

Konklusion

Genopretningen af indtjeningen er blevet forsinket. Høje brændstofpriser medvirker stærkt hertil og pristillæg er derfor indført. Programmet med forbedringer af indsatsen i effektivitet og salg er ellers slået godt og bredt igennem. Selskabet har mulighed for at opnå overskud i det kommende regnskabsår. Tabene har drænet likviditeten trods opnåelse af et Aske-lån og refinansiering af tre fly ved Sale-Lease Back. Ledelsen søger nu at opnå en aftale om et lån på 300 mio. kr. med tilknyttede warrants til aktiekøb. Anbefalingen er at afvente den faktiske gennemførelse af denne afgørende aftale, da usikkerheden er stor og omfanget af udvanding ikke kendes. Det vil dog formentlig blive opvejet af gevinsten ved sikring af selskabets fremtid og udviklingsmulighed.



Aktuel Kurs: 2,38

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 108 mio. DKK

Antal aktier: 45,5 mio. styk

Næste regnskab: 29-06-2011 (Q4).

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Afvent Køb

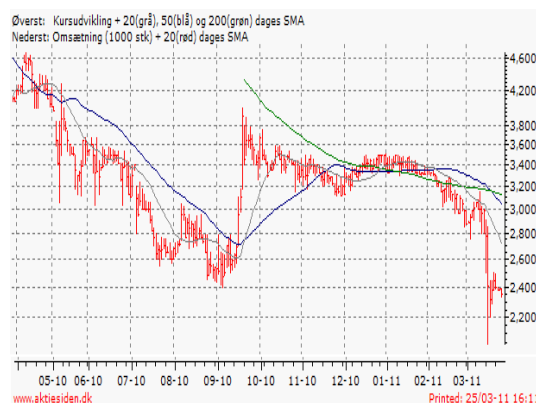
Kursudvikling 0-6 mdr.: 2,0 – 4,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 3,0 – 5,0

Tidligere anbefaling: Hold/ Afvent køb (28-12-2010 ved 3,45)

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Prognosen er nedjusteret kraftigt til et underskud fra driften i intervallet 125-145 mio. kr. Belastningen er høj fra brændstofprisen. Pristillæg er derfor indført fra februar og forhøjet i marts. Belægning og effektivitet er forbedret kraftigt, men regulariteten er faldet i vintermånederne. Likviditeten er foreløbig sikret via en aftale med nærtstående parter. En aftale om tilførsel af 300 mio. kr. i lån (med tilknyttede warrants til udstedelse af aktier) søges gennemført.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj	4,68
Lav	2,04



Muligheder

Besparelsesprogrammet giver voksende gennemslag. Effektiviteten er øget markant. Flere passagerer og højere priser forbedrer indtjeningen. Belægningen på udenrigsruterne stiger med tiden. Konkurrencen på indenrigs er dæmpet og markedsandelen stiger. Discountselskabernes interesse for det danske marked er faldende, hvorfor Transavia har trukket sig helt ud. Den påtænkte kapitaltilførsel er vigtig og vil reducere risikoprofilen. Et konjunkturopsving og fald i olieprisen vil for alvor kunne forbedre indtjeningen. Salgsudviklingen er afgørende for vækst og indtjening.

Risici

Selskabets finansielle styrke er lav mht. likviditet og soliditet. Gennemførelse af det påtænkte lån på 300 mio. kr. har afgørende betydning som afløsning af den midlertidige finansielle støtte. Aktierne vil blive udvandet mht. indflydelse ved benyttelse af warrants. Efterspørgslen er følsom over for ydre påvirkninger som terror, smitsomme sygdomme mv. Oliepris og USD er vigtige parametre. Danmark er udgangspunkt for selskabets forretning. Det stabile bidrag fra udlejning af fly er reduceret. Samarbejdet med SAS er vigtigt. Evnen til at undgå afbræk i driften er central med en daglig omsætning på ca. 6 mio. DKK.

Facts om selskabet

Virkefelt: Selskabet driver ruteflyvning og udlejning af materiel med 26 fly fordelt på 3 typer (6 B-737, 11 CRJ200, 9 ATR). Selskabet har ca. 60 ruter fordelt på: 1) dansk indenrigstrafik (ledende med en markedsandel på 51 %), 2) regionalt til store europæiske byer og 3) feriedestinationer i Sydeuropa (Leisure). Andelen af den samlede trafik i Københavns Lufthavn er 8,2 %.

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 er formand for bestyrelsen (født 1960; formand fra 19-08-2010)

Medarbejdere: 836.

Ejerforhold: Bardin ApS 12,3 %, Hellenia 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 836. Passagertallet er blevet fordoblet set over tre år. Indtjeningen er imidlertid løbet af sporet. Regnskabsåret 2009/10 blev ramt af en række negative faktorer: prisfald på indenrigsruterne, en hård vinter og et tab på ca. 47 mio. DKK pga. aske-flyveforbuddet (april 2010). Den tilførte egenkapital ved børsintroduktionen (262 mio. DKK) er således blevet spist op af dette års underskud på 229 mio. DKK efter skat (-309 mio. DKK før skat).

Høj pris på brændstof belaster i år rentabiliteten, og et pristillæg er indført fra februar og straks reguleret i marts til nu 30 kr. pr. billet indenrigs og 70 kr. udenrigs. I indeværende år er udviklingen ellers vendt med fordel af stigende passagerbelægning, holdbare besparelser, mere effektiv drift, reduceret konkurrence og højere billetpriser. De første tre kvartaler af 2010/11 udviser alligevel et underskud på 129 mio. kr. efter skat (172 mio. kr. før skat). De voldsomme tab dræner likviditeten og soliditeten er lav. Et lån på 86 mio. kr. blev optaget på grundlag af en statslig garantiordning (aske-afbrækket), og tre fly er refinansieret via en sale-lease-back aftale, der frigav 65 mio. kr. Nu prøver ledelsen at tilvejebringe et overbevisende stort fundament ved at optage et 3 årigt lån på 300 mio. kr. (med tilknyttet adgang til tegning af aktier via warrants, dvs. en tostrengt metode der sikrer långiveren en juridisk stilling som kreditor men med ret til at tegne aktier efter eget valg på et senere tidspunkt). Egenkapitalen er nået ned på kun 57 mio. kr. af en balance på 1.012 mio. kr. Selskabet har med nærtstående parter indgået aftale om en kreditfacilitet. Det store lån skal nemlig først godkendes af en generalforsamling pga. adgangen til aktieudstedelse via warrants. Tidspunktet herfor kendes ikke, men sagen burde haste.

Ledelsen er blevet styrket i de seneste par år med ekspansion og krise, men to personer (CFO og CCO posterne) har valgt at forlade virksomheden. De gennemførte forbedringer viser sin værdi, men ydre modgang fortsætter. 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

Selskabets finansielle stilling er hovedproblemet, og gennemførelse af planen om tilførsel af 300 mio. kr. via et 3 årigt lån hos GEM Global Yield Fund Limited er afgørende. Likviditeten blev forbedret med Aske-lånet og Sale-Lease Back af tre fly i december, men drænet er hårdt fra de direkte tab på driften og et fald i omfanget af forudbetalte billetter. Større omfang af debitorer i driften belaster men opvejes af stigende poster for selskabets egne kreditorer. Den midlertidige finansiering er opnået fra nærtstående parter, og her er aktier i datterselskabet Cimber Air Leasing A/S stillet som sikkerhed.

Tidsplanen for optagelse af det påtænkte lån på 300 mio. kr. er ikke offentliggjort. En generalforsamling skal godkende vilkårenes rammer, idet der gives ret til udstedelse af nye aktier via brug af warrants. Beløbets størrelse forekommer fornuftigt med henblik på i et hug at tilvejebringe et så stort kapitalgrundlag, at man får ro omkring dette spørgsmål. Ved at benytte lån+warrants som metode sikrer långiver sig en form af en gardering i tilfælde af manglende succes for genrejsningsplanen og dermed evnen til at tilbagebetale gælden. Som kreditor vil man kunne overtage magten og selv bestemme selskabets videre udvikling og salgsværdi. En bindende aftale er der dog endnu ikke tale om. De eksisterende aktier vil blive udvandet, men vilkårene er ikke fastlagt.

Forbedring af driften med stop for tab og opnåelse af et solidt niveau med positiv indtjeningsevne er afgørende på længere sigt. Ruteselskabets værdi beror på opbygning af en sund, rentabel forretning. Her har en række negative faktorer ramt selskabet og forhindret processen med at etablere dette store danske routeselskab med en sund økonomi. Efterspørgslen er atter i positiv fremdrift, men det skyldes delvis det lave og utilfredsstillende prisniveau. Flybranchen er benhård, og selv om mange selskaber er urentable fortsætter man konkurrence på pris. Dansk indenrigstrafik er blevet forbedret som et positivt element, idet man her fremstår som den største udbyder og følgelig har mere at tabe end andre udbydere. Processen med oparbejdning af ruter til europæiske storbyer ser også ud til nu at få fremgang, og her gælder det om at forbedre den uacceptabelt lave Load Factor på 51 % i det seneste kvartal. Det tredje segment er Leisure med ruter til feriemål i Sydeuropa. Her går det bedre takket være en tilpasning af ruteplanen, der øger udnyttelsesgraden, og aftaler med rejsebureauer.

Rutenettet og fartplanen er blevet forbedret markant og matcher nu bedre efterspørgslen. Så vidt vi kan bedømme strukturen, er der dog ikke plads til flere store forbedringer ad den vej. Selskabets aktivitet med udlejning af fly til andre (især SAS) er reduceret pga. udvidelse af egen produktion og en reduktion på to fly i år ved tilbagelevering til ejeren efter lejeperiodens udløb. Omkostningerne og effektiviteten har ledelsen godt greb om efter en dybtgående reorganisering af driften af flyene og arbejdets tilrettelæggelse. Samarbejdet med personalet er forløbet konstruktivt med accept af en midlertidig lønreduktion. Til gengæld er det lykkedes at opretholde beskæftigelsen.

Salget skal udvides for at løfte indtjeningen, og priserne skal samtidig forhøjes væsentligt for at sikre en fornuftig margin. Resultatet efter alle direkte udgifter men før leje (R: Rent) og afskrivninger benævnes EBITDAR. En fornuftig marginal herfor målt på omsætningen er 15-18 %, idet nulpunktet ligger på ca. 11 % for Cimber Sterling (beror også på omsætningens størrelse). Man skal med andre ord styrke salg og priser samtidig med at udbuddet skal tilpasses endnu mere for at tjene fornuftigt. Processen med optimering er i hovedsagen klaret, og derfor er positiv udvikling i indtægterne afgørende, dvs. flere kunder. I konkurrencen er Cimber Sterling nødt til at føre lav profil og medvirke til at holde priserne oppe. Selskabet er følsomt overfor eventuelle (uventede) angreb på de danske indenrigsruter.

Rentabiliteten forbedres, og olietillæg vil fjerne belastningen fra denne faktor, der er afledt af den rekordhøje råoliepris. Yield (indtægt pr. kilometer) forbedres, men niveauet skal op for alvor og fastholdes stabilt uden nyt tilbagefald. Opnåelse af større indre styrke vil være muligt ud fra et forbedret kapitalgrundlag (hvor opgaven så bliver at vise sig værdig til at kunne beholde disse penge om tre år i form af aktiekøb i stedet for tilbagebetaling). Håbet er, at ledelsen herudfra vil få ro til at kunne fortsætte den positive udviklingslinje man allerede er kommet et langt stykke ad vejen med. De langsigtede udviklingsmuligheder er interessante men må indtil videre lades ude af betragtning pga. de kortsigtede forholds overvægt.

Aktien som investering

Aktiemæssigt er det vigtigste punkt nu gennemførelse af den annoncerede kapitaltilførsel, hvor vilkår mht. rente, tegningskurs for warrants og andre betingelser (Fine Print) skal tages betragtning. Det må i sagens natur påregnes at disse warrants vil udvande de nuværende aktiers andel kraftigt. Til gengæld forbedres sikkerheden i selskabets økonomiske stilling, hvilket er nødvendigt. Likviditeten er nu for anden gang blevet styrket ved en midlertidig aftale med nærtstående parter, selv om man har optaget Aske-lånet og refinansieret tre fly. Kapitalbehovet for at tilvejebringe et fornuftigt økonomisk grundlag er efter vores bedømmelse 2-300 mio. kr., og derfor er den udmeldte ramme passende. Imidlertid forudsætter det, at denne foreløbige plan gennemføres og jo hurtigere des bedre.

Aktien er pt. fanget i en usikker stilling. Afvent køb er derfor vores anbefaling. En positiv afklaring med sikring af en overbevisende stor kapitalbase (om end i form af lån i første omgang) vil kunne give aktien fordel af tillid til positiv udvikling (forretningens goodwill værdi) uanset udsigten til udvanding fra de aktier, som må påregnes at blive udstedt i de kommende år via warrants.

Nedenstående estimater omfatter ikke kapitaltilførsels indvirkning men forudsætter fortsat drift ud fra det pt. gældende grundlag.

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	2.400
EBITDAR	163	228	150	5	110	300
EBIT	54	74	-2	-228	-130	60
Resultat før skat	36	69	-79	-309	-195	40
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-147	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	375	300
Egenkapital	203	200	162	187	40	70
Antal ansatte	541	633	762	820	835	825
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-3,23	0,66
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	0,88	1,54
EBITDAR/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	0,3	5,5	12,5
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	NA	NA	NA	54,5
Egenkapitalandel %	23	19	15	17	4	7

Forklaring:

EBITDAR: res. før leje

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.

