

## Konklusion

Store ydre problemer har belastet selskabets udvikling. Underskuddet er opvejet af provenuet fra børsintroduktionen. Særlige forhold udgøres af en kold vinter, aske-stopet for flyvning, høj pris på brændstof og høj USD kurs. Indarbejdelsen af udenrigsruter siden Sterling-ekspansionen har været meget bekostelig. Konkurrencen er fortsat intens. Opnåelse af statsgaranti for et lån er vigtigt. En aktietegning må efter vores vurdering påregnes inden for et år. En markant optur vil kunne slå kraftigt igennem på indtjeningen, men forbedring af markedsforholdene ses endnu ikke. Anbefalingen af aktien er Afvent Køb.



Aktuel Kurs: 3,07

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 140 mio. DKK

Antal aktier: 45,5 mio. styk

Næste regnskab: Q1 15-09-2010. Generalforsamling 19-08-2010



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 2,75 – 4,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 4,0 – 7,0

Tidligere anbefaling: Afvent Køb (29-12-2009 ved kurs 7,35)

Hold/Køb (23-03-2010 ved 4,05)

### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Omsætningen ventes at nå 2,0 mia. kr. Driftsresultatet skønnes til et underskud i intervallet 20-80 mio. DKK. Spare- og forbedringsprogrammerne Thor og Odin er indregnet med en positiv effekt på 140 mio. DKK. Omvendt belaster høj USD-kurs med 75 mio. DKK og den ligeledes høje brændstofpris med 25 mio. DKK. Load factoren ventes at stige til 70 % (66). Antal fly reduceres fra 28 til 26. Likviditeten vil blive søgt styrket via ansøgning om deltagelse i den statslige garantiordning til hjælp for rejsebranchen (lov nr. 593) og ved refinansiering af fly.

Kursudvikling siden børsintroduktion:

Høj	9,5
Lav	2,96



### Muligheder

Højere belægning på afgangene er central sammen med mere effektiv udnyttelse af flyenes driftstid. Tilpasning af ruter og kapacitetsudbud på ruterne for hurtigt at indrette sig i forhold til efterspørgslen er vigtig. En forbedring af udenrigsruterne ved at fjerne de dårligste og satse mere på de bedste er mulig, efter at den usikre indkørfase er overstået. Prisforhøjelser og salg af tillægsydelser er en vigtig metode for branchen til at forhøje den samlede indtægt pr. passager. Alle selskaber er interesseret i højere priser og reduceret pres i konkurrencen. To ydre faktorer med positiv retning er muligheden for en forbedring af de generelle konjunkturforskel og et fald i olieprisen med gennemslag på brændstofudgiften.

### Risici

Selskabets likviditet skal forbedres via lån baseret på en statslig garanti. Dette kan sammen med det forventede underskud i 2010/11 muligvis føre til en aktietegning for at forstærke egenkapitalen. Listen over belastende faktorer er øget med henvisning til høj brændstofpris og høj USD værdi. Soliditeten kommer derfor under pres fra det nuværende lave niveau på 17 % for egenkapitalandelen. Afsætningens udvikling bliver vigtig. Bidraget fra udlejning af fly reduceres nemlig kraftigt i det nye år. Evnen til god teknisk performance i driften er vigtig, idet følsomheden er høj over for alle driftsforstyrrelser

## Facts om selskabet

Virkefelt: Selskabet driver ruteflyvning og udlejning af materiel med 26 fly fordelt på 3 typer. Ruter er fordelt med 6 indenrigs og 48 udenrigs (store europæiske byer og feriemål i Sydeuropa).

Indtægtsfordeling: Passagerbefordring 74 %, Charter/Udlejning 18 %, Teknisk service og reservedele 4 %, Provisioner 2 %, Andet 2 %.

Salgskanal jf. periodemeddelelse for Q3: Cimber.dk. 35 %, Agenter 40 %, Andre flyselskaber 22 %.

Ledelse: Jacob Krogsgaard adm. direktør (39; cand. merc.; direktør fra 01-01-2010); Niels E. Nielsen formand (62; advokat).

Medarbejdere: 850. Gennemsnitligt har der i regnskabsåret 2009/10 været ansat 820 medarbejdere.

Ejerforhold: Bardin ApS 12,3 %, Helenium Holding ApS 12,3 %, Koch & Nielsen 12,3 %, Ree Kredit 13,75 %, B&MC Holding 6,6 %. De tre førstnævnte udgjorde ejerkredsen før børsintroduktionen. Selskabet fik her 1.000 aktionærer. Tallet er siden vokset til ca. 3.800. Cirka 93 % af aktierne er noteret på navn.

## Beskrivelse

Cimber har drevet virksomhed inden for dansk indenrigsflyvning siden 1960. I perioden 1971-95 foregik det i et fælles selskab, Danair, sammen med SAS og Maersk Air. I årene 1998-2003 ejede SAS 26 % af Cimber. Indtil Sterling udvidelsen bestod selskabets fly af tre små typer i størrelsen 46/50/68 passagerer. De to er af samme fabrikat med brændstoføkonomiske turboprop-motorer.

I december 2008 overtog et nystiftet datterselskab udvalgte rettigheder fra Sterling, der var gået konkurs i oktober samme år. Herved startede en stor ekspansion med Boeing B737-700 fly (148 passagerer) og etablering af ruter til europæiske storbyer og feriemål i Sydeuropa. Planen er dog blevet reduceret til at omfatte 6 fly i stedet for oprindeligt påregnet 8. Selskabets navn blev ændret til Cimber Sterling.

Ekspansionen foregik på særdeles fordelagtige vilkår for Cimber - men på et svært tidspunkt med dyb krise. Udfordringen består fremdeles i at opbygge rentable ruter og gode kunderelationer til udenlandske destinationer. Det har været omkostningskrævende at løbe de mange nye ruter i gang, og sanering af produktudbuddet er derfor vigtigt. Den langstrakte økonomiske krise med sløvt salg har ført til intensiveret priskonkurrence. Olieprisen er desuden høj, og USD er også steget i værdi.

Udvidelsens omfang kan bedst illustreres af personalets størrelse, der året før Sterling udvidelsen var på 633. I 2009/10 var tallet 820. Passagerantallet i år vil være fordoblet set over tre år. Indtjeningen er imidlertid løbet af sporet. Prisfald på indenrigsruterne har ramt hårdt sidste år sammen med opstartsbelastningen for de nye ruter, en hård vinter og et tab på ca. 47 mio. DKK pga. aske-flyveforbuddet. Den tilførte egenkapital ved børsintroduktionen (262 mio. DKK) er således blevet næsten spist op af et underskud på 229 mio. DKK efter skat (-309 mio. DKK før skat).

Ledelsen er blevet styrket, og en hel række tiltag er sat i værk for at standse den negative udvikling og genoprette den normalt gode styring af virksomheden. Personalet har således accepteret en midlertidig lønnedgang på 10 % som deres bidrag til redningen.

## Fremtidsudsigter

Den primære opgave er at sikre selskabets grundlag angående likviditets- og kapitalforhold. Her vil den statslige garantiordning blive søgt benyttet, hvor risikoen dog fordeles 80/20 mellem Staten og den långivende bank. Der foreligger ingen angivelse fra ledelsens side af størrelsen herpå. Omfanget bestemmes jf. Lov nr. 593 ud fra tabt omsætning mv. i perioden med standsning af flytrafik pga. askeskyen. Det relevante beløb er 70-85 mio. DKK. Bankens positive indstilling kan tænkes at kræve tilførsel af ekstra egenkapital fra ejernes side henset til det forventede store underskud igen i år. Set fra aktionærernes synspunkt er det naturligvis positivt, at man søger at klare opgaven i videst mulig udstrækning ved hjælp af de allerede eksisterende ressourcer. En realistisk dimension på en aktietegning relateret til den nævnte procedure med statsgaranterede lån vil være 50 mio. DKK i provenu, men ud fra en soliditetsmæssig betragtning vil 100 mio. DKK være relevant. Alternativer er konvertible obligationer eller garantistillelse fra en af de store aktionærer.

Arbejdet består ellers i at få genrejst selskabets indtjeningsevne fra den løbende drift. Ændring af ruter og udnyttelsen af fly for at øge indtjeningen er en vigtig opgave. Positivt cash flow skal opnås hurtigst muligt. Denne mekanisme er første skridt i genopbygningen af den økonomiske styrke og dermed større handlefrihed. Markedsandel er sekundært som mål.

Stram styring af virksomheden på daglig basis er påkrævet. Det kan indebære tilsidesættelse af hensyn til den langsigtede udvikling. Nye initiativer skal fokusere på forbedring af indtjeningsbidraget pr. udbudt plads i flyene samt at enhedsomkostningerne reduceres. Her gælder det derfor om, at salget af billetter forøges og helst med forbedring af prisen samlet betragtet. Gebyrer og supplerende betaling for ekstra ydelser kan få betydning i den hårde kamp om passagerne, hvor den rene billetpris er vigtig for at tiltrække kundernes opmærksomhed i første omgang.

Selskabets vigtigste samarbejdspartner er SAS, der angiveligt tegner sig for ca. 22 % af omsætningen fordelt på passagerer og udlejning af fly mv. Aktiviteten med udlejning reduceres dog som følge af indskrænkningen af flyflåden.

På langt sigt har selskabet et stort udviklingspotentiale på grundlag af det store rutenet, der nu er opbygget, og som giver plads til højere belægning. Fokuseringen på det danske marked med en pæn markedsandel må anses som tilstrækkeligt foreløbig i forhold til selskabets ressourcer.

## Aktien som investering

Selskabet befinder sig i en vigtig fase omkring den omtalte 3 årige statsgaranti og lån. Selskabets likviditet vil blive forbedret væsentligt, mens egenkapitalen (soliditeten) ikke berøres heraf. En aktietegning eller andet lignende kan tænkes som led i denne proces, hvilket for aktionærerne og nye investorer har stor indflydelse på aktiekursens udvikling. En afklaring af størrelsen og vilkårene for et statsgaranteret lån må forventes i løbet af august.

Sommertrafikken er højsæson for Leisure-segmentet med afvikling af ferierejser til Sydeuropa, mens den almindelige rutetrafik har nedroslet aktivitet. Virkningen af de to store programmer for besparelser hhv. opnåelse af større indtægter skal vise sin gennemslagskraft. Q1 regnskabet vil blive fremlagt den 15. september. Det er vigtigt at indtjeningen viser fremgang for alvor og dermed at fasen med tab er overstået. Driftsmæssigt har der ikke været nogen forstyrrelser.

Risikoprofilen er høj som følge af sidste års voldsomme tab. Tilliden er reduceret, og dermed skærpes de ydre vilkår som selskabet arbejder under. Det gælder om at bryde denne negative spiral. Der er to veje til at genopbygge tilliden: via overbevisende økonomiske resultater af driften og/eller en markant styrkelse af det økonomiske fundament i form af likviditet og soliditet. Samtidig er tidsfaktoren vigtig, idet forbedring i de ydre markedsforhold på et tidspunkt må slå igennem til gavn for selskabet. Følsomheden er stor, og Upside potentialet derfor spændende, når et skift i positiv retning indtræder.

Indre værdi af aktien er 4,11. Det angivne skøn for driftsresultatet (EBIT) indikerer et samlet underskud før skat på -40-100 mio. DKK, svarende til EPS (indtjening pr. aktie) på -0,88-2,20 uden skat. I henhold til regnskabets oplysninger om aktivering af udskudt skat påregnes der overskud fra regnskabsåret 2012/13, og følgelig indikeres der, at 2011/12 ikke kan påregnes at ende i plus. Vi vurderer dog, at der burde være mulighed for et rimeligt overskud på skønsmæssigt 30 mio. DKK før skat, men usikkerheden er stor.

## Regnskabstal

1.5.-30.4. mio. DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11E	2011/12E
Omsætning	971	1.148	1.297	1.551	2.000	2.300
EBITDAR = res. før leje	163	228	150	5	130	255
EBIT = driftsresultatet	54	74	-2	-228	-60	50
Resultat før skat	36	69	-79	-309	-80	30
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-60	23
Balance	875	1.046	1.090	1.115	1.050	1.150
Likvide aktiver	52	3	4	61	125	125
Forudbetalinger passiv	35	90	178	265	300	325
Rentebærende passiver	329	498	484	409	450	400
Egenkapital	203	200	162	187	130	150
Antal ansatte	541	633	762	820	800	800
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-1,30	0,50
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	2,85	3,30
EBITDA/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	0,3	6,5	11,0
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	N/A	N/A	N/A	16,4
Egenkapitalandel %	23	19	15	17	12	13

## Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Nærværende analyse er udarbejdet efter anmodning af Cimber Sterling Group A/S, og Aktieinfo har modtaget honorar for udfærdigelsen af denne analyse, der desuden har været forelagt selskabet. Analysen og konklusionerne heri er alene udarbejdet af Aktieinfo. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svendsen ejer aktier i Cimber Sterling Group A/S på tidspunktet for analysen. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af ovennævnte oplysninger, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

