

## Konklusion

Selskabet har været ramt af stor modgang og tab i Q3 med lav tillid til følge. Aktiemarkedet afspejler dette med børskursens drop fra introduktionsprisen på 10 DKK til en bund ved 3 DKK. En stabilisering er nu i gang lige over 4,0 DKK. Kortsigtet usikkerhed dominerer, og aktien er derfor i en Hold situation frem til Q4 regnskabet i juli. Her skal der fremkomme overbevisende dokumentation for genopretning af økonomien. Langsigtet indeholder selskabet en særdeles god udviklingsmulighed, men risikoen er høj. Forsigtige investorer kan afvente Q4 milepælen før et langsigtet køb.



Aktuel Kurs: 4,05

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 184 mio. DKK

Antal aktier: 45,5 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab 06-07-2010



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 3,5 – 5,5

Kursudvikling 12-18 mdr.: 6 – 9

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

### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Q1-3 har oparbejdet et underskud på 176 hhv. 136 mio. DKK før og efter skat. For Q4 forventes også underskud, således at hele året vil give et EBIT-tab på 200-220 mio. DKK, dvs. før renter, skat og udgiften til børsintroduktion. Egenkapitalen er 280 mio. DKK, hvoraf 250 mio. DKK blev tilført ved aktietegningen. Ultimo Q3 udgjorde selskabets likviditet ca. 100 mio. DKK.

Regnskabsåret løber til 30-04. For 2010/11 forventes et driftsresultat (EBIT) i intervallet +/-30 mio. DKK.

Kursudvikling siden børsintroduktion:

Høj	9,5
Lav	3,08



### Muligheder

Selskabet kan forbedre sin indtjening kraftigt ved højere belægning på de allerede udbudte afgang. Effektiviteten kan øges via højere udnyttelsesgrad af flyene i løbet af døgn. Rutenettet vil blive trimmet for at satse på de mest attraktive destinationer afvejet i forhold til flyenes samlede belægning. Konkurrencen mellem flyselskaberne kan tænkes neddæmpet efter nogle år med tabsgivende virksomhed. En generel opgang i konjunkturforholdene vil gavne efterspørgslen og reducere kampen mellem udbydere. Prisen på brændstof afhænger af råolieprisen, der atter er høj (82 USD). En ændring i positiv retning synes derfor mere sandsynlig end yderligere prisstigninger.

### Risici

Selskabets likviditet kan blive drænet af fortsatte tab og reduktion af forudbetalingerne på billetkøb. Tempoet i fremgangen på de nye ruter kan vise sig at være for lavt og dermed skal nedlæggelse af ruter besluttes og de afholdte udgifter til opstarten vil aldrig blive genvundet. Selskabet er i sin daglige drift afhængig af god performance uden afbræk pga. tekniske forhold eller udefrakommende forstyrrelser. Følsomheden i driften er således høj med en omsætning på ca. 4,5 mio. DKK i døgn.

## Facts om selskabet

Virkefelt: Selskabet driver ruteflyvning og udlejning af materiel med 28 fly fordelt på 3 typer. 54 ruter er fordelt på hhv. indenrigs, store europæiske byer og feriemål i Sydeuropa.

Indtægtsfordeling: Passagerbefordring 84 %, Charter 3 %, Teknisk service og reservedele 4 %, Provisioner 5 %, Andet 4 %.

Salgskanal: Cimber.dk. 31 %, Call Center 3 %, Agenter 40 %, Andre flyselskaber 26 %.

Ledelse: Jacob Krogsgaard adm. direktør (39; cand. merc.; direktør fra 01-01-2010); Niels E. Nielsen formand (61; advokat).

Medarbejdere: 850.

Ejerforhold: Bardin ApS 13,2 %, Helenium Holding ApS 13,2 %, Koch & Nielsen 13,2 %, Ree Kredit 11,0 %, B&MC Holding 6,6 %. De tre førstnævnte udgjorde ejerkredsen før børsintroduktionen. Selskaber fik her ca. 1.000 aktionærer. Tallet er siden vokset til ca. 3.700.

## Beskrivelse

Cimber har drevet virksomhed inden for dansk indenrigsflyvning siden 1960. I perioden 1971-95 foregik det i et fælles selskab, Danair, 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 også ændret.

Udvidelsen foregik på særdeles fordelagtige vilkår for Cimber men på et svært tidspunkt med dyb krise. Udfordringen har derfor været hård for at genskabe ruter og kunderelationer. Markedsføring og lav belægning i opstartfasen har udviklet sig til en større belastning end forventet, hvor recession og manglende positiv udvikling i økonomien udgør en bremsende faktor. Yderligere er konkurrencen mellem flyselskaberne skærpet, ligesom stigning i olieprisen medfører betydeligt højere brændstofudgift.

Strukturen i virksomheden præges af indarbejdningen af den nye aktivitet med de større Boeing 737 fly. Det hidtidige gode greb om styringen skal genoprettes. Her er det vigtigt at træffe de rigtige valg mht. stop for ruter, der viser sig svære at løbe i gang. Tabet i indeværende år er eskaleret og negativ omtale under børsintroduktionen ser ud til at have voldt megen skade i form af nedgang i salget af billetter. Q3 (november-januar) endte med et underskud før skat på hele 125 mio. DKK, hvor de to foregående havde budt på et tab på 53 mio. DKK tilsammen.

En række beslutninger er derfor taget for at yderligere professionalisere selskabet og standse de voldsomme tab, der ikke kan fortsætte længe uden helt at spolere virksomheden økonomisk. Kapaciteten af fly i egen drift reduceres, og et program for øget salg (Odin) og omkostningsbesparelser (Thor) er indledt. En lønreduktion på 10 % gennemføres. Ledelsen er desuden blevet styrket.

## Fremtidsudsigter

Opgaven er at klare sig igennem den nuværende kriselignende tilstand således at tabene standses. Ny tillid skal genoprettes, hvorved afsætningen vil kunne styrkes igen og undgå negativ påvirkning. Likviditeten påvirkes af forudbetalinger for billetter som en vigtig relateret mekanisme. Fornyet fremdrift vil derfor kunne give en hurtig og bred effekt.

Belægningen på flyene har været lav som følge af start-op processen. Større salg og højere udnyttelsesgrad er et afgørende punkt for at kunne forbedre indtjeningen. En anden metode er at forøge antallet af timer i drift pr. døgn for flyene. Muligheden for opfindsomme løsninger afgøres af ruternes sammenhæng, længde og forventede indtægt.

Optimering af rutevalg har desuden fået større relevans efter beslutningen om at standse ekspansionen ved 6 Boeing fly. En evaluering af det faktiske forløb for ruterne kan føre til ændringer efterhånden som tiden giver grundlag for en bedømmelse af deres værdi og udviklingsmulighed.

Styring og "hands-on" ledelse er vigtig for hurtigt at kunne skride ind over for negativ udvikling, bevare ro og stabilitet i virksomheden samt beslutte omlægninger og forbedringer. Ledelsen vurderer det kommende regnskabsår til +/-30 mio. DKK opgjort som driftsresultat

(EBIT). Det må primært fortolkes som et udsagn om stop for tabene og en stabilisering omkring nulpunktet. Usikkerheden er nemlig stor, da tallet skal ses i forhold til omsætningen, der i år skønnes til ca. 1.575 mio. DKK. Resultatmarginen bliver +/- 2 %. På den positive side indgår udlejning af fly med besætning til SAS, der sikrer indkomsten uden afhængighed af udsving i salget.

Overordnet set er udvidelsen med Sterlings aktiviteter interessant og købt billigt, men dette perspektiv er pt. glemt pga. de store tab under den besværlige introfase. Det gælder om ikke at snuble i starten med denne store opgave. Selskabets dynamik, tekniske performance og evne til at drive forretning har hidtil været glimrende. Ændringerne i ledelsen ser ud til at være en styrkelse.

Konkurrencen fra andre udbydere er en udfordring som skal klares med effektiv drift. Efterspørgslen er et mere følsomt punkt med stærk påvirkning fra konjunkturforhold og eventuelle situationer med terroraktioner eller epidemier o.lign. Det kan give et pludseligt afbræk i billetsalget og er en stor udfordring der kræver økonomisk råstyrke i flyselskaberne.

Branchen har generelt helt utilfredsstillende indtjeningsevne både i absolutte tal og i forhold til risikoen ved aktiviteten med stor kapitalbinding uden fleksibilitet. Et modtræk til prispresset er at udvide salget til at omfatte supplerende produkter som hotelophold, biludlejning, salg af billetter til Events osv. Forudsætningen herfor er, at det kan foregå som selvbetjening via internet.

Udviklingspotentialet i forretningen er stort for udenrigsruter. Selskabet ønsker også at forstærke sin stilling indenfor dansk indenrigsflyvning ved at forbedre produktbuddet. Forholdene omkring SAS er vigtige pga. et godt samarbejde (ca. 30 % af omsætningen) og selskabets ledende rolle i Nordeuropa. En forandring af SAS rykker stadig nærmere, og perspektivet er en opkobling til Lufthansa. Omfanget af ruteændringer og spørgsmålet om interkontinentale ruter ud af Københavns Lufthavn eller et skift til den kommende storlufthavn i Berlin vil bestemme påvirkningen af Cimber Sterling og behovet for tilpasninger.

### Aktien som investering

Reaktionen på det uventede store tab i Q3 har været et kursfald på aktien som udtryk for en forsigtighedsreaktion fra investorernes side. Risikoen betragtes som høj på grund af tabets størrelse. På grund af nedgangen i salget i Q3 må der være indtrådt en ledsagende reduktion af forudbetalingerne. De er store og af længere varighed inden for ferierejser (Leisure). Omvendt har aktietegningen tilført 250 mio. DKK og forbedret både likviditet og egenkapital kraftigt.

Det afgørende punkt er at få standset de voldsomme underskud og stabilisere den økonomiske udvikling, således at tilliden til selskabet normaliseres. Planerne for forbedringer er allerede besluttet og gennemføres trinvis. To fly leveres tilbage til udlejer, og et fly vil blive lejet ud igen i stedet for at indgå i egen drift. Så vidt vi kan bedømme situationen, er de opstillede mål mulige at realisere. Likviditeten burde være tilstrækkelig men med en lav og fortsat faldende reserve. Tilsvarende er egenkapitalen på kun 280 mio. DKK ud af en balancesum på 1.083 mio. DKK. Lejeforpligtigelser på fly mv. indgår ikke heri men kan skønnes til ca. 300 mio. DKK. Størrelsen af den rentebærende gæld kan skønnes til ca. 450 mio. DKK.

Den finansielle gearing (følsomhed) er derfor stor, hvilket vil kunne give positiv gennemslagskraft i form af høj indtjening, såfremt selskabet er i stand til at vende udviklingen i positiv retning.

Indre værdi er pt. (280/45,5) 6,15 DKK pr. aktie, og indregnes et Q4-underskud reduceres værdien til 5,5 DKK. Dagskursen på 4,05 DKK giver dermed plads til yderligere tab på 65 mio. DKK, hvilket svarer til mere end det dårligste tal i ledelsens EBIT-prognose for 2010/11 tillagt renteudgifter. Børskursen burde således være tilstrækkelig lav allerede nu.

### Konklusion

Aktien blev presset i bund pga. nyheden om det ekstremt store underskud i Q3, der blev præsenteret den 17. marts. En altomfattende opstramning gennemføres nu for at standse tabene og sikre selskabets overlevelse. Et nul-resultat for selve driften forventes opnået i det nye regnskabsår. Tilliden kan dermed blive genopbygget, og likviditeten kan blive forbedret. Aktien er lammet af usikkerhed og risikoaversion på kort sigt. Årsregnskabet (Q4), som præsenteres den 6. juli, må forventes at bringe en afklaring om tempoet i stabiliseringen og genrejsningen. Aktien er derfor en Hold situation på kort sigt. Vi forventer, at selskabet vil klare sig igennem problemerne og i de kommende år kunne udnytte det store potentiale Sterling-ekspansionen har tilført - men gennemførelsen vil være vanskeligere og meget dyrere end oprindeligt vurderet. Aktien er derfor langsigtet en købsmulighed. Forsigtige investorer kan afvente Q4-regnskabet før køb.

**Regnskabstal**

01-05 til 30-04 mio. DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10E	2010/11E	2011/12E
Omsætning	971	1.148	1.297	1.575	1.800	2.050
EBITDAR	163	228	150	25	200	310
EBIT	54	74	-2	-210	-10	110
Resultat før skat	36	69	-79	-215	-20	100
Nettoresultat	26	56	-59	-165	-20	75
Balance	875	1.046	1.090	1.100	1.200	1.350
Likvide aktiver	52	3	4	50	100	200
Forudbetalinger passiv	35	90	178	140	200	225
Rentebærende passiver	329	498	484	425	375	325
Egenkapital	203	200	162	250	230	300
Antal ansatte	541	633	762	825	800	800
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,70	-0,45	1,65
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	5,50	5,05	6,60
EBITDA/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	1,6	11,1	15,1
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	NA	NA	NA	28,3
Egenkapitalandel %	23	19	15	23	19	22

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.

