

## Konklusion

Integreringen af Sterling-aktiviteterne er i gang, men resultaterne lader stadig vente på sig. Markedssituationen er dog i markant bedring, og det gælder også for dansk indenrigsflyvning, der er selskabets kerne. Et underskud i år på knapt 100 mio. kr. før skat må påregnes, men herefter er der udsigt til overskud igen, også set i lyset af de gennemførte omkostningsbesparelser. Likviditeten belastes af de akkumulerede underskud og en reduktion i år af forudbetalingerne for billetter. Salg af anlægsaktiver skal modvirke dette. Vendepunktet ser ud til at blive nået i denne vinter. En styrkelse af egenkapitalen for at reducere risikoprofilen ved en aktietegning er en mulighed, og aktien må derfor betragtes ud fra denne vinkel. Selskabet rummer et stort udviklingspotentiale og dermed værdi. Vi forventer et solidt overskud i 2011/12. Anbefalingen er afvent køb.



Aktuel Kurs: 3,45

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 157 mio. DKK

Antal aktier: 45,5 mio. styk

Næste regnskab: 16-03-2011 (Q3).

### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Afvent Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 3,0 – 4,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 4,0 – 6,0

Tidligere anbefaling: Hold/ Afvent køb (29-09-2010 ved 3,85)

### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter Q2 forventningerne til året. Omsætningen ventes at nå 2,0 mia. kr. Driftsresultatet skønnes til et underskud i intervallet 20-80 mio. kr. Sale-lease back af 3 fly forbedrer likviditeten med 65 mio. kr. men giver samtidig et tab på 25 mio. kr. Thor og Odin forbedringsplanerne virker som planlagt. Antal fly i drift er reduceret til 26. Effektiviteten er øget kraftigt. Load faktoren søges maksimeret, og billetpriserne stiger igen. Yield tallet forbedres derfor. Likviditeten belastes dog af en ændret struktur med reduceret forudbetaling for billetter.



Kursudvikling siden børsintroduktion:

Høj	9,40
Lav	2,40



### Muligheder

Besparelsesprogrammet giver voksende gennemslag. Effektiviteten er øget markant. Større salg og højere priser har stor effekt på indtjeningen. Belægningen på udenrigsruterne stiger med tiden. Konkurrencen på indenrigs er dæmpet og markedsandelen styrkes. Discountselskabernes interesse for det danske marked er faldende, og Transavia har trukket sig helt ud. En eventuel markant styrkelse af selskabets finansielle stilling vil kunne reducere risikoprofilen og øge styrken over for konkurrenterne. På længere sigt må der forventes et nyt konjunkturopsving med positiv påvirkning af indtjeningen.

### Risici

Selskabets finansielle styrke er lav mht. likviditet og soliditet. Refinansiering af fly indebærer nye, længere lån. En aktietegning er derfor en nærliggende mulighed, og det vil belaste børskursen. Efterspørgslen er følsom over for ydre påvirkninger som terror, smitsomme sygdomme mv. På udgiftssiden er udsving i USD og oliepris vigtige parametre. Det stabile bidrag fra udlejning af fly er reduceret. Samarbejdet med SAS er vigtigt. Evnen til god teknisk performance i driften er central, idet følsomheden er høj over for forstyrrelser i driften med en daglig omsætning på ca. 5,5 mio. DKK.

## Facts om selskabet

Virkefelt: Selskabet driver ruteflyvning og udlejning af materiel med 26 fly fordelt på 3 typer. Selskabet har 60 ruter fordelt på 1) dansk indenrigstrafik (ledende med en markedsandel på 48 %), 2) regionalt til store europæiske byer og 3) feriedestinationer i Sydeuropa (Leisure). Andelen af den samlede trafik i Københavns Lufthavn er 7,8 %.

Indtægtsfordeling jf. årsregnskab 2009/10: Passagerbefordring 74 %, Charter/Udlejning 18 %, Teknisk service og reservedele 4 %, Provisioner 2 %, Andet 2 %.

Omsætningssegmenter jf. årsregnskab 2009/10: Indenrigs 27 %, Regional 23 %, Leisure 30 % og Charter m.v. 20 %.

Salgskanal jf. periodemeddelelse for Q3 2009/10: Cimber.dk. 35 %, Agenter 40 %, Andre flyselskaber 22 %.

Ledelse: Jacob Krogsgaard adm. direktør (født 1971; cand. merc.; direktør fra 01-01-2010); Vilhelm Hahn-Petersen formand (født 1960; formand fra 19-08-2010)

Medarbejdere: 837.

Ejerforhold: Bardin ApS 12,3 %, Helenium Holding ApS 12,3 %, Koch & Nielsen ApS 12,3 %, Ree Kredit A/S 13,75 %, B&MC Holding A/S 6,6 %. De tre førstnævnte udgjorde ejerkredsen før børsintroduktionen. Selskabet fik her 1.000 aktionærer. Tallet er siden vokset til ca. 4.500. 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 blev dog reduceret til at omfatte 6 fly i stedet for påregnet 8. Selskabets navn blev ændret til Cimber Sterling.

Ekspansionen foregik på særdeles fordelagtige vilkår for Cimber. Udfordringen har bestået i evnen til at genskabe et ideelt net af ruter i Europa, og spørgsmålet om hvornår et opsving i økonomien ville indtræde. Begge forhold har vist sig vanskeligere at klare end forventet. Udvidelsens omfang kan bedst illustreres af personalets størrelse. I året før Sterling-udvidelsen var det på 633. Nu er tallet 837. Passagertallet er blevet fordoblet set over tre år. Indtjeningen er imidlertid løbet af sporet. Prisfald på indenrigsruterne ramte hårdt sidste år sammen med for lav belægning på 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 spist op af et underskud i regnskabsåret frem til 30-04-2010 på 229 mio. DKK efter skat (-309 mio. DKK før skat). Høj pris på brændstof og USD kurs belaster også rentabiliteten. I indeværende år er udviklingen vendt med stigende passagerbelægning, besparelser, mere effektiv drift, reduceret konkurrence og højere billetpriser. Finansielt har tabene dog udhulet styrken. Et lån på 86 mio. kr. er optaget på grundlag af en statslig garantiordning (aske-afbrækket) og tre fly er refinansieret via en sale-lease-back aftale, der frigiver 65 mio. kr. Målsætningen for egenkapitalandelen er 35-40 %, men den faktiske soliditet ligger pt. på kun 17 %.

Ledelsen er blevet styrket, og de gennemførte forbedringer viser nu sin betydning. Tidligere var Cimber kendt for god styring af den overskuelige virksomhed, og det må forventes igen. Personalets bidrag til genopretningen er en midlertidig lønnedgang på 10 %.

## Fremtidsudsigter

Efter den store udvidelse med udenrigsruter baseret på Sterling-aktiviteterne er opgaven nu at videreføre denne proces og forbedre indtjeningen. Samtidig skal den økonomiske stilling styrkes. Belastningen fra de store underskud har derfor ført til en bred indsats for at frembringe et niveauskift opad i driftens indtjening. To fly er faset ud og finansieringen forbedret via Askelånet og sale-lease-back aftalen.

Selskabet befinder sig derfor i et vadedsted, hvor 2010/11 skal være sidste år med tab. "Back in Black" programmet vil få fuld effekt i det kommende regnskabsår, dvs. fra 01-05-11. Fremgangen er kraftig og omfatter heldigvis flere faktorer på én gang, hvorved robustheden synes overbevisende. Kapaciteten er reduceret, og indsatsen drejes i retning af opnåelse af højere indtjening. De interne besparelser og

lønreduktionen hjælper ligeledes til at give lavere cost pr. passager. Billetpriserne stiger igen, idet konkurrencepresset omsider falder. Det peger i retning af genetablering af markedsvilkår med mulighed for rentabel drift. Dansk indenrigsflyvning udgør en kerne i Cimber

Sterling, og derfor er tilbagevenden til fornuftige konkurrenceforhold her meget betydningsfuldt. Tiden med ekstremt lave priser er forbi. Fremover vil der sikkert fortsat komme mange eksempler på billige tilbud, men det får mere karakter af lokkemad og profilering.

Selskabet har også haft held til at sikre sig en aftale med rejsebureauet Atlantis Rejser, og man satser på at opnå en større udnyttelse af flyene via denne form for engrossalg til Tour-operatører. Leisure-ruterne har nu været i drift i to år med et godt udbud, der bredt dækker Sydeuropa, men konkurrencen mellem flyselskaberne er fortsat hård.

Aktiviteten med udlejning af fly er blevet reduceret, hvilket indebærer lavere faste indtægter udefra. Egne ruters udvikling er helt dominerende, og her har det i år været muligt at øge produktiviteten væsentligt for både fly og besætninger med henholdsvis 13% og 22% - målt på antal flyvetimer. Den stramme ruteplan kan være medvirkende til en stigning i antallet af afgange med forsinkelse, idet små buffer-tider i lufthavnene gør det vanskeligt at absorbere en negativ afvigelse.

Udfordringen er at optimere udnyttelsen af flykapaciteten, dvs. øge Load Factor og forbedre prisen pr. billet samtidig med at alle omkostninger søges holdt nede. På begge punkter er der behov for en væsentlig forbedring, og som følge af strukturen med en meget høj andel af faste omkostninger bliver udsvinget på indtjeningen stort. Her ligger ligeledes firmaets svage punkt i tilfælde af svigt i kundernes køb og/eller intensiveret konkurrence på pris.

Årets performance udvikler sig således overbevisende rent driftsmæssigt, og indtjeningen kommer så også opad med en forsinkelse. Det svage punkt i indeværende år drejer sig om likviditetsudviklingen. Selv om Cash Burn fra selve driften er hørt op, så har de forudgående tab tæret hårdt på reserverne og omfanget af forudbetalinger for billetter er faldet væsentligt som en ny problemstilling. Yderligere tiltag ser derfor ud til at være på vej for at frigøre penge ved salg af anlægsaktiver. Lavsæsonen over vinteren er normalt en svag periode.

Udsigten for indtjeningen i år forekommer at være i så stærk fremgang, at det forventede EBIT-underskud på 20-80 mio.kr. må kunne have omkring midten af intervallet. Vi gætter på -60 mio. kr. Finansudgifterne kan skønnes til kun -10 mio. kr., og en særlig udgift fra salg af fly beløber sig til -25 mio. kr., altså i alt før skat ca. -95 mio. kr. For 2011/12 tegner forholdene til at kunne give et overskud, der set i forhold til omsætningen fortsat vil være relativt lav men i forhold til egenkapitalen fuldt tilfredsstillende.

Den finansielle styrke omkring likviditetsreserve og egenkapitalandel er de svage punkter, og det skal styrkes i de kommende år. Værdien af en eventuel kapitaltilførsel vil derfor være af ekstra positiv betydning, idet risikoprofilen dermed reduceres.

## Aktien som investering

Set fra et investorsynspunkt drejer Cimber Sterling aktiens forhold sig om evnen til at kunne gennemføre ideen i den oprindelige strategi for Sterling udvidelsen med succes – trods en svær start med uventet langstrakt krise i samfundet og svækkelsen af selskabets økonomi som følge af de store akkumulerede underskud i de forløbne to år. De ydre forhold omkring markedet mht. efterspørgsel og pris konkurrence er omsider under forbedring, mens olieprisen og USD kursen på omkostningssiden fortsat udgør en belastning.

I oktober opnåede man en forbedring af likviditeten via det såkaldte Askelån på 86 mio. kr., og refinansieringen af fly har foreløbig bidraget med 65 mio. kr. netto. Yderligere tiltag omtales at være i støbeskeen. Som følge af forbedringen af indtjeningen ser andet halvår af regnskabsåret, der belastes i indtjening af vinterperioden, ud til at blive vendepunktet.

For regnskabsåret 2010/11 forventer vi et underskud på ca. 95 mio. kr. før skat, hvoraf 25 mio. kr. vedrører tab ved frasalget af fly. Første halvår gav et underskud før skat på 15 mio. kr. svarende til efter skat 11 mio. kr., hvorefter egenkapitalen er bogført med 175 mio. kr. For andet halvår tegner der sig således et underskud før skat på 80 mio. kr., dvs. efter aktiveret udskudt skat netto -60 mio. kr.

Udsigten for det kommende regnskabsår er derimod et ryk op i positivt område med mulighed for et overskud før skat i størrelsen 40 mio. kr. Selskabet vil dermed kunne påbegynde en konsolideringsproces med reduktion af gælden. Følsomheden er imidlertid stor omkring belægning og salgspriser samt eventuelle nye problemer af ukendt art for rejsebranchen. Sidstnævnte har desværre altid negativt fortegn.

Cimber Sterling ser ud til at være nået enden af tunnelen. Upside potentialet er stort i forretningen for en positiv udvikling i de kommende år, dvs. forretningsgrundlaget rummer en goodwill værdi. På langt sigt bør en overskudsgrad på 5-6 % være opnåelig. Down Side risikoen er desværre ligeledes høj indtil indtjeningen får tilvejebragt en likvid stødpude af passende størrelse. Muligheden for en aktietegning for at fremskaffe dette er en mulighed, som ledelsen dog næppe ønsker at bruge af hensyn til aktionærerne og den allerede lave børskurs. Aktien er derfor pt. i en High Risk-Return situation, der i løbet af det næste års tid tegner til gradvis at slippe fri af den negative side og dermed vil aktien blive en langsigtet købsmulighed.

**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	2.350
EBITDAR	163	228	150	5	170	290
EBIT	54	74	-2	-228	-60	60
Resultat før skat	36	69	-79	-309	-95	40
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-70	30
Balance	875	1.046	1.090	1.115	1.000	1.000
Likvide aktiver	52	3	4	61	0	20
Forudbetalinger passiv	35	90	178	265	175	225
Rentebærende passiver	329	498	484	409	500	400
Egenkapital	203	200	162	187	115	145
Antal ansatte	541	633	762	820	825	825
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-1,54	0,66
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	2,53	3,19
EBITDAR/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	0,3	8,5	12,3
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	NA	NA	NA	23,1
Egenkapitalandel %	23	19	15	17	12	15

Forklaring:

EBITDAR: res. før leje

EBIT: driftsresultat

**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 Svenssen 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.

