

## Konklusion

Selskabets første to år med aktivitet fra det tidligere Sterling har haft hårde ydre vilkår. Opsvinget har ikke givet et hurtigt rebound, opbygningen af ruter har været dyr, og hård priskonkurrence har belastet plus særlige forhold som askeskyen. De interne tiltag for at forbedre konkurrenceevnen er omfattende og ser nu ud til at bære frugt. Efterspørgslen og konkurrencen på pris bestemmer derfor tempoet i genrejsningen af indtjeningsevnen. Økonomisk står selskabet svagt efter to år med store underskud. Likviditeten er sikret af et midlertidigt lån, der søges afløst af et banklån baseret på en statslig garanti afgivet under "askeloven". En styrkelse af egenkapitalen ved en aktietegning må anses for sandsynlig i dette regnskabsår. Aktien må betragtes ud fra denne vinkel. Selskabet har et stort udviklingspotentiale, som vil kunne udfolde sig når risikoprofilen er forbedret. Anbefalingen er afvent køb.



Aktuel Kurs: 3,55

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 161,5 mio. DKK

Antal aktier: 45,5 mio. styk

Næste regnskab: Q2 14-12-2010.



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Afvent Køb

Kursudvikling 0-6 mdr.: 2,75 – 4,0

Kursudvikling 12-18 mdr.: 4,0 – 6,0

Tidligere anbefaling: Hold/køb (09-07-2010 ved 3,07)

Hold/Køb (23-03-2010 ved 4,05)

Afvent Køb (29-12-2009 ved kurs 7,35)

### Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fastholder efter Q1 forventningerne til året. Omsætningen ventes at nå 2,0 mia. kr. Driftsresultatet skønnes til et underskud i intervallet 20-80 mio. kr. Spare- og forbedringsprogrammerne Thor og Odin virker som planlagt. Antal fly er reduceret til 26. Højere effektivitet vil øge produktionen med 39 %, og Load faktoren søges maksimeret. Likviditeten vil blive søgt styrket via ansøgning om deltagelse i den statslige garantiordning til hjælp for rejsebranchen (lov nr. 593) og/eller ved refinansiering af fly.



Kursudvikling siden børsintroduktion:

Høj 10,2

Lav 2,40



### Muligheder

Besparelsesprogrammet vil give voksende gennemslag. Effektiviteten er øget væsentligt. Større salg har stor effekt på indtjeningen. Belægningen på udenrigsruterne stiger med tiden. Priskonkurrencen på indenrigs kan ikke fortsætte længe. Discountselskabernes interesse for det danske marked er faldende. Transavia stopper helt. En eventuel markant styrkelse af selskabets finansielle stilling vil kunne reducere risikoprofilen og øge styrken over for konkurrenterne. På længere sigt må der forventes fordel af et nyt konjunkturopsving.

### Risici

Selskabets økonomiske styrke er lav. Likviditeten søges forbedret via lån baseret på en statslig garanti til afløsning af et midlertidigt lån. En aktietegning er derfor en nærliggende mulighed. Efterspørgslen er følsom over for eventuelle ydre påvirkninger. På udgiftssiden er der udsving i USD og oliepris som 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 alle driftsforstyrrelser 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. Pr. 31-07 findes i alt 55 ruter. Selskabet er ledende i dansk indenrigsflyvning med en markedsandel på 46 %. Andelen af den samlede trafik i Københavns Lufthavn er 7,4 %.

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

Omsætningssegment: 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: 830.

Ejerforhold: Bardin ApS 12,3 %, Hellenia 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. 4.000. 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 end forventet. Udvidelsens omfang kan bedst illustreres af personalets størrelse. I året før Sterling udvidelsen var det på 633. I 2009/10 var tallet 820. Passageretallet er blevet fordoblet set over tre år. Indtjeningen er imidlertid løbet af sporet. Prisfald på indenrigsruterne har ramt 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 næsten 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.

Ledelsen er blevet styrket, og en 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

En styrkelse af selskabets økonomiske grundlag er central. Ledelsen er i gang med at ansøge om at opnå en statslig garanti til lån ud fra støtteordningen til kompensation for de problemer, som askelukningen af luftrummet medførte i april måned. Størrelsen er oplyst til at være 86 mio. kr., idet beløbet bestemmes ud fra selskabets aktivitetsomfang. I denne lov (nr. 593) er det desuden fastlagt, at det pågældende lån skal ydes af en bank/kreditgiver, hvor denne selv påtager sig 20 % af risikoen. Forhandlinger herom er i gang jf. Q1 meddelelsen. Et midlertidigt lån er blevet optaget i slutningen af august måned, hvor sikkerheden udgøres af pant i et datterselskab.

Soliditeten er blevet reduceret pga. de to år med store underskud. Tallet udgør 17 % i Q1, og med et forventet underskud af betydelig størrelse for hele regnskabsåret, vil forringelsen fortsætte. En styrkelse af egenkapitalen via en aktietegning er derfor en realistisk mulighed. Herigennem vil selskabet kunne opnå en markant forbedring af sin økonomi, hvorved tilliden samtidig styrkes til gavn for forretningens udvikling. Spørgsmålet er imidlertid, hvor denne kapital skal komme fra.

Året 2010/11 skal være det sidste med underskud, og programmerne til forbedring af indtjeningen udvikler sig som planlagt. Der er tale om en række initiativer: lønnedgang, besparelser, gebyrer for bagage og ombord-service, reduktion af kapaciteten med to fly og højere udnyttelsesgrad for flyene (forventet + 42 % i antal passagerer) sammen med tilpasninger af ruterne og forøgelse af salget.

Især kapacitetsudnyttelsen og effektiviteten ser ud til at kunne få stor gennemslagskraft. Bidraget fra udlejning af fly reduceres dog pga. koncentration om egne ruter.

Konkurrencen på pris er fortsat intensiv selv om selskabet søger at medvirke til en genrejsning til et rentabelt niveau. Her er dansk indenrigstrafik vigtig, og konkurrencen fra især Norwegian er en udfordring. Samarbejdet med SAS og andre ruteselskaber fortsætter som en vigtig del af forretningen. Heldigvis ser en positiv udvikling nu ud til at være indledt i dansk udenrigstrafik fra discount-selskabernes side. Transavia lukker helt sin danske operation fra april, og Ryanair vil alligevel ikke beflyve København foreløbig. Priserne vil dermed igen få mulighed for at blive sat op, og det kan sikre rentabel drift. Selve væksten i markedet er høj, men det sker til et alt for lavt prisniveau. Det er et vigtigt mål for den økonomiske performance at øge belægningen pr. afgang (Load factor). En sådan positiv kombination vil have stor effekt på indtjeningen, da de faste udgifter er høje i ruteselskaber.

De ydre faktorer udvikler sig nu i positiv retning angående konkurrencepresset. To vigtige parametre på udgiftssiden er brændstofpris og USD kurs, og her tegner sig ligeledes en reduceret belastning. Hvor vidt der decideret indtræder en holdbar positiv effekt er uklart.

Cimber Sterling er således ved at få de interne driftsforhold optimeret og på plads. Man er nu afhængig af salgets udvikling og en forbedring af priserne. Økonomisk ventes på et positivt udfald af det ønskede lån baseret på askegarantien.

## Aktien som investering

Forhandling om statsgaranti og etablering af det pågældende banklån er næste milepæl. Da det midlertidige lån må antages at blive betalt tilbage bliver nettovirkningen dog mindre. En refinansiering af flyene er en anden metode til at forbedre likviditeten. Samtidig vil det fortsatte underskud indebære behov for at opnå en styrkelse af egenkapitalen, hvilket beløbsmæssigt må vurderes at omfatte en størrelse på 100 mio. kr. for at opnå en fornuftig soliditet. Herved kan ændringer i ejerstrukturen fremkomme som konsekvens.

Den tekniske afvikling af trafikken forløber godt, og omkostningssiden af forbedringsplanen ser ud til at give gode resultater. Indsatsen for at øge salget kan dermed tildeles større opmærksomhed fra ledelsens side. De seneste trafiktal for august må anses for positive i sit indhold. Foringelsen af likviditeten må ses som konsekvens af afvikling af de tidligere forudbetalte sommerferierejser.

Den løbende udvikling er mest interessant angående priser og belægning, der gerne skal udvikle sig overbevisende i positiv retning. Omkostningsstyringen og driften må forventes fastholdt i et stramt greb. Best Case er en pludselig forbedring af markedsforholdene med et væsentligt løft i prisniveauet, der er uholdbart lavt. Fragang af konkurrenter kan åbne denne mulighed, men hvor hurtigt konkurrencen dæmpes vides ikke.

Selskabets markedsværdi ved kurs 3,55 kr. er 161,5 mio.kr. Egenkapitalen efter Q1 er bogført med 177 mio. kr. Resultatet for Q1 var et underskud på 14 mio. kr. før skat og netto -10 mio. kr. Ledelsens prognose for året er et driftunderskud (EBIT) på 20-80 mio. kr. For 2011/12 kan der foreløbig næppe forventes mere end et beskedent overskud, og først det efterfølgende år har mulighed for at opnå solid positiv indtjening.

Aktiens potentiale ligger i Upside perspektivet for driftens udvikling og eventuel Take Over mulighed. Selskabets langsigtede potentiale er at udnytte den forretningsplatform, hvis opbygning nu er betalt med tre års underskud på samlet (inkl. indeværende år) ca. 450 mio. kr. før skat. Cimber Sterling er et 2,0 mia.kr stort foretagende, der under normale omstændigheder burde kunne præstere minimum 100 mio. kr. i driftsoverskud. Gearingsforholdet (følsomheden) er højt, hvilket samtidig afspejler selskabets øjeblikkelige situation med lav egenkapital og begrænset finansielt råderum pga. de akkumulerede tab. Risikoprofilen er derfor høj.

Vores vurdering er, at aktiens langsigtede potentiale må afvente en afklaring og forbedring af de finansielle forhold. En eventuel aktietegning med fortegningsret vil kunne indebære en discount og dermed pres på aktiekursen indtil en sådan kapitalfremskaffelse er klaret. Afvent køb er derfor vores anbefaling.

## 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	2.050	2.300
EBITDAR	163	228	150	5	150	255
EBIT	54	74	-2	-228	-50	50
Resultat før skat	36	69	-79	-309	-70	30
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-53	23
Balance	875	1.046	1.090	1.115	1.050	1.150
Likvide aktiver	52	3	4	61	100	125
Forudbetalinger passiv	35	90	178	265	300	325
Rentebærende passiver	329	498	484	409	450	400
Egenkapital	203	200	162	187	135	160
Antal ansatte	541	633	762	820	800	800
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-1,16	0,50
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	2,97	3,50
EBITDAR/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	0,3	7,3	11,0
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	NA	NA	NA	15,6
Egenkapitalandel %	23	19	15	17	13	14

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.

