fra drift	13.565	146.503	200.913	173.650	204.949	207.076
Ændringer i anlægskapital	-132.971	-98.418	-264.404	-175.769	-192.102	-181.737
Pengestrømme fra investering	-132.971	-98.418	-264.404	-175.769	-192.102	-181.737
Frit cash flow til långivere og ejere (FCF)	-119.406	48.085	-63.491	-2.119	12.847	25.338
Finansielle ind- og udbetalinger	-10.659	-5.195	-6.090	-6.347	-6.667	-6.885
Ændringer i netto finansielle forpligtelser	-131.710	-70.682	47.690	13.703	17.086	11.638
Pengestrømme fra finansiering	-142.369	-75.877	41.600	7.356	10.419	4.752
Frit cash flow til ejere	-261.775	-27.792	-21.890	5.237	23.265	30.091

Bilag 14 – Budgettering af vækst

DKK ('000)	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Indenrigs						
ASK (mio.)	273	327	344	355	366	377
RPK (mio.)	163	205	224	231	239	246
Load factor	59,7%	62,5%	65,1%	65,1%	65,1%	65,1%
Omsætning (DKK '000)	400.680	503.600	559.684	578.310	596.446	614.339
Yield	2,46	2,46	2,50	2,50	2,50	2,50
Regional						
ASK (mio.)	428	599	629	650	670	690
RPK (mio.)	216	327	376	409	442	455
Load factor	50,6%	54,5%	59,9%	62,9%	65,9%	65,9%
Omsætning (DKK '000)	341.320	489.821	526.918	552.009	596.320	614.209
Yield	1,58	1,50	1,40	1,35	1,35	1,35
Leisure						
ASK (mio.)	1368	2051	2667	2755	2842	2927
RPK (mio.)	966	1489	2034	2137	2254	2341
Load factor	70,7%	72,6%	76,3%	77,5%	79,3%	80,0%
Omsætning (DKK '000)	445.200	685.086	935.694	982.934	1.036.759	1.077.061
Yield	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46
Charter/ACMI						
ASK (mio.)	555	568	585	605	624	642
RPK (mio.)	387	396	408	422	435	448
Load factor	69,7%	69,7%	69,7%	69,7%	69,7%	69,7%
Omsætning (DKK '000)	296.800	305.082	314.259	324.718	334.901	344.948
Yield	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Total						
ASK (mio.)	2.623	3.546	4.224	4.365	4.502	4.637
RPK (mio.)	1.733	2.417	3.042	3.199	3.369	3.490
Load factor	66,1%	68,2%	72,0%	73,3%	74,8%	75,3%
Omsætning (DKK '000)	1.484.000	1.983.590	2.336.554	2.437.970	2.564.425	2.650.557
Yield	0,86	0,82	0,77	0,76	0,76	0,76
Stigning i RPK		2,38%	3,008%	3,328%	3,136%	3,000%

Bilag 15 – Budgettering af omkostninger

DKK	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15
Total ASK ('000)	2.622.986	3.545.593	4.224.387	4.364.975	4.501.860	4.636.916
Flybrændstof omkostninger per ASK	-0,078	-0,078	-0,078	-0,078	-0,078	-0,078
Total flybrændstof omkostninger ('000)	-204.593	-276.556	-329.502	-340.468	-351.145	-361.679
Vedligeholdelses omkostninger per ASK	-0,068	-0,068	-0,068	-0,068	-0,068	-0,068
Total vedligeholdelses omkostninger ('000)	-178.363	-241.100	-287.258	-296.818	-306.127	-315.310
Fly- og passagerafgifter per ASK	-0,124	-0,124	-0,100	-0,100	-0,100	-0,100
Total fly- og passagerafgifter ('000)	-325.250	-439.654	-422.439	-436.497	-450.186	-463.692
Handling omkostninger per ASK	-0,068	-0,068	-0,061	-0,061	-0,061	-0,061
Total handling omkostninger ('000)	-178.363	-241.100	-257.688	-266.263	-274.613	-282.852

Bilag 16 – Beregning af Beta

Varians Small Cap	0,0000556899
Kovarians (Small Cap, Cimber Sterling	0,0000947495
Beta Cimber Sterling	1,701375185

Bilag 17 – Værdiansættelse: Residualindkomstmodellen

RIDO	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Terminal
Netto driftsaktiver, primo	534.916	426.292	499.661	520.742	547.028	564.932
Driftsresultat efter skat	-60.538	9.878	18.962	39.132	43.242	
Afkastkrav	-37.455	-29.849	-34.986	-36.463	-38.303	
<i>Residualindkomst</i>	<i>-97.993</i>	<i>-19.971</i>	<i>-16.025</i>	<i>2.670</i>	<i>4.939</i>	
Diskonteringsfaktor	0,935	0,873	0,816	0,763	0,713	
Nutidsværdi af residualindkomst	-91.581	-17.443	-13.080	2.037	3.521	

Nutidsværdi af Koncernegenkapitalen:

Nutidsværdi af residualindkomst, budget	-116.546
Nutidsværdi af residualindkomst, terminal	88.766
Residualindkomst, total	-27.779
Netto driftsaktiver, primo	534.916
Virksomhedsværdi	507.137
Netto finansielle forpligtelser	-347.772
Markedsværdi af Koncernegenkapitalen	159.365
Justeringsfaktor	5.579
Markedsværdi af Koncernegenkapitalen	164.944

Beregning af pris pr. aktie:

Antal aktier	45.500
Beregnet værdi pr. aktie	3,625

Over-/Undervurdering:

Nuværende aktiekurs	2,690
Undervurderet	34,76%

Bilag 18 –Værdiansættelse: Tilbagediskonterede cash flow (DCF)

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	Terminal
Driftsresultat efter skat (DEF)		-60.538	9.878	18.962	39.132	43.242	44.540
Netto driftsaktiver (NDA), primo	534.916	426.292	499.661	520.742	547.028	564.932	581.880
FCF = DEF - Ændring i NDA		48.085	-63.491	-2.119	12.847	25.338	27.592
Diskonteringsfaktor		0,935	0,873	0,816	0,763	0,713	
Nutidsværdi af frit cash flow		44.939	-55.453	-1.730	9.800	18.064	

Nutidsværdi af Koncernegenkapitalen:

Nutidsværdi af frit cash flow, budget	15.620
Nutidsværdi af frit cash flow, terminal	491.517
Virksomhedsværdi	507.137
Netto finansielle forpligtelser	-347.772
Markedsværdi af Koncernegenkapital	159.365
Justeringsfaktor	5.579
Markedsværdi af Koncernegenkapital	164.944

Beregning af pris pr. aktie:

Antal aktier	45.500
Beregnet værdi pr. aktie	3,625

Over-/Undervurdering:

Nuværende aktiekurs	2,690
Undervurderet	34,76%

Bilag 19 - Realisationsværdi

DKK ('000)	2009/10	Realisationsværdi	Nedskrivning
Langfristede aktiver			
Immaterielle aktiver			
Varemærker	4.554		
Rettigheder	4.169		
Udviklingsprojekter	1.818		
	10.541	5.271	50%
Materielle aktiver			
Grunde og bygninger	18.206	16.385	10%
Indretning i lejede lokaler	-	-	
Fly og flydele	689.671	620.704	10%
Andet driftsmateriel og inventar	21.473	16.105	25%
Materielle aktiver under udførelse	1.129	-	100%
	730.479	653.194	10,6%
Andre langfristede aktiver			
Deposita og andre tilgodehavender	25.836	24.544	5%
Udskudt skat	31.264	-	100%
	57.100	24.544	57%
Langfristede aktiver i alt	798.120	683.009	14,4%
Kortfristede aktiver			
Beholdninger af forbrugs- og handelsvarer	80.248	64.198	20%
Tilgodehavender fra salg af tjenesteydelser og varer	125.740	113.166	10%
Afledte finansielle instrumenter	-	-	0%
Tilgodehavende selskabsskat	2	2	0%
Andre tilgodehavender	29.774	29.774	0%
Forudbetalte omkostninger	19.450	19.450	0%
Værdipapirer	4.075	4.075	0%
Likvide beholdninger	57.140	57.140	0%
Periodeafgrænsningsposter	-	-	0%
Igangværende arbejder for fremmed regning	-	-	0%
Kortfristede aktiver i alt	316.429	287.805	9,0%
Aktiver i alt	1.114.549	970.814	12,9%
Forpligtelser i alt		927.406	
Likvidationsomkostninger		4.854	
Realisationsværdi		38.554	

Bilag 20 – Værdiansættelse: DCF justeret for konkursrisiko

Værdi = Market Value of Equity*(1-SSH for konkurs) + Realisationsværdi*(SSH for konkurs)	
SSH for konkurs	0,4822
Markedsværdi af Koncernegenkapital	159.365
Realisationsværdi (1)	38.554
Realisationsværdi (2)	0
Scenario 1	
Markedsværdi af Koncernegenkapital	101.110
Justeringsfaktor	3.540
Markedsværdi af Koncernegenkapital	104.650
Beregnet værdi pr. aktie	2,300
Overvurderet	-14,50%
Scenario 2	
Markedsværdi af Koncernegenkapital	82.519
Justeringsfaktor	2.889
Markedsværdi af Koncernegenkapital	85.408
Beregnet værdi pr. aktie	1,877
Overvurderet	-30,22%

Bilag 21 – Figurliste

FIGUR 1: STRUKTUR FOR VÆRDIANSÆTTELSESPROCESSEN	5
FIGUR 2: SÆSONUDJÆVNING OG FLEKSIBILITET	9
FIGUR 3: CIMBER STERLINGS FORRETNINGSMODEL	10
FIGUR 4: UDVIKLINGEN I PASSAGERTAL FORDELT PÅ MARKEDSSEGMENTER	11
FIGUR 5: OMSÆTNING FRA EGNE PASSAGERER FORDELT PÅ SEGMENTER FOR 2009/10	12
FIGUR 6: UDVIKLING I ASK (MIO.), RPK (MIO.) OG LOAD FACTOR FOR INDENRIGS-SEGMENTET I PERIODEN 2006-2010	12
FIGUR 7: UDVIKLING I ASK (MIO.), RPK (MIO.) OG LOAD FACTOR FOR REGIONAL-SEGMENTET I PERIODEN 2006-2010	13
FIGUR 8: UDVIKLING I ASK, RPK (MIO.) OG LOAD FACTOR FOR LEISURE-SEGMENTET I PERIODEN 2006-2010	14
FIGUR 9: UDVIKLING I RASK OG CASK I PERIODEN 2006-2010	14
FIGUR 10: KONCERNSTRUKTUR	16
FIGUR 11: UDVIKLING I INDENRIGS- OG UDENRIGSPASSAGERER I DANMARK I PERIODEN 2004-2009	22
FIGUR 12: MÅNEDLIG UDVIKLING I INDENRIGSPASSAGERER I PERIODEN 2007-2010	23
FIGUR 13: MÅNEDLIG UDVIKLING I UDENRIGSPASSAGERER I PERIODEN 2007-2010	24
FIGUR 14: SAMMENHÆNG MELLEM UDVIKLING I BNP OG RPK I PERIODEN 2003-2009	27
FIGUR 15: FREMTIDIG UDVIKLING I RPK (MIA.) OG ÅRLIG VÆKST I PERIODEN 2009-2028	28
FIGUR 16: UDVIKLING I PENGEMARKEDS- OG STATSOBLIGATIONSRENTE I DANMARK I PERIODEN 1989-2009	30
FIGUR 17: POSITIONERING AF PEER-GRUPPEN PÅ DET DANSKE MARKED FOR LUFTFART	50
FIGUR 18: SAMMENLIGNING AF NETVÆRK	52
FIGUR 19: REFERENCERAMME FOR ANALYSE AF EGENKAPITALENS FORRENTNING, ROE	70
FIGUR 20: AFKASTET PÅ NETTO DRIFTSAKTIVER OG EGENKAPITALENS FORRENTNING FOR 2006-2010	71
FIGUR 21: OVERSKUDSGRAD OG AKTIVERNES OMSÆTNINGSHASTIGHED FOR 2006-2010	72
FIGUR 22: STRUKTUR FOR BUDGETTERINGSPROCESSEN FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2011-2015	76
FIGUR 23: AFKAST PÅ NETTO DRIFTSAKTIVER FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2006-2015	83
FIGUR 24: ESTIMERET VÆRDI AF EN CIMBER STERLING AKTIE PR. 15. SEPTEMBER 2010 (DKK)	91

Bilag 22 – Tabelliste

TABEL 1: SAMMENSÆTNING AF CIMBER STERLINGS FLYFLÅDE	15
TABEL 2: AKTIONÆRER MED EN EJERANDEL PÅ MERE END 5%	17
TABEL 3: BESTYRELSEN I CIMBER STERLING A/S	17
TABEL 4: UDVIKLING I UDVALGTE REGNSKABSPOSTER FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2006-2010	19
TABEL 5: PEER-GRUPPE	24
TABEL 6: FORVENTET UDVIKLING I BNP FOR DANMARK I PERIODEN 2009-2015	28
TABEL 7: FORHANDLINGSSTYRKE OG ANDEL AF SAMLEDE OMKOSTNINGER I CIMBER STERLINGS PERSPEKTIV	43
TABEL 8: SAMMENFATNING AF PORTERS 5-FORCES	46
TABEL 9: KARAKTERISTIKA FOR SELSKABER I PEER-GRUPPEN	49
TABEL 10: OPERATIONELLE NØGLETAL FOR PEER-GRUPPEN	56
TABEL 11: DRIFTS- OG PERSONALEOMKOSTNINGER MÅLT I FORHOLD TIL OMSÆTNING, 2009/2010	56
TABEL 12: PRIS I DKK FOR AT PRODUCERE ÉN ASK FORDELT PÅ DRIFTSOMKOSTNINGER	57
TABEL 13: SWOT-ANALYSE	60
TABEL 14: UDVIKLING I EBIT: FORVENTNING 2009/10, REALISERET RESULTAT SAMT FORVENTNING TIL 2010/11	63
TABEL 15: REKLASSIFIKATION AF POSTER I RESULTATOPGØRELSEN (000')	66
TABEL 16: REFORMULERET BALANCE FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2006-2010	67
TABEL 17: DRIVERE FOR FINANSIEL GEARING	73
TABEL 18: BUDGETTERING AF OMSÆTNING FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2011-2015	77
TABEL 19: UDVIKLING I OMSÆTNING OG OPERATIONELLE NØGLETAL FOR CIMBER STERLING I PERIODEN 2011-2015	78
TABEL 20: FORVENTET OMKOSTNING PR. ASK I PERIODEN 2011-2015	78
TABEL 21: FORVENTET UDVIKLING I LEASINGOMKOSTNINGER SAMT AF- OG NEDSKRIVNINGER I PERIODEN 2011-2015	80
TABEL 22: DRIFTSRELATEREDE DRIVERE FOR NETTO DRIFTSAKTIVERNE I PERIODEN 2006-2015	84
TABEL 23: KREDITVURDERINGSTABEL	86
TABEL 24: P/E MULTIPLER FOR PEER GRUPPEN	94
TABEL 25: FØLSOMHEDSANALYSE PÅ FORUDSÆTNINGER FOR DE VÆGTEDE KAPITALOMKOSTNINGER OG FREMTIDIG VÆKST.	98
TABEL 26: FØLSOMHEDSANALYSE PÅ FORUDSÆTNINGER FOR OMSÆTNINGSHASTIGHEDER	99
TABEL 27: FØLSOMHEDSANALYSE PÅ FORUDSÆTNINGER FOR DRIFTSOMKOSTNINGER	99