

Konklusion

Aktietegningen i juli tilførte netto 158 mio. DKK, der sikrede selskabets økonomiske fundament. En Turnaround mht. indtjening er i gang, men for 2011/12 påregnes fortsat et mellemstort underskud. Forbedret indtjeningsmarginal er nødvendig, dvs. højere pris pr. passager, bedre Load Factor på flyene og om muligt lavere cost. Brændstof belaster fortsat hårdt trods pristillæg herfor. Selve driften foregår effektivt og med tilfredsstillende kvalitet. Ruteplanerne søges løbende forbedret ud fra hensyn til indtjening.

Den nye storaktionær, Mansvell Enterprises Ltd. på Cypren kontrolleret af Igor Kolomoysky, Ukraine, må forventes at gennemføre en dybtgående forandring af selskabets forhold i den nærmest kommende tid. Ledelsen er således netop ændret med Jan Palmer som ny CEO. En form for samordning med de svenske selskaber Skyways og City Airlines, der også er blevet købt af samme selskab i de seneste par år, ser ud til at være på vej. Dannelse af et stort skandinavisk ruteselskab med Cimber Sterling som kerne tegner sig. En sådan udvidelse vil reducere risikoprofilen og give større indre styrke men samtidig ændre hele virksomheden.

En række store forandringer synes forestående med afklaring i de kommende måneder for hurtigt at kunne genrejse indtjeningsevnen. Færdiggørelse af denne opgave har sandsynligvis en tidshorizont på 3-5 år. Aktien kan blive interessant i dette perspektiv, men foreløbig er der tale om en overgangsfase med uklarhed. Afvent køb er vores vurdering.



Aktuel Kurs: 1,31

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 204 mio. DKK

Antal aktier: 156,0 mio. styk

Næste regnskab: 14-12-2011 (Q2).

Anbefaling:

Kort sigt: Afvent Køb

Langt sigt: Afvent Køb

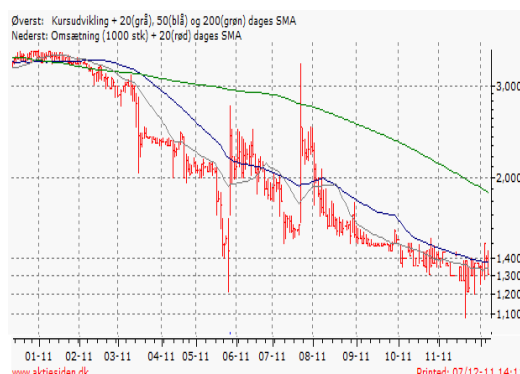
Kursudvikling 0-6 mdr.: 1,5 – 2,25

Kursudvikling 12-18 mdr.: 1,75 – 2,75

Tidligere anbefaling: Hold/ Afvent køb (29-08-2011 ved 1,63)

Selskabet forventninger til indeværende regnskabsår

Rekonstruktionen af egenkapitalgrundlaget er nu på plads. Q1 har sat ny rekord i passagertal. For hele året fastholdes forventningerne om et underskud (EBIT) på 20-60 mio. DKK baseret på en omsætning på ca. 2,1 mia. DKK (1.941). Ledelsen er ændret som følge af det nye ejerforhold. Omfanget af samarbejde og/eller integration med den nye hovedaktionærs to svenske selskaber Skyways og City Airlines er ikke afklaret.



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj	3,5
Lav	1,21

Muligheder

Deltagelse i en konsolidering i branchen giver nye muligheder. Selskabets økonomiske styrke skal genskabes, og konkurrencekraften fremover beror herpå. Goodwill-værdien af den store markedsandel i Danmark vil stige i takt med en økonomisk forbedring. Optimering af indsatsen af fly kan forbedre indtjeningen. Salg af ekstra ydelser til kunderne giver nu resultat. Presset i konkurrencen i Norden fra discountselskabernes side ser ud til at aftage. Olieprisens belastning synes at være ved at toppe men er et usikkert punkt. Opnåelse af positiv driftsmargin vil have stor effekt pga. høj omsætning.

Risici

Genrejsning af selskabets økonomiske styrke er central. Robust driftsindtjening er 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, dvs. høj operationel gearing. 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, der er fordelt på 3 typer (6 B-737, 11 CRJ200, 9 ATR). Selskabet er aktiv med 49 ruter fordelt på dansk indenrigstrafik (ledende med en markedsandel på 48 %), regionale ruter til store europæiske byer og ruter til feriedestinationer i Sydeuropa (Leisure). Andelen af den samlede trafik i Københavns Lufthavn er 8,3 %.

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

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

Ledelse: Jan Palmer (født 1950; udnævnt med virkning fra 01-10-2011); Jacob Krogsgaard CCO (født 1971; cand. merc.); Steen Neuchs Vedel COO (født 1965). Gregory Gurtovoy er ny formand for bestyrelsen.

Medarbejdere: 892.

Ejerforhold: Mansvell Enterprises Ltd. (Cypern) 71,4 %. Bardin ApS 3,8 %.

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 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: langstrakt svaghed i efterspørgslen efter 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 var ikke 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 antal passagerer kunne ikke opnås sidste år trods høj vækst. Load factor for flyene er et afgørende punkt, 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. Optimering af flyenes indsats har også 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 medvirket positivt til gennemførelse af besparelser og forbedret udnyttelse af flyene i vagtplanerne. Udgifterne til brændstof er udsat for en ekstrem stor afvigelse (udgiften steg i det seneste regnskabsår fra 204 til 339 mio. kr.). Det har spoleret indsatsen for at nedbringe tabene og opnå positiv indtjeningsevne igen. Fokus har derfor været lagt på håndtering af de løbende opgaver med sikring af likviditet og et tilstrækkeligt solidt egenkapitalgrundlag.

Kapitaludvidelsen på 158 mio. kr. i juli i år sikrer selskabets fortsatte drift. Den nye storaktionærs kapitaltilførsel betød dog samtidig en udvanding af de gamle aktionæres ejerandel. Opgaven er at opnå en Turnaround i indtjeningen, som kan sikre en positiv udvikling på langt sigt. En form for samarbejde med Mansvell's andre flyselskaber synes på vej som led i hurtigt at gøre selskabet rentabelt.

Fremtidsudsigter

Cimber Sterling er på vej ind i en fase med mange forandringer. Kapitalfundamentet er foreløbig sikret ved aktietegningen, men det er vigtigt hurtigt at opnå en positiv indtjening for ikke at ødelægge dette grundlag. En virksomhed med høj operationel gearing (daglig omsætning er ca. 6,0 mio. DKK) og en kundeside med let påvirkelig adfærd skal være økonomisk velfunderet. Udnævnelsen af Jan Palmer til topchef tyder på ønske om en gennemgribende forandring for at løfte Cimber Sterling op på et niveau med sikker, positiv

indtjening fra driften. Den hidtidige administrerende direktør, Jacob Krogsgaard, skal varetage opgaven som kommerciel chef, ligesom en finanschef skal findes. Dynamikken er fortsat til stede trods hårde tider, og kapaciteten blev i Q1 udvidet med et fly og mere personale.

Den nye storaktionær Igor Kolomoysky fra Ukraine er nu repræsenteret i bestyrelsen, og selskabets forhold må påregnes indpasset i en større plan. Ud over de to svenske selskaber Skyways og City Airlines ejer Igor Kolomoysky ligeledes aktieposter i de store ukrainske Flagcarrier selskaber AeroSvit og Dniproavia samt leasingaktivitet med fly i Portugal. De to svenske selskaber er købt af Mansvell Enterprises inden for de seneste 1½ år. Skyways med operation ud fra Stockholm 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 lagt sin vægt på udenrigstrafik, mens Skyways udvider i dette segment ud fra styrkepositionen i svensk indenrigstrafik. I forhold til Cimber Sterling er der i udgangspunktet intet direkte overlap rutemæssigt, mens der med hensyn til størrelsen af fly er tale om samme segment - uagtet flyene er af forskellige fabrikat.

Cimber Sterling ønskes fastholdt som børsnoteret selskab af de nye ejere. Det peger i retning af en stilling som moderselskab i en koncern, dvs. at en overtagelse af de svenske selskaber kan være forestående – men der foreligger endnu ingen oplysninger herom. Tempoet må forventes at blive højt for at genoprette økonomien i den danske forretning. Samtidig vil en sådan samlet virksomhed bedre kunne afskrække konkurrenterne og herigennem hjælpe til at få dæmpet priskonkurrencen. Det vil hurtigt kunne give bonus på driften.

Belægningen, billetpris og omkostningerne til især brændstof er de vigtigste parametre, som skal forbedres. Sidstnævnte er en ekstern faktor uden for selskabets kontrol, da det beror på råolieprisen. Påvirkningen er samtidig bredere henset til, at en høj oliepris indebærer generelt lavere aktivitet i samfundet og mindre rejselyst pga. stram økonomi. Belægningen må ses i sammenhæng med ruteplanerne, og her trimmes indsatsen for at forbedre indtjeningen pr. døgn samtidig med at dækningen skal være attraktiv og helst matche andre udbyderes tilbud. Samordning med de svenske ruteselskaber kan muligvis åbne nye muligheder.

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. Indeværende år følger i Q1 budgettet med et moderat underskud, men en omfattende Shake Up af virksomheden vil formentlig blive lanceret i løbet af få måneder for en gang for alle at løfte indtjeningsevnen og opnå en markant styrkelse af tilliden til selskabet under de nye ejeres hånd. Ingen i branchen er interesseret i at tabe penge på prestige, markedsandel eller andre påfund, og de ydre forhold er således ved at lysne for Cimber Sterling. Det samme gælder olieprisen, men her har det vist sig ufatteligt svært at få knækket kurven. Når det indtræffer, burde konjunkturforskelene samtidig få et kraftigt positivt skub.

Aktien som investering

Kapitaltilførslen har sikret selskabets økonomi på kort sigt. Næste trin er derfor at få standset underskud og vendt udviklingen til en positiv likviditetsgenerering. En drejning i positiv retning vil i sig selv kunne fremkalde rygvind i form af forbedrede aftalevilkår på grundlag af større indre styrke. Det afgørende punkt for driftsindtjeningen er at få hævet både den samlede indtægt pr. passager og belægningen. Ekstra betaling for supplerende ydelser og brændstoffillæg har derfor vægt som led i denne indsats. Udnyttelsen af kapaciteten i form af de 26 fly forbedres løbende mht. indsats på destinationerne, men den samlede tid i aktiv drift pr. døgn kan næppe presses højere op.

Set som investering bliver fremtiden i forhold til de to svenske selskaber interessant. Såfremt de indlemmes som datterselskaber under Cimber Sterling ved udstedelse af aktier som betaling, vil størrelsen blive forøget markant og risikoprofilen reduceret som følge af virkning. Imidlertid foreligger der overhovedet ingen informationer om de overordnede tanker eller planer desangående. Hensigten synes dog at fremstå klart omkring dannelse af et større skandinavisk ruteselskab, og udnævnelsen af Jan Palmer som ny topchef understreger dette.

Det nuværende tidspunkt må derfor betegnes som en overgangsfase med manglende klarhed omkring store, forestående forandringer. Vi kan kun opstille et omrids af et sandsynligt udfald. Vores vurdering er, at forandringerne vil blive gennemgribende og udført hurtigt.

Kun 0,6 % af aktiekapitalen udnyttede købstilbuddet fremsat af den nye storaktionær, og det frie flow af aktier er derfor næsten uændret. Med fortsat underskud og lav egenkapitalandel er selskabets økonomi stadigvæk under pres men i et acceptabelt omfang. Tunraround til positiv indtjening er fortsat hovedpunktet for ledelsen at opnå. Olieprisen er begyndt at falde (Brent 101 USD mod en top på 120 USD), men samtidig er der i disse måneder indtruffet en ny stigning i Dollarkursen (5,63 DKK), som har negativ indvirkning.

Afklaring omkring selskabets fremtidige profil og mulige sammenhæng med de svenske selskaber må forventes inden årets udgang. Usikkerheden og risikoen vil dermed blive ændret i positiv retning, må det formodes. Afvent køb er fortsat vores anbefaling. En genrejsning af selskabet til en placering som et stærkt og rentabelt ruteselskab må påregnes at være et projekt med 3-5 års horisont.

Nedenstående estimater for 2011/12 inkluderer tilførslen af netto 158 mio. DKK fra aktietegningen regnet fra 01-08-2011 (110,5 mio. styk á 1,50 DKK minus udgifter hertil).

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	-70
Nettoresultat	26	56	-59	-229	-213	-53
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	79
Antal ansatte	541	633	762	820	840	850
Res. pr. aktie DKK	1,43	3,11	-3,27	-5,00	-4,67	-0,41
Indre Værdi pr. aktie DKK	11,28	11,13	9,02	4,11	-0,58	0,51
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	8

Forklaring:

EBITDAR: Bruttoresultat før
leje af fly mv.

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.

