

Konklusion

Selskabets overlevelse er sikret ved aktiekapitaludvidelsen, der tilførte 165 mio. DKK. Mansvell Enterprises Ltd., Cypern, er dermed trådt ind som ny hovedaktionær (71 %). Informationer om et eventuelt fremtidigt samarbejde med andre ruteselskaber forligger der endnu intet om, og selskabet ønskes fortsat børsnoteret. Videreførelse af indsatsen for at opnå positiv indtjening må forventes at have første prioritet for at standse det negative cash flow. Fornyet styrke vil kunne medvirke hertil, men følsomheden er fortsat stor angående eventuelle nye tilfælde af ydre påvirkning af negativ art. Den operationelle gearing er høj med en omsætning pr. dag på 6 mio. DKK.

En genrejsning af Cimber Sterling med udnyttelse af forretningsmuligheder i relation til den nye storaktionærs andre aktiviteter inden for luftfart udgør aktiens langsigtede potentiale. Afvent køb er vores samlede vurdering af aktien som investering.



Aktuel Kurs: 1,63

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 254 mio. DKK

Antal aktier: 156,0 mio. styk

Næste regnskab: 14-09-2011 (Q1).

Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Afvent Køb

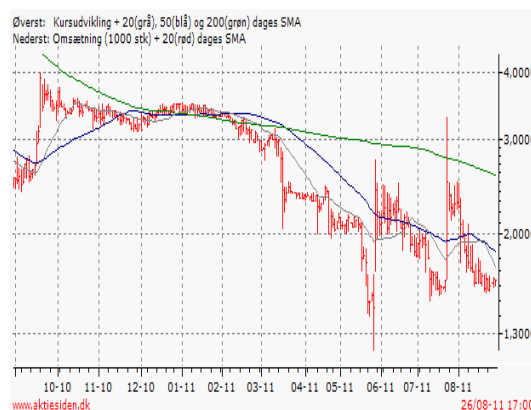
Kursudvikling 0-6 mdr.: 1,5 – 2,25

Kursudvikling 12-18 mdr.: 1,5 – 2,75

Tidligere anbefaling: Hold/ Afvent køb (29-03-2011 ved 2,38)

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Rekonstruktionen af egenkapitalgrundlaget er nu på plads. Der må påregnes gennemført en række tiltag for at styrke selskabets indtjeningsevne og økonomi generelt jf. guidance for årets resultat. Omfanget af samarbejde og/eller integration med den nye hovedaktionærs to svenske selskaber Skyways og City Airlines er ikke afklaret. De foreløbige forventninger for 2011/12 baseret på den hidtidige struktur er et driftsunderskud (EBIT) på 20-60 mio. kr. (-200). Omsætningen påregnes at stige 8 % til ca. 2,1 mia. kr. (1.941).



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 3,91

Lav 1,45



Muligheder

Deltagelse i en konsolidering i branchen giver nye muligheder. Selskabets økonomiske styrke skal genskabes og konkurrencekraften fremover beror herpå. Værdien (goodwill) af den stærke markedsposition i Danmark vil stige i takt med økonomisk forbedring. Optimering af indsatsen af fly kan styrke indtjeningen. I salget er ekstra ydelser til kunderne en vigtig metode. Presset i konkurrencen i Norden fra discountselskabernes side ser ud til at aftage. Olieprisens belastning synes ligeledes at være ved at toppe. Opnåelse af en positiv driftsmargin vil have stor effekt pga. høj omsætning.

Risici

Genrejsning af selskabets økonomiske styrke er central. Opnåelse af positiv driftsindtjening er derfor afgørende for at kunne opbygge en buffer til at absorbere eventuelle nye negative påvirkninger udefra. Luftfart er en branche med meget følsom efterspørgsel samtidig med at faste omkostninger har stor vægt og giver begrænset fleksibilitet på kort sigt. Samarbejde/integration med Skyways og City Airlines kan forandre selskabets forhold markant. Ændringen med en ny storaktionær må påregnes at føre til en række nye tiltag. Fastholdelse af gode relationer til SAS som samarbejdspartner er vigtig.

Facts om selskabet

Virkefelt: Selskabet driver ruteflyvning og udlejning med sine 26 fly fordelt på 3 typer (6 B-737, 11 CRJ200, 9 ATR). Selskabet har 45 ruter fordelt på: 1) 6 i dansk indenrigstrafik (ledende med en markedsandel på 50 %), 2) 15 regionale ruter til store europæiske byer og 3) 24 ruter på feriedestinationer i Sydeuropa (Leisure). Andelen af den samlede trafik i Københavns Lufthavn er 8,2 %.

Indtægtsfordeling jf. årsregnskab 2010/11: Passagerbefordring 79 %, Charter/Udlejning 11 %, Tillægsydelse 5 %, Teknisk service mv. 5 %. En kunde (SAS) står for 16 % af omsætningen, der både omfatter leje af fly og billetsalg.

Fordeling af antal passagerer i 2010/11 (egne ruter): Indenrigs 51 %, Regional 21 %, Leisure 28 %.

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: 840.

Ejerforhold: Mansvell Enterprises Ltd. (Cypern) 70,8 %. Bardin ApS 3,8 %, Helenia Holding ApS 3,8 %, Koch & Nielsen ApS 3,8 %, Ree Kredit A/S 3,2 %, B&MC Holding A/S 1,8 %. Selskabet fik 1.000 aktionærer ved børsintroduktionen. Tallet er senest oplyst til at være ca. 4.500, og 95 % af aktierne (før den store aktietegning) var noteret på navn. I forbindelse med kapitaludvidelsen, hvorigennem der opnås en dominerende indflydelse fra den nye ejers side, har de oprindelige storaktionærer givet tilsagn om ikke at ville sælge ved det tilbud, som nu er lanceret fra hovedaktionærens side.

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 brændstofføkonomiske 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 såvel som 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, men det har alligevel vist sig at være vanskeligt at udnytte denne fordel. En række forhold har stillet sig i vejen: svag efterspørgsel afledt af Finanskrisen, hård konkurrence på det nordiske marked, kraftigt stigende brændstofpriser plus et par ydre belastninger i form af Askeskyen i april 2010 og hårdt vintervejr i 2010/11.

Børsnoteringen tilførte selskabet 262 mio. kr., men denne styrkelse har ikke været tilstrækkelig. Forbedring af driften er ellers gennemført med en række tiltag. Selskabets effektivitet er således blevet forbedret kraftigt uden at skade kvalitetsniveauet omkring regularitet i afgangene. Prisniveauet er atter blevet bedre, men kravene til antallet af passagerer kunne ikke opnås sidste år trods høj vækst. Load factor for flyene er vigtig, og den lå for egne ruter samlet på 65 % sidste år (Indenrigs 62 %, Regional 56 %, Leisure 69 %).

Kapaciteten er blevet tilpasset ved udløb af lejeaftaler for to fly, og optimering af flyenes indsats har også haft positiv betydning for rentabiliteten. Udlejning af fly til blandt andet SAS er derimod reduceret som følge af mindre kapacitet til rådighed.

Indsatsen for at klare sig igennem de hårde ydre vilkår har været flot. Personalet har således medvirket positivt til gennemførelse af besparelser og forbedret udnyttelse af flyene. Udgifterne til brændstof er udsat for en ekstrem stor negativ afvigelse (udgiften steg i det seneste regnskabsår fra 204 til 339 mio. kr.). Det har spoleret indsatsen for at nedbringe tabene og efterfølgende at kunne opnå positiv indtjeningsevne. Fokus har derfor været lagt på håndtering af de løbende opgaver med sikring af likviditet og på længere sigt et tilstrækkeligt solidt egenkapitalgrundlag.

Kapitaludvidelsen på 167 mio. kr. sikrer selskabets fortsatte drift, men det indebærer som konsekvens samtidig en udvanding af de gamle aktionærers ejerandel. Opgaven er derfor nu at opnå en turnaround i indtjeningen, som kan sikre en positiv udvikling på langt sigt.

Fremtidsudsigter

Det akutte problem med behov for at genskabe egenkapitalgrundlaget og likviditeten er bragt på plads. Næste opgave er at få forbedret indtjeningsevnen for at standse underskuddene på selve driften. Her er der omsider udsigt til fald i prisen på brændstof som følge af et knæk i råolieprisen, der efter topnoteringer på næsten 120 USD nu er faldet til 106 USD opgjort for Brent-kontrakten. Dollarkursen er i disse måneder let svingende på et relativt lavt niveau (5,19 kr.), dvs. en positiv effekt. Endvidere skal den nye ejer nu repræsenteres i

bestyrelsen for Cimber Sterling, og man skal hurtigt beslutte sig for hvilken form og omfang samarbejde/integration/sammenlægning skal udmøntes i. Ud over de to svenske selskaber Skyways og City Airlines ejer den nye storaktionær, Igor Kolomoysky fra Ukraine, ligeledes aktieposter i de store ukrainske flagcarrier selskaber AeroSvit og Dniproavia samt leasingaktivitet af fly placeret i Portugal. Et aktivt ejerskab med sigte på udvikling af Cimber Sterling som platform for et dynamisk nordisk luftfartsselskab må således forventes.

Strukturen i finansieringen kan anskueliggøres ud fra den investerede kapital's størrelse, der udgør 339 mio.kr. Den rentebærende nettogæld er dog på 365 mio. kr., hvortil skal lægges et ukendt beløb angående kreditorposter. Den tilførte egenkapital på 165 mio. kr. udgør således 45 % af nettogælden. Selskabet har desuden betydelige forpligtelser angående leje og operationel leasing af fly.

Fastholdelse af en fornuftig kapitalbase er afgørende, og det stiller krav til forbedring af indtjeningen fra driften i det nye regnskabsår for at undgå udhuling. Ledelsens guidance er et tab fra driften på 20-60 mio. kr. baseret på de gældende strukturforhold.

Forandringer må påregnes gennemført hurtigt for at udnytte fælles fordele. Et punkt som åbner sig her er udskiftning af fly for at tilpasse udbuddet endnu bedre end hidtil. Man må derfor forvente, at Cimber Sterling's forretning vil blive forandret markant i den kommende tid. Der foreligger endnu ingen informationer om planer og målsætninger, hvilket giver usikkerhed. Hensigten synes at være at opbygge et betydeligt større luftfartsselskab, som fortsat er børsnoteret. Perspektivet er derfor en spændende udvikling med offensive tiltag. En udvidelse af virkefeltet, der hidtil har været forankret med Danmark som udgangspunkt, vil kunne medvirke til at løse selskabets udfordring med at opnå tilstrækkeligt store indtægter.

De to svenske selskaber er købt af Mansvell Enterprises inden for de seneste 1½ år, idet Skyways med operation ud fra Stockholm som kerne har overtaget City Airways, der opererer fra Göteborg. Begge selskaber arbejder med mindre flytyper (ca. 50 passagerer) og ligner dermed Cimber Sterling. Dog har City Airlines også 3 MD87 fly, der har en kapacitet på 125 passagerer. Dette selskab har desuden vægt på udenrigstrafik, mens Skyways udvider i dette segment ud fra kernen i svensk indenrigstrafik. Der er således i udgangspunktet intet direkte overlap rutemæssigt, mens der med hensyn til størrelsen af fly er tale om samme segment - uagtet flyene er af forskelligt fabrikat.

Et større perspektiv angår forholdet til de ukrainske ruteselskaber og fly-leasing. Sandsynligvis vil der blive tale om uafhængige forretninger med hver sine brohoveder, som så kan søge at samarbejde mest muligt til fælles gavn omkring udnyttelse af kapaciteten.

Sikring af en fornuftig rentabilitet i Cimber Sterling er ledelsens udfordring på kort sigt. Det skal ske ved en kombination af højere priser og bedre belægning. Med et økonomisk rygstød og mulighed for at anvende flyene andre steder end i det hidtidige netværk øges styrken. Konkurrenternes pres mod selskabet vil sandsynligvis aftage i dette lys. Fredeligere forhold for dansk indenrigstrafik burde være i sigte.

God rentabilitet kræver en bruttoavance (EBITDAR: resultat før kapitaludgifter i form af flyleje, afskrivninger og rente samt skat) på 15-18 %, men dette tal påvirkes også af belægningen på flyene. Selskabet er fokuseret på at opnå en holdbar indtjening, og der er ikke længere behov for accept af manglende indtjening pga. oparbejdning af nye ruter. Opnåelse af et underskud af moderat størrelse synes derfor muligt at realisere for regnskabsåret 2011/12, men følsomheden over for eventuelle forstyrrelser udefra er fortsat et svagt punkt.

Aktien som investering

Rekapitaliseringen er bragt på plads. Næste fase bliver forandringer af selskabets forhold, så det passer ind i den nye ejers ramme. Herom er der endnu ikke fremkommet nogen informationer. Usikkerhed præger derfor forholdene lige i øjeblikket. Opgaven for ledelsen er først og fremmest at opnå positiv indtjening fra selve driften for at standse outflow af penge. Cimber Sterling har opnået fornyet styrke og dermed mulighed for forbedring af priser og aftalevilkår samtidig med at konkurrencepresset må forventes at aftage. Desuden er der begrundet håb om lavere brændstofpriser – før eller siden – med positiv indvirkning på flybranchens økonomi.

Soliditeten er fortsat lav, og det giver i sig selv et pres i retning af hurtig og målbevidst handling i driftsmæssige spørgsmål. Vi forventer derfor, at kræfterne fokuseres herpå. Samspillet med hovedaktionærens andre aktiviteter i luftfart må om nødvendigt udskydes midlertidigt bortset fra nye muligheder for udnyttelse af flyene.

Aktien påtænkes fortsat at være børsnoteret, og det frie flow af aktier (19,7 mio. styk) ændres ikke af nytegningen. Et tilbud om overtagelse af andre aktier er fremlagt af den nye hovedaktionær til kurs 1,50 DKK svarende til tegningskursen. Vi finder ikke tilbuddet attraktivt.

Set som investering er det de langsigtede muligheder for genrejsning og deltagelse i en større sammenhæng som udgør potentialet. Uklarhed hersker dog om dette spørgsmål indtil videre. Følsomheden over ydre påvirkninger er fremdeles høj. Afvent Køb er derfor vores vurdering.

Nedenstående estimater for 2011/12 inkluderer tilførslen af 165 mio. DKK fra aktietegningen regnet fra 01-08-2011 (110,5 mio. styk á 1,50 DKK).

Regnskabstal

1.5.-30.4. mio. DKK	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12E
Omsætning	971	1.148	1.297	1.551	1.941	2.150
EBITDAR	163	228	150	5	54	190
EBIT	54	74	-2	-228	-200	-50
Resultat før skat	36	69	-79	-309	-274	-60
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-213	-50
Balance	875	1.046	1.090	1.115	969	1.000
Likvide aktiver	52	3	4	61	19	20
Forudbetalinger passivpost	35	90	178	265	278	300
Rentebærende passiver	329	498	484	409	384	250
Egenkapital	203	200	162	187	-26	90
Antal ansatte	541	633	762	820	840	825
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-4,67	-0,39
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	-0,58	0,58
EBITDAR/Omsætning %	16,8	19,8	11,6	0,3	2,8	8,8
Egenkapitalforr. %	13,6	27,8	NA	NA	NA	NA
Egenkapitalandel %	23	19	15	17	NA	9

Forklaring:

EBITDAR: res. før leje af fly

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 ikke 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.

