

HD (R) hovedopgave 2009

Værdiansættelse af SAS koncernen



Christian Kjærgaard

Xin Zhuo

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Indholdsfortegnelse

Indledning.....	5
Problemformulering.....	6
Opgave struktur.....	7
Målgruppe.....	8
Afgrænsning:	9
Metodevalg.....	10
Beskrivelse af SAS og dens strategi.....	12
SAS koncernens struktur	12
Corporate Governance.....	12
Strategi 2011	14
Baggrund.....	14
Indhold i Strategi 2011	15
Kulturel vending.....	15
Fokus på luftfart	16
Koncentration i Nordeuropa.....	16
Harmonisering og udvikling af kunde tilbud	17
Konkurrencedygtighed i alle dele af forretningen.....	17
Vækst.....	18
Strategisk analyse.....	19
SAS koncernens omgivelser	20
Politisk og lovgivningsmæssig.....	20
Økonomisk.....	20
Sociokulturel	21
Teknologisk.....	21
Miljø	22

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Sikkerhedsmæssige regler.....	22
Delkonklusion på SAS koncernens omgivelser	23
Luftfartssektoren	24
Indgangsbarrierer	24
Købers styrke	25
Substitutter	26
Leverandører	27
Konkurrence fra rivaler.....	27
Delkonklusion på luftfartsektoren	29
SAS koncernens værdikæde	30
Delkonklusion på SAS koncernens værdikæde	32
SWOT analyse Strategi 2011.....	33
Styrker	33
Svagheder.....	33
Muligheder.....	33
Trusler.....	33
SAS koncernens strategiske valg	34
Suitability, konsolidering.....	36
Acceptabilitet, konsolidering	37
Feasibility, konsolidering.....	38
Suitability: Kulturel forandring.....	38
Acceptabilitet, kulturel forandring	39
Feasibility, kulturel forandring.....	40
Delkonklusion, SAS koncernens strategiske valg	40
Konklusion, Strategi 2011 strategisk analyse	41

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Core SAS strategisk analyse	42
Suitability, Core SAS	43
Acceptability, Core SAS	44
Feasibility, Core SAS	45
SWOT analyse Core SAS	46
Styrker	46
Svagheder	46
Muligheder	46
Trusler	46
Konklusion, Core SAS strategisk analyse	47
Rentabilitetsanalyse	48
Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)	48
Return on Invested Capital (ROIC)	50
Delkonklusion på rentabilitetsanalysen	55
10 års budget/prognose	56
Forventninger	56
Væksten i antal af passagerer/omsætningen	56
SAS Scandinavian Airlines (SK)	57
Widerøe	58
Blue1	59
Omsætningen for SAS koncernens hovedforretning	60
Omsætningen for SAS Aviation Services (AS)	60
Omkostninger/EBITDAR	61
Værdiansættelse	62
Den tilbagediskonterede cash flow model	62

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

SAS' aktiens værdi.....	64
Delkonklusion på værdiansættelse.....	65
Konklusion	66
Litteraturlisten	69
Bilagsmaterialer	71
Bilag 1	72
Bilag 2	73
Bilag 3	74
Bilag 4	75
Bilag 5	76
Bilag 6	77
Bilag 7	81
Bilag 8	82
Bilag 9	83
Bilag 10	84
Bilag 11	85
Bilag 12	85

Indledning

SAS har igennem de sidste 62 år¹ udviklet sig til nordens største luftfartselskab.

SAS' aktie er noteret på den svenske, den danske og den norske børs. SAS ejes i dag hovedsagelig af den svenske, den danske og den norske stat. Tilsammen har de en ejerandel på 50 %.²

I perioden 2003-2007 har SAS haft en kraftig vækst i aktiekursen. Aktiekursen er mere end femdoblet. Stigningen i aktiekursen har fulgt den procentvise stigning i OMXSB (Svensk børs)³.

Omverdenens interesse for SAS blev vækket af den seneste udvikling med kriser i luftfartsselskaber, og den nuværende finanskrisen, og diverse købsrygter.

SAS har to forskellige strategier der skal holde koncernen konkurrencedygtig på lang sigt. Først strategi 2011 fra 2007, og sidst Core SAS fra 2009. Begge har haft til formål at styre koncernen igennem nogle hårde økonomiske perioder.

Den seneste melding omkring SAS er, at de vil lancere en stor strategi pakke samt udstede nye aktier ved en aktie emission den 18. marts 2009 til en kurs på 2,63 SEK.

I denne anledning er det interessant at studere nærmere helt præcist hvad SAS aktien er værd.

For fordeling af opgavens afsnit mellem opgavens forfattere henvises til bilag 12.

¹ <http://www.sas.dk/da/Om-SAS-Danmark2/Historie/60/>

² <http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>, ejer struktur efter aktieemission i marts 2009 er ikke offentliggjort ved redaktions afslut.

³ <http://www.sasgroup.net/SASGroup/default.asp>, Share price

Problemformulering

Aktieemissionen til udbudt kurs på 2,63 SEK med handelskurs 5,55 SEK den 18. marts 2009, og SAS koncernens seneste turbulente historie har ledt os frem til hovedproblemstillingen i denne opgave:

Hvad var SAS aktiens beregnede værdi ved aktieemission den 18. marts 2009?

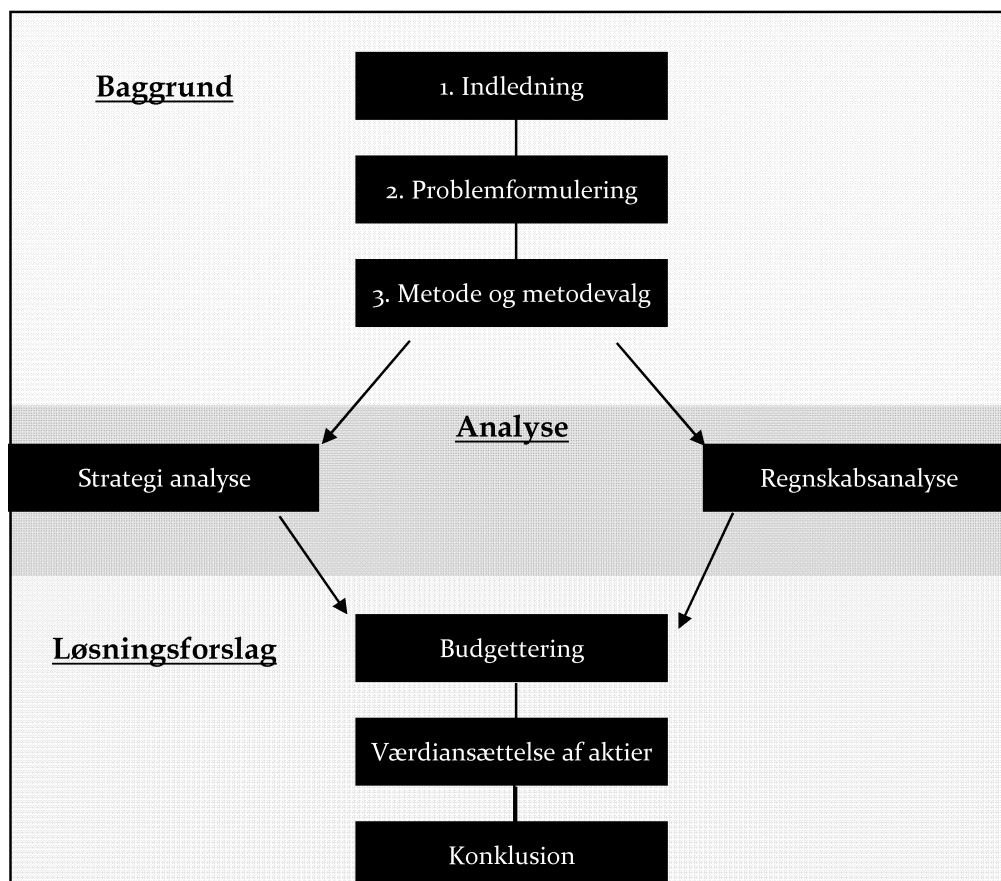
Vores opgavebesvarelse vil tage udgangspunkt i nedenstående uddybende spørgsmål:

1. Hvad er SAS' strategiske position
2. Hvad kan det forventes at SAS' strategier
3. Hvordan har udviklingen i SAS' historiske økonomiske resultater været
4. Hvilken fremtidig økonomisk udvikling kan forventes på baggrund af SAS' nuværende økonomiske situation og strategi.

Besvarelsen i opgaven vil tage udgangspunkt fra den private minoritets investors synsvinkel.

Opgave struktur

Opgaven vil blive besvaret ud fra følgende struktur.



Kilde: egen tilvirkning

Med udgangspunkt i problemstillingen vil opgaven blive indledt med en kort introduktion af SAS.

Den strategiske analyse vil blive anvendt til at belyse fremtidsudsigterne for SAS' konkurrence position og de forhold i omverdenen, der kan påvirke investorenes værdiansættelse af SAS-aktien.

I regnskabsanalysen vil SAS' historiske regnskabstal blive analyseret.

Inden den endelige værdiansættelses proces, vil konklusioner fra strategi analysen og regnskabsanalysen anvendt til at estimere den forventede økonomiske udvikling i SAS.

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Med udgangspunkt i de fastlagte økonomiske forventninger estimeres SAS-aktiens værdi.

Afslutningsvis vil aktiens værdi blive beregnet værdi og sammenholdt med handelsværdien pr. 18. marts 2009. Derefter diskuteres om hvorvidt SAS-aktien er under- eller overvurderet.

Målgruppe

Opgaven henvender sig til SAS' eksisterende private aktionærer og til eventuelle nye investorer. Hensigten med opgaven er at give en objektiv vurdering af værdiansættelsen af SAS-aktien i forhold til aktieemissionen og koncernens omstændigheder. Selskabet vil også blive vurderet i et fremtidsperspektiv ud fra den strategiske analyse.

Opgaven er ikke velegnet til statslige aktionærer, da de statslig aktionærers værdiopfattelse er anderledes i forhold til private investorer, som er mere den, at skabe afkast til deres investeringer.

Afgrænsning:

Der vil ikke blive foretaget en analyse af konkurrenterne. En fyldestgørende analyse af hver af disse ville være en opgave i sig selv. Der vil derfor blive foretaget antagelser omkring konkurrenter baseret på disses overordnede resultater, og deres aktiekurs mv.

En international virksomhed som SAS kan ikke undgå at blive ramt af finanskrisen. Årsager til finanskrisen vil dog ikke blive behandlet, da dette er udenfor denne opgaves område. Hvor meget SAS er påvirket af finanskrisen, og hvornår SAS ikke længere er påvirket af finanskrisen er alene baseret på en vurdering, da det ikke er muligt at fastlægge dette.

Kun offentligt tilgængelige informationer er anvendt i opgaven. Der har ikke været mulighed for at anvende interne informationer fra SAS. Dette påvirker ikke opgavens konklusioner, da en analytiker eller privat investor ikke vil have adgang til disse. Dermed giver opgaven en objektiv analyse.

Udover passager flyvning, har SAS også en række andre forretningsområder som SAS Aviation Services. Analyserne i opgaven vil ikke være opdelt på de enkelte forretningsområder. Analysen vil blive foretaget på koncernniveau, da en opdeling vil blive for omfattende i forhold til opgavens omfang. Dog i tilfælde hvor en opdeling vil have en væsentlig betydning for analysen, vil der blive foretaget analyse på forretningsområder.

Redaktion sluttet den 30. april 2009, hvorfor data/oplysninger efter den dato ikke vil blive behandlet i opgaven.

Metodevalg

Strategianalysen vil starte med en kort præsentation af SAS koncernens struktur, og en beskrivelse af den i 2007 udfærdigede Strategi 2011 plan. Derefter vil denne strategi blive bedømt ved at begynde med en analyse af SAS koncernens miljø.

For at systematisere analysen benyttes PESTEL analysen til at beskrive omgivelserne. Formålet med denne model er at beskrive hvilke omstændigheder flybranchen og særligt SAS koncernen fungerer under.

Hvis resultatet af analysen for eksempel bliver at flybranchen er let at danne profit og vækst i, så vil det virke positivt på den endelige værdiansættelse.

Derefter benyttes Porters Five Forces til at vurdere hvor hård konkurrencen er mellem aktørerne i selve luftfartsbranchen. Som med PESTEL vil lav konkurrence tegne til at SAS kan stige i værdi, og hård konkurrence betyde at det vil være sværere for SAS koncernen at udvikle sig, fordi flere ressourcer skal bruges bare for at holde sig på højde med konkurrenterne.

For at illustrere konkurrencemæssige fordele eller handicap i selve SAS koncernen bruges værdikæden til at dele organisationen op i funktionelle elementer, og påpege hvor der måtte være problemer eller konkurrencemæssige fordele.

De vigtige pointer fra disse analyser vil blive sammenfattet som punkter i en SWOT opstilling.

Med denne baggrund for SAS koncernens tilstand og beslutninger på plads, vil den præsenterede Strategi 2011 blive kort analyseret efter Porters generiske strategier, for at fastslå hvad for en retning strategien udstikker for koncernen. Derefter vil strategien blive prøvet for suitability, acceptability og feasibility.

Det vil vise om strategien har svar på og passer til koncernens problemer, om den vil kunne blive godtaget af koncernens stakeholders, og om den har realistiske muligheder for at kunne lykkes.

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

I 2009 udstikkes en ny strategi ved navn Core SAS. Denne vil blive analyseret på samme måde som Strategi 2011 som en fortsættelse af denne under nye vilkår.

Den tilbagediskonterede cash flow model (DCF) er valgt som værdiansættelsesmodel i opgaven, da det er en af de mest udbredte værdiansættelsesmodeller og at den er uafhængig af anvendt regnskabspraksis⁴, er det mest praktisk at vælge den, da SAS anvender svensk regnskabspraksis, som er anderledes end f.eks. dansk årsregnskabslov.

DCF modellen:⁵

$$EV_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \quad (1)$$

EV = Estimeret værdi (både egenkapital og rentebærende gæld)

FCF = Frit cash flow til selskabet (både ejere og långivere)

WACC = Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger (både ejere og långivere)

⁴ Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget december 2002, side 43.

⁵ Fagligt notat, side 43.

Beskrivelse af SAS og dens strategi

SAS koncernens struktur

SAS koncernen er sat sammen af det overordnede holdingselskab SAS AB, som ejer medlemsselskaberne.

Dette inkluderer SAS Danmark, Norge og Sverige, Scandinavian Airlines System, som står for administrationen af SAS flyene, samt selve luftfartsselskaberne, Danmark, Norge, Sverige.

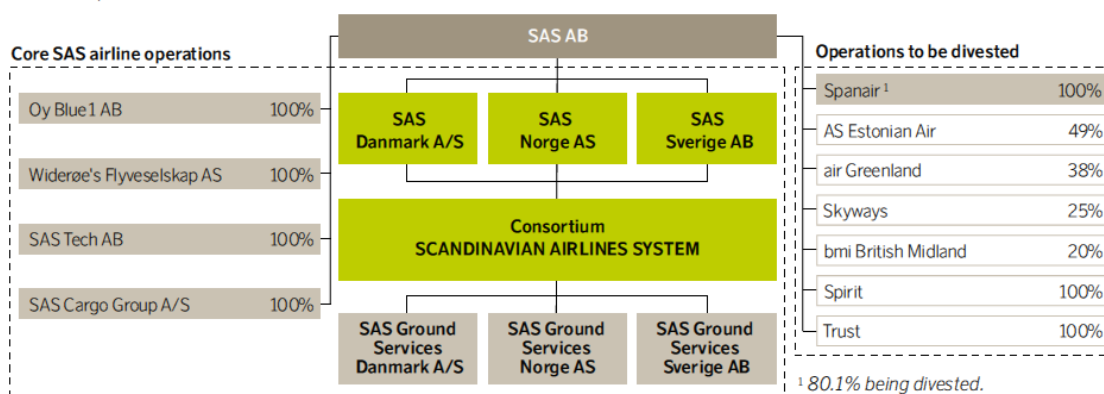
Ved siden af SAS selskaberne ejer SAS AB også flere datterselskaber, som f.eks. SAS Aviation Services.

Dertil kommer aktieposter i flere andre selskaber.

Hele strukturen er som illustreret:⁶

SAS Group legal structure

March 12, 2009



Corporate Governance

SAS koncernen styres af et holdingselskab ved navn SAS AB. Selskabet styres efter den svenske selskabslov.

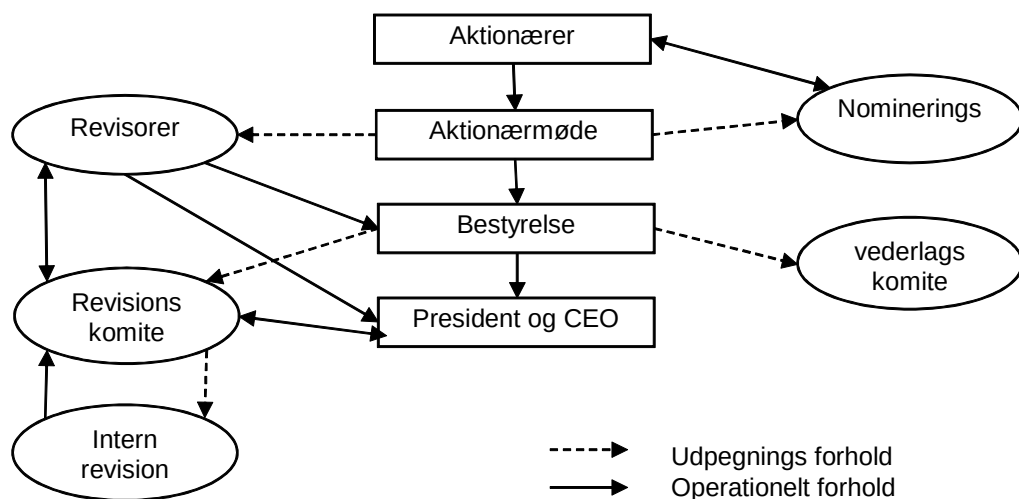
⁶ SAS årsrapport 2008, side 97

Selskabets udtrykte formål er at øge shareholder value.⁷ Alt efter hvilken type aktionær der er tale om, kan dette være forrentning af investeringen eller mere sociale perspektiver, for henholdsvis private og offentlige investorer.

Til dette formål har selskabet en hovedtype aktie. Den ene aktie giver afkast, og alle rettigheder der ellers er fastlagt gennem svensk lovgivning.

Derudover findes der en anden aktie som ikke giver afkast, men hvor hver aktie til gengæld er lig med en stemme til aktionærmøder.⁸ Denne aktie fungerer som en slags sikkerhed for koncernens luftruter, så disse ikke umiddelbart kan overtages af konkurrenter. Da denne aktie ikke er direkte omsættelig, behandles den ikke yderligere i denne opgave.

Corporate Governance modellen for SAS AB er som følger:



Kilde: SAS årsrapport 2008

Gennem denne struktur får aktionærerne ret til at kontrollere bestyrelsen gennem aktionærmødet. Samme sted udpeges revisionen, så aktionærernes tillid til de økonomiske rapporter styrkes.

⁷ SAS årsrapport 2008, side 105

⁸ SAS årsrapport 2008, side 56

Den udpegede bestyrelse udpeger selv koncernens topchef, og gennem vederlagskomiteen har de kontrol over ledelsens aflønning.

Strategi 2011

I 2007 fremlagde SAS' ledelse en ny strategisk vision, som havde til formål at klare virksomheden gennem de problemer den fandt sig selv i, samt forberede den til udfordringerne ledelsen så på horisonten, og derved øge selskabets værdi.

Denne vision kaldes Strategi 2011. I 2009 blev denne strategiplan videreført med strategi Core SAS.

Det vigtige spørgsmål er, om strategien tager højde for selskabets væsentlige problemstillinger, og giver fyldestgørende svar på disse, på det tidspunkt hvor strategien blev udformet?

Baggrund

I 2006 havde SAS et overskud på lidt over en milliard SEK. Siden 2001 havde virksomheden tabt næsten seks milliarder SEK.⁹

Dette tab var blevet finansieret ved at frasælge aktiver, og gennemføre omkostningsreduktioner. Men overlevelse ved frasalg blev ikke anset som en langsigtet model til overlevelse.

Det blev anslået at SAS gruppen skulle opnå EBIT på 7 %, lig med et årligt overskud på fire milliarder SEK for at sikre sin overlevelse.¹⁰

På denne baggrund lancerede SAS' ledelse Strategi 2011 i et forsøg på at fastholde og forbedre den positive udvikling de havde haft i de foregående år, og for at styrke deres position mod fremtidige trusler.

⁹ Årsrapport 2006

¹⁰ Strategy 2011, side 18

Indhold i Strategi 2011

Overordnet har Strategi 2011 følgende punkter:¹¹

- Kulturel vending
- Fokus på luftfart
- Koncentration i Nordeuropa
- Harmonisering og udvikling af kunde tilbud
- Konkurrencedygtighed i alle dele af forretningen

I nærmere detaljer bestod punkterne af følgende:

Kulturel vending

Efter at havde frasolgt aktiver og ment at have vendt den finansielle udvikling i koncernen, ønskes der at selve den kulturelle struktur i SAS laves om.

SAS koncernen har haft en historie med mange konflikter mellem SAS og medarbejderorganisationerne. Disse har forårsaget økonomiske tab og skade på koncernens image.

Dette skal især ses på baggrund af at en af de meget tabsgivende episoder i 2007 var strejkerne i koncernen.¹²

Strejkerne i Danmark og Sverige betød tabte flyafgange, og må antages at have skadet SAS' omdømme blandt kundegrupperne. Det bør desuden noteres at 2007 strejkerne blot var de sidste i en lang række af konflikter der med mellemrum har præget SAS koncernen i de sidste mange år.

Konkret set gør dette punkt ud på at gennem samarbejde med fagforeningerne, at skabe en dialog der fremmer virksomhedens konkurrenceevne gennem medarbejdere der er mere villige til at omstille sig til nye omstændigheder. Til gengæld lægges der op til at medarbejderne kan opnå fordele som profitdeling og medarbejder aktier.

¹¹ Strategy 2011, side 20

¹² SAS årsrapport 2007, side 4

Fokus på luftfart

Dette punkt drejer sig i sin simpelhed om at SAS ønsker at gøre det SAS er bedst til. SAS ønsker at fokusere på deres kernekompetence, som er luftfart.

Dette drejer sig om at luftfart udgjorde 90 % af SAS koncernens omsætning i 2006.¹³ Så det er naturligt at det er dette område de vælger at holde fast i.

Denne udvikling er allerede begyndt i 2007 ved frasalget af flyveskoler og lufthavnsservice virksomheder.

SAS koncernen vil holde fast på Scandinavian Airlines Danmark, Norge, Sverige, og International, samt Widerøe og Blue1. De vil søge aktiemajoritet i airBaltic og Estonian Air.

De vil overveje om de ønsker at beholde SAS Ground Services, SAS Technical Services og Spirit.

Spanair, Newco, bmi, og Air Greenland er planlagt at blive afhændet.¹⁴

På den måde vil SAS kun beholde luftfart, og de nærmest beslægtede funktioner, samt koncentrere sig om Skandinavien og Østersø områderne. SAS International beholder visse ruter til de større lande, som Kina, USA og Japan.

Koncentration i Nordeuropa

SAS koncernen ønsker at bygge videre på deres i forvejen stærke position i Nordeuropa (Skandinavien og Østersø regionen). Dette er baseret på, at deres markedsandel på dette marked er 45 %.¹⁵ Samt at SAS koncernen har eneret på mange nordiske ruter fra de nordiske regeringer.

¹³ Strategy 2011, side 8

¹⁴ SAS årsrapport 2007, side 8 - Spanair er afhændet marts 2009

¹⁵ Strategy 2011, side 10

Denne stærke udgangsposition ønsker SAS koncernen at bruge som basis for deres videre vækst, ved at udvikle ruter og øge fleksibiliteten indenfor dette geografiske område.

På lang sigt skal SAS koncernen vinde sine indtægter til sine overlevelsescrav og fremtidig vækst indenfor dette område.

Harmonisering og udvikling af kunde tilbud

SAS forventer øgede kundekrav i fremtiden. Udviklingen går allerede i retning af at firmakunder ønsker lavere priser, som dem der gives til privatkunder, og privatkunder ønsker komfort som den der gives til firmakunder.¹⁶

Mens dette betyder at der i mindre grad skal tages højde for forskellige kundegrupper, betyder det også at den samlede kundemasse har overordnet højere krav til service og fleksibilitet, når de flyver.

SAS koncernen vil oprette en ledelsesgruppe med medlemmer fra alle koncernens luftfartsselskaber. Denne ledelsesgruppe har til formål at harmonisere serviceniveau og priser mellem alle koncernens medlemmer og produkter, så de bliver mere tilgængelige for kunderne.

Der vil også blive foretaget yderligere fokus på loyalitetsprogrammer så som EuroBonus.

Konkurrencedygtighed i alle dele af forretningen

I lyset af stadig stærkere konkurrence forventes det at det stadigvæk vil være nødvendigt med besparelser.

Derfor vil der indtil 2009 blive foretaget besparelser på 2,1 milliarder SEK i koncernens underselskaber, 0,3-0,4 milliarder SEK i central administrationen, og 0,3-0,4 milliarder SEK ved centralisering af indkøbsfunktionerne.¹⁷

¹⁶ Strategy 2011, side 13

¹⁷ Strategy 2011, side 15

Samlet set giver det besparelser på ca. 2,8 milliarder ud af de fire milliarder SAS koncernen skal forøge deres overskud med for at kunne overleve.

De resterende 1,2 milliarder skal derfor komme fra de andre elementer af Strategi 2011, for eksempel øgede indtægter.

Vækst

Som en del af Strategi 2011 skal antallet af kunder forøges med 20 % indtil 2011.¹⁸ Dette forventes for en stor del at ske indenfor privatkunder.

For at maksimere profit per kunde for den øgede kundemængde, skal flere kunder inspireres til at anvende administrativt billige måder til at handle med SAS, f.eks. køb af billetter og check-in over internettet.

¹⁸ Strategy 2011, side 16

Strategisk analyse

Den første del af den strategiske analyse af SAS koncernen vil tage udgangspunkt i tre niveauer, og vurdere dem imod de retningslinjer der er fremlagt i Strategi 2011. Derefter følger en kortfattet analyse af Core SAS strategien fra 2008.

Først vil SAS' interne situation og kapaciteter blive analyseret. Dette vil blive gjort i en lagdelt struktur, der starter med at analysere omgivelserne, derefter luftfartsbranchen, og til sidst SAS koncernens egen værdikæde og kapaciteter.

Den interne del vil blive sluttet af med en SWOT analyse som vil fungere som en opsummering af afsnittets konklusioner.

Kapitlet om SAS koncernens strategiske valg analyserer nærmere hvad SAS koncernens Strategi 2011 går ud på, hvad planens virkemidler er, og hvordan den skal fungere. Her beskrives også Strategi 2011 planens baggrund og konsekvenser.

Strategien testes så for suitability, acceptability, og feasibility, for at efterprøve om Strategi 2011 kan anvendes af SAS koncernen, og om den svarer på koncernens udfordringer.

Layers of the business environment



Kilde: Wikipedia

SAS koncernens omgivelser

For at give et billede af SAS koncernens makromiljø anvendes PESTEL analysen.¹⁹
Denne bruges til at udpege nøgle forandrings drivere i koncernens omgivelser.

Politisk og lovgivningsmæssig

SAS koncernen er bakket op af politiske interesser i de nordiske regeringer, som øjensynligt anser det for vigtigt at de har en form for lokalt luftfartsselskab tilknyttet deres lande.

Dette kan forårsage at SAS koncernen tvinges til at have ruter, som har regeringernes interesse, men som ikke er økonomisk optimale.

Økonomisk

Stadig stigende disponible indkomster for befolkningerne i SAS koncernens markeder vil få markedsgrundlaget til at stige.

En stadig jævn udvikling af den økonomiske situation i positiv retning vil gøre det relativt let at få finansieret udgifter.

Meget lav arbejdsløshed i koncernens rekrutteringsområder gør det vanskeligt at presse medarbejderorganisationer til at acceptere strengere vilkår.

Positiv udvikling af ejergruppernes økonomi gør det lettere at få dem til at skyde flere penge i koncernen. Her tænkes særligt på de nordiske regeringer.

I tilfælde af en økonomisk omvæltning, som f.eks. en økonomisk krise, vil kunne vende alle de ovenstående økonomiske punkter i stik modsat retning. Dette er tilfældet med den nuværende finanskrise.

¹⁹ Johnson, Scholes, Whittington: Exploring Corporate Strategy 7th edition. Pearson Education Limited 2006. Side 65

Sociokulturel

Ændringer i livsstil får kunder til at kræve højere kvalitet, særligt for privatkunder, og lavere pris, særligt fra firmakunder.

Højere fleksibilitet i kundegruppernes liv stiller større krav til fleksibilitet i koncernens produkter. Dette kræver blandt andet opdateringer af loyalitetsprogrammer.

Det er sandsynligt at den demografiske udvikling af kundegrupperne også vil føre til efterspørgsel af ruter til flere og fjernere destinationer. Dette går imod SAS koncernens mål om konsolidering.

Teknologisk

Der udvikles stadig større og mere økonomiske fly. Det kan være nødvendigt at investere i nye fly, for at have konkurrencemæssig optimal rentabilitet.

Dog vil SAS koncernens konsolidering føre til kortere ruter for de fleste afgang, så det vil være begrænset hvor meget SAS skal investere i større fly.

På jorden vil SAS koncernen skulle opgradere med nyeste teknologi indenfor bagage håndtering og passager service. Dette vil være nødvendigt for at kunne yde lige så god service i de nordiske lufthavne der er domineret af SAS koncernen, som der gives i tilsvarende europæiske lufthavne.

Nogle teknologiske fremskridt kan dog meget vel være besparende på lang sigt, som f.eks. internet booking og check-in.

Miljø

Der vil komme stadig strengere love omkring miljøet, udledningsgasser, brændstofforbrug osv.

Det må antages at disse vil være en stigende omkostning for SAS koncernen. I værste fald kan der komme krav om hele flytyper udskiftes for at overholde emissionslovgivning.

Til gengæld vil denne lovgivning sandsynligvis blive bestemt på international basis, så alle aktører indenfor luftfart vil blive ligeligt ramt. Desuden kan SAS koncernen bruge sine miljøudgifter som en slags reklame for hvor miljøbevidst koncernen er.

Allerede i årsrapporten 2007 slås det op med store bogstaver, hvor meget SAS koncernen gør ud af at være miljøbevidst.

Sikkerhedsmæssige regler

Luftfart er underlagt strenge love om sikkerhed. Dette er både love om almindelig sikkerhed mod uheld, men særligt efter 11. september 2001 er det også internationale krav om sikkerhed mod terrorister.

Begge disse typer lovgivning gør at fly står på jorden længere end det måske er nødvendigt. Dette koster igen penge.

Delkonklusion på SAS koncernens omgivelser

Det er uafklaret om kundernes krav til kvalitet og pris kan imødekommes af et indskrænket og konsolideret SAS.

SAS koncernen står overfor høje krav omkring miljøbeskyttelse og kundernes krav til kvalitet og pris.

På samme tid hæmmes SAS koncernen af en dårlig forhandlingsposition overfor sine ansatte og deres krav.

SAS koncernen finder dog støtte hos de nordiske regeringer, som ejer aktiemajoriteten. Disse vil givet vis være villige til at yde SAS koncernen støtte til omlægninger, og måske til drift af koncernen.

Generelt gode økonomiske tider tyder på at markedet vil vokse, hvilket vil støtte SAS koncernens mål om vækst og øget profit.

Den efterfølgende finanskriser ændrer dog væsentligt på de økonomiske omgivelser, hvilket forværrer situationen for SAS koncernen.

Luftfartssektoren

Til at identificere og vurdere konkurrencen indenfor luftfartssektoren bruges Porters Five Forces modellen.²⁰



Kilde: Wikipedia

Det vigtige her er at bedømme om der er konkurrenter med samme eller større styrke end SAS koncernen, om markedet er differentieret og i vækst, og om der er store indgangs og udgangsbarrierer.

Indgangsbarrierer

Der er ganske væsentlige barrierer for at der kan komme nye aktører ind i luftfartssektoren.

En ny aktør skal købe sig ind på et meget fast antal ruter og afgangse for at kunne deltage.

Antallet af lufthavne i verden er begrænset af luftrummet's størrelse, og disse lufthavne kan kun betjene et vist antal afgangse og ankomster i løbet af en dag.

²⁰ Johnson, Scholes, Whittington: Side 78

Et af de vigtigste aktiver et luftfartsselskab derfor er i besiddelse af, er deres lovede afgang og ankomster. Et af de største mål med overtagelsen af andre luftfartsselskaber er derfor at opnå ejerskab over selskabets ruter.

Da der er mulighed for at lease fly, er der ikke så stor barriere for anskaffelsen af selve flyene. Dette aktiv kan anskaffes og afhændes igen uden de store vanskeligheder. Det er dog muligt at et selskab med en 100 % leasede fly ville have betydeligt højere løbende udgifter end et selskab med selvejede fly, eller en kombination valgt med hensyn til fleksibilitet.

Det er dog lykkedes flere lavpris selskaber at etablere sig selv gennem leasing af fly. Disse selskaber har været medvirkende til at forhøje konkurrenceniveauet for luftfartsektoren, da det at være etableret flyselskab ikke længere er så uangribelig en position som det engang var.

Truslen fra nye aktører hjælper altså med til at skærpe markedskrav til priser, men ikke i så høj grad til service.

Samlet set er der høje indgangsbarrierer grundet begrænset luftrum, krav om ruter og store kapitalkrav.

Købers styrke

Der er kun meget begrænset mulighed for at kunder opretter egne luftfartsselskaber, så baglæns integration er en lille risiko.

Den gennemsnitlige kunde vil være ligeglad med hvilket selskab han flyver, så længe han, eller hans fragt, kan blive fragtet til sin destination til tiden og med acceptabel komfort. Der er derfor kun lille organisk kundeloyalitet i sektoren.

Kunder kan frit vælge mellem mange udbydere på luftfartsmarkedet. Denne valgfrihed giver kunden stor styrke i forholdet. Dog kan visse ruter være dominerede af bestemte udbydere. Udenfor disse ruter er luftfartsselskaberne nødt til at finde på måder til at få

kunderne til at vælge netop deres produkt. Alle disse måder til at tiltrække kunder er forbundet med ekstra omkostninger.

SAS koncernen og dens konkurrenter har derfor loyalitetsprogrammer for at få så mange kunder som muligt til at foretage flere køb hos dem.

Købers styrke er derfor stor udenfor et selskabs region, men mindre så snart kunden skal flyve indenfor regionen.

Substitutter

På meget korte distancer er det sandsynligt at det er lige så hurtigt, men måske ikke nær så afslappende at tage en bil eller tog, som det er at tage et fly.

Der er flere metoder til at rejse på under udvikling som vil kunne true luftfartens monopol på langdistance rejser.

Højhastighedstog og højhastighedsfærger vil kunne tilbyde et lignende produkt og komfort til det som luftfarten kan tilbyde, og sandsynligvis også gøre det både billigere og mere miljøvenligt.

Især indenfor en begrænset region som Europa eller Norden vil disse overflade transportmidler kunne blive logiske substitutter.

Men ud over disse fremtidsprojekter er der ingen måde hvorpå man i dag kan rejse lige så langt, lige så hurtigt, som med et fly.

På korte distancer er der en effektiv trussel fra substitutter, men på længere distancer er truslen stort set uvæsentlig.

Leverandører

Hvad angår selve flyene der anvendes af flyselskaberne er der nogle få store producenter som Boeing og Airbus, og mange mindre som f.eks. Fokker.

Både fly og reservedele fås fra den samme leverandør, og til mange ruter er der kun visse typer fly som kan anvendes. Dette giver de større leverandører en stærk indflydelse, da et skift af leverandør, f.eks. fra Boeing til Airbus, ikke er noget simpelt foretagende. Da dette kræver skift af hele forsyningen af reservedele og ekspertise.

Gennem leasing aftaler kan flyselskaberne dog undgå noget af den binding disse investeringer indebærer.

Leverandørerne har derfor stor indflydelse på luftfartselskaberne, men der er dog lille sandsynlighed for forlæns integration da de egenskaber der skal til i luftfartsbranchen er vidt forskellige fra dem der anvendes ved design og bygning af et fly.

Leverandørernes styrke er væsentlig. Så snart man flyver ruter af en vis distance, er der kun få leverandører at vælge i mellem. Det er også vanskeligt at skifte leverandør, så det er ikke muligt at presse leverandørerne på prisen.

Konkurrence fra rivaler

Der eksisterer mange selskaber indenfor de samme geografiske regioner, og konkurrerer direkte med hinanden med stort set ens produkter.

Dette betyder at markedet stort set er udifferentieret, så selskaberne kan ikke opnå markant profit ved differentiering.

Da markedet også er præget af mange aktører af nogenlunde samme styrke, er der store udgifter forbundet med at prøve at markere sig som den første og bedste.

På grund af de store investeringer der er nødvendige for at være i branchen, er det også svært at komme ud igen for et større og etableret selskab. Der skal afhændes materiel,

lufthavnsareal, og personalekontrakter i så stort tal at exit barrieren er væsentlig. Dette skærper også konkurrencen, fordi selskaberne på en måde har ryggen mod muren.

Finanskrisen har fået det samlede antal kunder til at dale. Konkurrencen vil derfor blive endnu værre, og sandsynligvis kræve omvurderinger af flyselskabernes vækst mål.

Luftfartsbranchen er markeret af mange jævnbyrdige konkurrenter som kæmpes hårdt om et marked i negativ udvikling. De store nødvendige investeringer og exitbarrierer gør konkurrencen endnu mere intensiv.

Der er skarp konkurrence indenfor luftfartsbranchen.

Delkonklusion på luftfartsektoren

De faktorer som har indflydelse på luftfartssektoren har lige stor effekt på SAS koncernens konkurrenter, som på SAS koncernen selv.

Fælles for hele luftfartsektoren er at der er betydelige indgangsbarrierer, som dog er blevet gennembrudt af lavprisselskaber med leasede aktiver. Disse har formået at tjene penge ved at have de laveste omkostninger, og derved kunne angribe de større etablerede selskaber.

De dominerende leverandører til luftfartsektoren hjælper også med til at skærpe konkurrencen, da de forårsager omkostninger som selskaberne så skal tjene ind over driften.

Der er overordnet set to områder indenfor luftfartsektoren. Der er regionale områder, hvor enkelte selskaber sidder på nok ruter til at have en konkurrencemæssig fordel, og der er det store marked uden for, som også indeholder konkurrenternes egne regionale områder.

På det store marked er der stærk konkurrence fra konkurrenter om kunder som har stor valgfrihed om hvilken udbyder de vælger at flyve med. Mange af konkurrenterne vil desuden drage fordel af at være i deres egne regionale zoner. Det er også på denne del af markedet, hvor lavprisselskaber vil gøre sig gældende med deres lavere udgift niveauer.

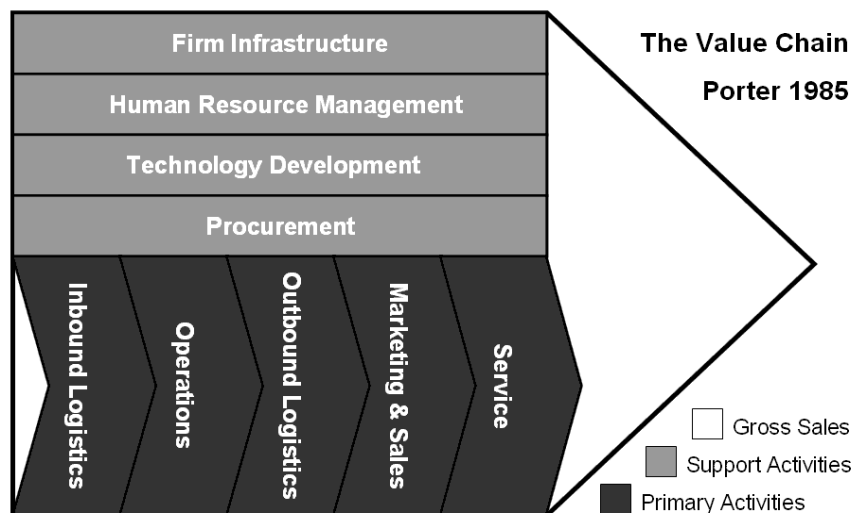
I selskabets egen region vil det være lettere at opnå konkurrencemæssige fordele. Selskabet vil have fordele indenfor ruter, og lettere ved at knytte kunder til sig. Dog vil for korte ruter i en lille region opleve at kunder vælger substituerende produkter.

SAS koncernens værdikæde

For at opdele og analysere SAS koncernens kapaciteter bruges værdikæde analyse.²¹

Mange dele af værdikædens primære og støtte aktiviteter er stort set ens i forskellige luftfartsselskaber. Derfor vil der blive fokuseret på de kapaciteter hvor SAS koncernen har unikke fordele eller ulemper, som vil have indflydelse på den endelige vurdering af koncernens værdi.

Til denne analyse bruges værdikæden til at opdele koncernen i funktioner, og til at bestemme hvor i disse koncernen måtte have svagheder som strategien skal tage højde for, og forbedre.



Kilde: Wikipedia

Da et luftfartsselskab ikke leverer noget egentligt fysisk produkt, men er en serviceorganisation, vil værdikædens primære aktiviteter ikke indeholde noget udgående logistik trin. Hele produktet og dets levering til kunden indeholdes i operations trinnet.

Dette vil sige at et luftfartsselskabs indtjening skabes i operationsleddet. Omkostningerne findes særligt i inbound logistics, dvs. anskaffelse af fly, brændstof og reservedele, og i service og marketing, dvs. anskaffelsen af kunder. Støtte funktionerne er også

²¹ Johnson, Scholes, Whittington: Side 136

omkostningscentre. Disse områder er derfor også der, hvor den samlede profit kan øges gennem besparelser.

Det er begrænset hvor meget teknologi udvikling SAS koncernen selv står for. Mens de har meget med implementeringen af teknologi i deres faciliteter at gøre, så er de mest indkøbere af ny innovation, end de er udviklere.

SAS koncernen har indskrænket sine operationer ved frasalg af udenlandske luftfartselskaber og perifere støtteorganisationer som pilotskoler. Denne konsolidering fortsætter i Strategi 2011, og betyder mindre potentiale for indtjening, men samtidig langt mindre udgifter og en koncentration omkring koncernens kernekompetencer.

Marketing, sales og service trinnene følger løbende med udviklingen i kundepræferencer, og forsøger at holde sig på forkant med loyalitetsprogrammer og tilbud til gentagne kunder.

Under støtteaktiviteter er der planlagt besparelser på både infrastruktur og anskaffelser for tilsammen ca. 0,7 milliarder SEK årligt. Dette formodes opnåeligt ved simple effektiviseringer.

Den eneste teknologiske udvikling SAS koncernen selv står for er tilpasningen af indkøbte systemer til deres procedurer i lufthavne og fly. Men denne post ikke nødvendigvis er lille, så synes den ikke væsentlig i forhold til den planlagte strategi.

Problemerne melder sig først under human ressource management. SAS koncernen lider under nogle gamle kontraktstrukturer med deres personale der stammer fra en tid hvor luftfartssektoren ikke var præget af den samme skarpe konkurrence som den er nu.

Dette giver SAS koncernen relativt store udgifter til personale, og reducerer personalets fleksibilitet.

SAS koncernens forsøg på at lave om på denne struktur har ført til kostbare personalekonflikter med tab af flyafgange og kunder til følge.

Som en del af Strategi 2011 skal der samarbejdes med personaleorganisationerne for at modvirke denne slags tab i fremtiden.

Delkonklusion på SAS koncernens værdikæde

Den største svaghed i SAS koncernens værdikæde overfor sine konkurrenter er kontraktstruktur.

Denne giver højere personaleomkostninger end der er gældende hos konkurrenterne, og forårsager konflikter som koster SAS koncernen penge, og giver dårligere kundeservice, så koncernen mister værdifulde kunder til sine konkurrenter.

Samlet set er den planlagte Strategi 2011 opmærksom på hvor i SAS koncernens værdikæde der kan bespares, konsolideres, og forbedres. Åbenlyse problemer og svagheder angribes med frasalg, forhandling og effektiviseringer.

Men til gengæld har SAS koncernens svage position aldrig før været så tydelig, og det er bestemt ikke i foreningernes interesse at SAS koncernen går konkurs. Derfor er der mulighed for at personale foreningerne vil være mere villige til at kompromittere til SAS koncernens fordel i den nærmeste fremtid.

SWOT analyse Strategi 2011

SAS koncernens tilstand kan opsummeres ud fra de foregående afsnit gennem en opstilling af en SWOT analyse²², som tydeliggør hvilke punkter der tæller for og imod SAS koncernens overlevelse på lang sigt.

Styrker

- De nordiske regeringer har aktiemajoriteten, og er villige til at yde økonomisk støtte
- Stærk markedsandel på det nordiske og Østersø markedet
- Strategi 2011 behandler vitale svagheder i koncernen

Svagheder

- Stærke personaleorganisationer
- Krav om vækst/merintægt. Koncernen kan ikke reddes alene ved besparelser

Muligheder

- Gode økonomiske tider
- Området Norden og Østersøen har gode muligheder for konsolidering og siden vækst pga. SAS koncernens store markedsandel

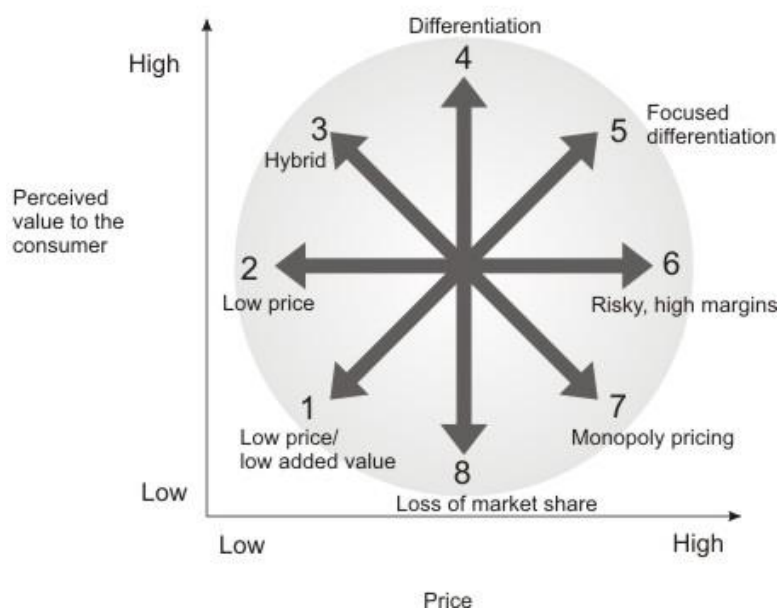
Trusler

- Risiko for økonomisk krise
- Meget stærke konkurrenter på markedet
- Høje sikkerheds- og miljø-krav som kun kan forventes at blive skærpede

²² Johnson, Scholes, Whittington: Side 148

SAS koncernens strategiske valg

For at analysere Strategi 2011 planens formål og funktion benyttes først Porters Generiske Strategier.²³ Dette gøres for at bestemme helt præcist hvad det er for et produkt SAS koncernen sælger til sine kunder.



Kilde: Wikipedia

SAS koncernens gamle strategier var lav pris og lav værdi (nr. 1) til privatkunder, og fokuseret differentiering (nr. 5) for firmakunder.

Firmakunder blev fastholdt med loyalitetsprogrammer og en ide om at et ”lokalt” luftfartsselskab var bedst.

Disse strategier var fælles for det meste af branchen.

Men efter den demografiske udvikling der har fået både privatkunder og forretningskunder til stort set at stille de samme krav til pris og kvalitet, og SAS koncernens behov for tilbagetrækning og konsolidering, er strategien nu helt og holdent fokuseret differentiering (nr. 5).

²³ Johnson, Scholes, Whittington: Side 242

Fokusset i Strategi 2011 er de nordiske og Østersø regioner. Formålet er at etablere SAS som det bedste og eneste varemærke i dette begrænsede område.

Til dette formål bliver de selskaber der ikke er etablerede flyselskaber indenfor regionen frasolgt, og fokus bliver lagt på at vinde endnu flere flyvninger og markedsandele indenfor et område hvor koncernen allerede står stærkt.

Der er ikke i nær så stor stil tale om differentiering mellem kundegrupper længere, da det ikke er på det plan der kan tjenes penge.

Priskrig (nr. 2 og 3) udelukkes ved at pris er udefra givet på grund af den hårde konkurrence, så den eneste måde at tjene penge på er omkostningsminimering. Homogeniseringen af kundegrupperne udelukker differentiering (nr. 4).

Ved at trække sig tilbage til et geografisk område, hvor SAS koncernen har store markedsandele, kan de opretholde et højt prisniveau, og undgå den værste del af den konkurrence et sådant valg ellers ville udsætte dem for.

Opdelt i punkter har Strategi 2011 to elementer:

- Konsolidering af SAS koncernen på et sikkert marked hvorfra koncernen kan komme sig over tidligere tab, og efterfølgende være basis for fremtidig vækst. Dette punkt inkluderer både retræten til Norden og Østersøen, frasalget af selskaber uden markant overskud, og besparelser på omkostninger.
- Kulturel forandring hvor SAS koncernens medarbejdere og ledelse skal ophøre med at bekæmpe hinanden, og i stedet arbejde sammen for at gøre forretning i luftfartsbranchen.

For at vurdere om Strategi 2011 er et godt svar på SAS koncernens situation kontrolleres den for suitability, om strategien passer til koncernens situation og position, for

acceptabilitet, om den passer til stakeholders og giver det krævede resultat, og for feasibility, om den kan realistisk udføres i virkeligheden.²⁴

Først analyseres SAS koncernens konsolidering indenfor luftfart i Norden og Østersø regionen. Derefter følger samme procedure for den kulturelle forandring.

Suitability, konsolidering

Den geografiske konsolidering omkring Norden og Østersøen er begrundet i SAS koncernens relativt store markedsandele i denne region.

Andre muligheder kunne have været at fortsætte med status quo og kæmpe videre på det store europæiske marked, men dette ville være i modstrid med koncernens krav om besparelser og forøget profit, da denne mulighed ville have fortsat den direkte kamp med koncernens stærke konkurrenter på områder hvor SAS koncernen ikke står stærkt.

SAS koncernen kunne også have valgt at beholde flere af deres perifere selskaber. Men da disse enten var tilknyttet de områder SAS koncernen fandt sig nødsaget til at trække sig ud af, eller lå indenfor brancher hvor SAS koncernen ikke havde sine kernekompetencer, så ville de have været stadige udgifter, som koncernen ikke ville kunne tjene profit fra.

Som eksempel kan nævnes de frasolgte flyveskoler. Deres anskaffelse må betragtes som et forsøg på baglæns integration på personale området. Men da de ikke kunne give direkte indtjening blev de frasolgt.

SAS koncernen kunne også have udvidet yderligere. Dette ville have krævet udgifter til anskaffelse af flere faciliteter og ruter, men til gengæld have givet mulighed for større indtjening fra disse nye aktiver. Dette ville have været vanskeligt at gennemføre da konkurrenterne står stærkt i deres egne regioner.

Ud af disse mulige strategier er konsolidering den som passer bedst til SAS koncernens kapaciteter, position og overlevelseskrav.

²⁴ Johnson, Scholes, Whittington: Side 357

Acceptabilitet, konsolidering

Der er en god chance for profitabilitet ved konsolideringsstrategien. Mens der ikke kan tjenes mange flere penge på frasalg af aktiver, vil koncentrationen omkring SAS koncernens kerneområder- og kompetencer alt andet lige føre til en større evne til at tjene profit på de aktiver der er tilbage.

Spørgsmålet er om det sammen med de planlagte besparelser er nok til at tjene de 4 milliarder SEK, der anses som nødvendige for koncernens overlevelse.

Risikomæssigt er Strategi 2011 en forsvarsplan. Det er et forsøg på at trække sig tilbage fra netop den konkurrence der gav så store udgifter tidligere. Dette betyder at konkurrenter ikke længere er nær så stor en risiko, men der kan stadigvæk ske andre omvæltninger.

En økonomisk krise kan ødelægge både kundegrundlag og kapital, hvilket vil skade SAS koncernens mulighed for at opnå sine udtalte overlevelsescrav.

Planen dækker mange år hvor ikke bare økonomiske, men også politiske omvæltninger, kan ske. For eksempel har udbrud af krig før fået kundegrundlaget til at falde for luftfartsbranchen.

Da SAS koncernen satser på at blive mindre, vil de have færre faste omkostninger, så de har på det punkt lettere ved at klare sig igennem udefra kommende negative omvæltninger. Til gengæld er deres overlevelsescrav så strenge, at der kun er en lille margin, før at Strategi 2011 planen slår fejl, og SAS koncernen må tage yderligere, og endnu værre konsekvenser.

De nordiske regeringer har en stærk interesse i SAS koncernens overlevelse, og er sandsynligvis villige til at opgive de store europæiske eventyr koncernen har været ude på, mod til gengæld at koncernen yder pålidelig service i hjemmeregionerne.

De private aktionærer vil umiddelbart være glade for konsolideringen, da den standser formodes at skabe værdi for selskabet.

Aktionærerne ser sikkert helst, at konsolideringen er en midlertidig foranstaltning indtil SAS koncernen igen er i stand til at konkurrere på et større og mere åbent marked, så er de sikkert ganske tilfredse med at koncernen i en periode samler kræfter med en mere tilbageholdende strategi.

Feasibility, konsolidering

Strategi 2011 planen benytter sig af områder hvor SAS koncernen står stærkt, og bruger kompetencer koncernen allerede besidder.

Dette gør Strategi 2011 til en plan det burde være let at føre ud i virkeligheden.

Suitability: Kulturel forandring

Den kulturelle forandring drejer sig om en omdannelse af den gamle konfliktstruktur mellem SAS koncernens ledelse og dens kontraktansatte medarbejdere. Meget af dens baggrund kommer fra problematikken omkring gamle kontraktformer som medarbejderne ikke gerne ser ændret, da det vil kunne koste dem indtægt og privilegier. Ledelsen vil have forholdene ændret som en måde at skære omkostninger, for at kunne nå koncernens overlevelseskriterier.

Strategi 2011 vil danne en ny kultur, hvor der undgås kostbare konflikter. Dette skal gøres ved at medarbejderorganisationer og medarbejdere gøres til medansvarlige for koncernens succes, og til gengæld bliver belønnet, hvis der opnås positive resultater.

Givet de uforudseelige omstændigheder der kan opstå i fremtiden, er mere fleksibilitet fra arbejdsstyrken fordelagtigt. SAS koncernen har brug for at kunne tilpasse sin arbejdsstyrke til forholdene under forhold som konkurrence, fortsat konsolidering og risikoen for forværring af den økonomiske situation.

Medarbejderne står naturligvis ikke til at direkte kunne få fordele af forandringen. Men medarbejderne vil bestemt heller ikke få fordele af at koncernen taber mere terræn, og er

nødt til at skære mere ned, eller måske må lukke fordi overlevelseskravene ikke kan opfyldes.

Acceptabilitet, kulturel forandring

Fra ledelsens synspunkt er den kulturelle forandring fuldt ud acceptabel. Den højere fleksibilitet blandt medarbejderne vil gøre det lettere at udføre alle slags strategiske initiativer i fremtiden.

Muligheden for at kunne ansætte nye medarbejdere til lavere løn, og at kunne tilpasse arbejdsstyrken til omstændighederne giver også automatisk mulighed for besparelser, som er en vital del af koncernens overlevelse.

Medarbejderne og deres organisationer er umiddelbart også positive overfor mere fleksibilitet i samarbejdet, da de har en naturlig interesse i koncernens overlevelse. Men hvis det skal til at koste nedskæringer eller lønnedgang, så det meget sandsynligt at entusiasmen vil dale.

Spørgsmålet om acceptabilitet af den kulturelle forandring kommer i sidste ende an på den relative styrke af kulturelle forcefields.²⁵ Dette er spørgsmålet om forandringsvilligheden i ledelse og organisationer er større eller mindre end modviljen.

Skubber på for forandring	Mod sætter sig forandring
Dårlige økonomiske resultater	Tradition
Hårde overlevelseskrav	Gode økonomiske tider
Muligheden for økonomisk krise	

Kilde: Egen tilvirkning

Dette betyder at de to sider vil hver især presse på for at den endelige kultur kommer til at se ud som de ønsker det, og det endelige resultat vil derfor afhænge af relativ styrke,

²⁵ Johnson, Scholes, Whittington: Side 514

omgivelsernes pres, og sandsynligvis ende i en eller anden form for kompromis mellem de to.

Feasibility, kulturel forandring

En finansiell risiko ved den kulturelle forandring er at den måske kan føre til netop den slags konflikter som den har til formål at forælde. Hvis medarbejderne og deres organisationer føler sig presset nok, har de før vist stor vilje til at gå i konflikt, og det er endnu ikke bevist hvor villige de egentlig er til at lægge dette våben fra sig under koncernens krise.

Hvis denne slags kriser opstår igen, vil det føre til finansielle tab, som vil gøre det vanskeligt at opfylde Strategi 2011 planens overlevelsescrav.

Til gengæld er alle de krævede ressourcer til stede.

Der er blevet truffet aftaler med organisationerne om at undgå konflikter, og forhandlings- og samarbejdsorganer er på plads.

Delkonklusion, SAS koncernens strategiske valg

Strategi 2011 er en konsolidering. Der kræves store besparelser og udvidet indtjening for at strategien er en succes, og SAS koncernen kan overleve på lang sigt.

Strategien består af konsolideringen, og af en kulturel omdannelse af organisationen. Dette skal skabe mulighed for besparelser og vækst, samt hindre kostbare konflikter i fremtiden.

Både konsolideringsdelen og kulturelforandringsdelen er strategier som SAS koncernen har gode muligheder for at kunne udføre, og som vil tage sig af vitale problemer som plager koncernen.

Trusler som negativ økonomisk udvikling og risikoen for konflikter med medarbejderne kan dog være trusler mod strategiens succes.

Konklusion, Strategi 2011 strategisk analyse

SAS koncernen står i en vanskelig situation i en branche med stærk konkurrence.

Koncernen forudse risikoen for problemer med deres ansatte og personaleorganisationer, samt nogle meget faste finansielle overlevelsescrav.

SAS koncernen vil iværksætte en plan kaldet Strategi 2011, der skal vende udviklingen og give et fast grundlag hvorfra koncernen igen kan konkurrere på uden for Norden og Østersøen.

SAS koncernen trækker sig tilbage til sine kerneområder i Norden og omkring Østersøen. Det er områder hvor SAS sidder på de største markedsandele, og derfor bedre kan forsvare sig mod konkurrenter mens koncernen bygger sig selv op igen.

En fortsættelse af den generelle økonomiske vækst i området forventes også at komme SAS koncernen til gavn.

Derudover vil koncernen oprette en ny kulturel struktur, hvor der ikke længere er kostbare konflikter med personaleorganisationerne. Dette forventes gennemførligt fordi personaleorganisationerne også har en interesse i at SAS koncernen overlever.

Der er gode chancer for at Strategi 2011 vil kunne udføres.

De eneste åbenlyse problemer er muligheden for modstand fra personaleorganisationer og for eksterne udviklinger, som for eksempel udsving i den almindelige økonomiske situation.

En økonomisk krise ville for eksempel både skade selve koncernens finanser, og reducere kundegrundlaget.

Samlet set tegner fremtiden positivt for SAS koncernen.

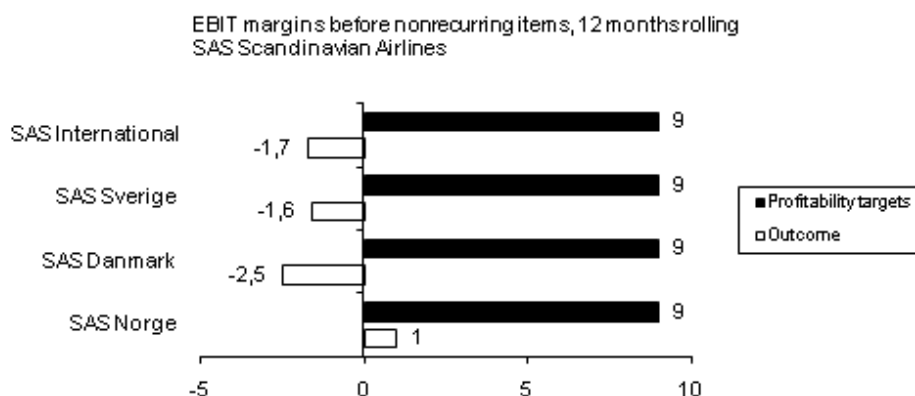
Core SAS strategisk analyse

Grundet et markant dårligt resultat i regnskabsåret 2008 måtte SAS koncernen igangsætte en ny strategi i 2009.

Det dårlige resultat skyldtes en kombination af stigende brændstof priser og et marked i negativ udvikling.

Samlet blev resultatet i 2008 til et underskud på cirka seks milliarder SEK.²⁶

Overordnet illustreres SAS koncernens resultater i nedenstående figur, modregnet de krav som blev stillet i Strategi 2011.



Kilde: SAS Year-end Report 2008

Da overlevelseskravene fra Strategi 2011 ikke blev overholdt, og der ikke var udsigt til forbedring, blev der iværksat den nye strategi Core SAS.

Core SAS består af følgende punkter:²⁷

- Skal afskedige 3000 medarbejdere
- Yderligere 5600 ansatte vil forsvinde via frasalg
- Af de 5600 udgør spanair-salget de 3000 medarbejdere

²⁶ SAS årsrapport 2008, side 62

²⁷ TV2 Finans 3 feb 2009: <http://finans.tv2.dk/nyheder/article.php?id=20193721&rss>

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

- Fokus på nordisk hjemmemarked
- Fokus på salg af Spanair, airBaltic, Spirit, Air Greenland
- Fokus på salg af BMI, Estonian Airways, Skyways, Cubic og Trust
- Fokus på forretningsrejsende, kapacitetstilpasninger og lønsomme ruter vil forbedre lønsomhed med 800 mio. SEK
- Reduktion af flåden med 10 % på korte distancer og 18 % på langdistance ruter.
- Besparelser på 4 mia. SEK i 2009-2011
- Nye overenskomster bidrager her med 1,3 mia. SEK om året

Overordnet set er Core SAS meget lig den retning der blev stukket ud med Strategi 2011. Forskellen er at der er endnu skrappe krav til besparelser, og tilbagetrækningen bliver endnu mere markant.

SAS trækker sig tilbage til Norden alene, og frasælger omkring Østersøen. Der ud over skal SAS koncernen koncentrere sig om forretningskunderne. Disse er de mest lønsomme, de letteste at knytte fast til selskabet med loyalitetsprogrammer, og SAS har allerede en stærk position blandt dem.

Core SAS er derfor egentlig en videreførelse af Strategi 2011, men med meget alvorligere virkemidler.

Hvis gennemførelsen af Core SAS lykkes, og SAS koncernen overlever som en selvstændig enhed, så vil der kun være selve luftfarten tilbage, koncentreret omkring de mest rentable kunder, og kun indenfor en meget begrænset geografisk udstrækning.

Suitability, Core SAS

Strategien tager højde for SAS koncernens position, og for hvad der er sket på markedet siden Strategi 2011 blev implementeret.

Derfor er Core SAS et godt og passende svar på SAS koncernens problemstilling.

Acceptability, Core SAS

SAS koncernens aktionærer har udtrykt entusiasme over planen, og den store interesse for aktieemissionen tyder på at der er tillid til strategien.²⁸

På den anden side er det spørgsmålet om personaleorganisationerne er glade for afskedigelsen af 3000 medarbejdere.

Det kan dog godt tyde på at personaleorganisationerne vil acceptere strategien.²⁹ Dette skyldes sandsynligvis, at personaleorganisationerne godt kan se, at det er sidste mulighed for at bevare en selvstændig SAS koncern, og bare nogle af deres nuværende kontraktmæssige fordele.

Der er altså tale om at et element i det forcefield der modsatte sig et kulturelt skift er blevet stærkt svækket.

²⁸ SAS Group press release 15. april 2009

²⁹ DR Nyheder/penge, 3. feb 2009: <http://www.dr.dk/Nyheder/Penge/2009/02/03/074647.htm>

Feasibility, Core SAS

Mens Core SAS fint svarer på SAS koncernens interne problemstillinger, så er der ydre indvirkninger som strategien ikke helt kan gardere sig imod.

De samme ting som fik Strategi 2011 til at fejle, kan meget vel gøre det samme mod Core SAS. Markedet kan forsætte med at blive mindre, og prisen på ressourcer kan fortsætte med at stige. Prisen på brændstof er blandt andet afhængig af dollar kursen.

SAS koncernen har blandt andet forsøgt at indkøbe en stor del af deres planlagte brændstofforbrug for 2009 forud, netop for at mindske denne risiko.

Samlet set er Core SAS et godt svar på koncernens problemer ved indgangen til 2009. Men der er store eksterne risici, som stadigvæk er en trussel mod SAS koncernen, og som den aldrig helt vil kunne forsvare sig imod.

Til gengæld er det muligt at SAS koncernen gennem Core SAS kan opnå at overleve på lang sigt.

Dog kan det meget vel være at på grund af underskuddet i 2008 og den yderligere tilbagetrækning, at SAS koncernen ikke længere har råd til at endnu en strategi slår fejl.

Det er sandsynligt at koncernens reserver og forsvar er ved at være opbrugte.

Målet med besparelser på fire mia. SEK gennem Core SAS kan derfor godt være SAS koncernens sidste chance for overlevelse.

SWOT analyse Core SAS

Styrker

- De nordiske regeringer har aktiemajoriteten, og er villige til at yde økonomisk støtte
- Stærk markedsandel på det nordiske marked
- Core SAS behandler vitale svagheder i koncernen

Svagheder

- Begrænsede økonomiske reserver

Muligheder

- Norden har gode muligheder for konsolidering og siden vækst pga. SAS koncernens store markedsandel
- Forventning om bedre økonomiske tider efter 2009

Trusler

- Finanskrise
- Meget stærke konkurrenter på markedet
- Høje sikkerheds- og miljø-krav som kun kan forventes at blive skærpede

Konklusion, Core SAS strategisk analyse

Core SAS er en fortsat tilbagetrækning, forårsaget af yderligere negative resultater, som fik Strategi 2011 til at slå fejl.

Den nye strategi er en fortsættelse af Strategi 2011, bare med stærkere midler.

Som for Strategi 2011 har strategien umiddelbart gode muligheder for at lykkes, da den tager hensyn til SAS koncernens position og problemstillinger. Der er måske højere chance for succes, da personaleforeningerne har opgivet meget af den modstand de før havde mod forandringer, som vil skade deres privilegier.

Til gengæld er det ikke sikkert at SAS koncernen har mange flere ressourcer at trække på til at absorbere flere dårligere resultater, og som med Strategi 2011 er markedsudviklingen det store tvivlsspørgsmål.

Hvis markedet fortsætter med at udvikle sig negativt, er der ikke det store SAS koncernen kan gøre for at vende resultatet til noget positivt.

Samlet set er det sandsynligt at SAS koncernens omkostningsstruktur vil blive forbedret. Men indtjeningsgrundlaget er stadigvæk det store tvivlsspørgsmål.

Rentabilitetsanalyse

Følgende vil SAS' årsrapport for 2003-2008 blive analyseret for at belyse den økonomiske udvikling i de seneste år hos SAS. Den historiske udvikling vil give et peg om hvilken retning SAS koncernen bevæger sig. Og sammen med konklusion fra den strategiske analyse, vil den fremtidige økonomiske udvikling blive estimeret.

Ved rentabilitetsanalysen kan der dokumenteres hvordan SAS har skabt værdi i de seneste år.

De to centrale nøgletal som bruges til at måle virksomhedens værdiskabelse for aktionærerne er ROIC og WACC. ROIC udtrykker for afkast pr. investeret kroner, som skulle være på niveauet med de vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger WACC, for at opfylde aktionærernes krav. Er spreadet mellem ROIC og WACC positiv betyder det, at virksomheden skaber merafkast på den investerede kapital.

Nedenstående er beregningen af nøgletallene, som senere skal indgå i analysen.

Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC)

Den beregnede WACC er udtryk for den pris, som det koster at have kapitalen til rådighed i SAS. Det er investorernes forventning, at SAS som minimum skal kunne tjene kapitalomkostningerne hjem.

WACC bestemmes således:

$$WACC = (1 - t) \times r \times \frac{G}{G + EK} + \frac{EK}{G + EK} \times k_e \quad 30$$

G og EK er henholdsvis markedsværdi af virksomhedens gæld og markedsværdi af virksomhedens egenkapital. R er lånerente og k_e er ejernes afkast krav, som bestemmes ved følgende formel:

³⁰ McKinsey & Company: "Valuation", fourth edition, John Wiley & Sons, Inc., s. 111

$$k_e = r_e + \beta \times \text{risikopræmie} \quad 31$$

Der skal bemærkes, at der ved beregningen er anvendt den bogførte værdi af egenkapital og gæld, da den markedsmæssige værdi ikke er muligt at fastsætte.

Lånerente er fastsat til den effektive rente på en 10 årig statsobligation i Sverige³² og ”t” (selskabsskat procent) er fastsat ud fra gennemsnit skatteprocent i Danmark, Sverige og Norge jf. SAS årsrapporter.

R_e er den risikofri rente, som er sat til den effektive rente på en 10 årig statsobligation i Sverige.

β er SAS’ betakoefficient er estimeret ud fra de seneste dagskurser for SAS-aktien i perioden 01/01-2003 – 31/12-2008. Aktiens gevinst/tab regresseret på markedets gevinst/tab³³.

Det beregnede beta værdi for SAS er 0,97³⁴.

Det opgjorte beta værdi for amerikanske luftfartsselskaber pr. januar 2009 er 0,86³⁵.

Da brændstof afregnes i US dollar, har de amerikanske selskaber ikke de samme risiko som selskaber i andre lande. Dette er en medvirkende årsag til den lavere β for den amerikanske luftfartssektor.

Risikopræmie er fastsat til 4,4% for hele vurderingsperiode, som fremgår af analysen fra publikation fra PriceWaterhouseCoopers³⁶. Analysen omfatter år 1998 til 2004, mens vurderingsperioden er 2003-2008. Grunden til, at der benyttes 4,4 %, som er aktiemarkedsrisikopræmie pr. september 2004 skyldes, at der ikke har været nogen analyse for nyere tid og set ud fra risikopræmie for periode 1998-2004, har der ikke været

³¹ McKinsey & Company: ”Valuation”, fourth edition, John Wiley & Sons, Inc., s. 306

³² www.nationalbanken.dk

³³ Markeds gevinst/tab er beregnet ud fra dagskurser for OMX Stockholm 30 i perioden 2003-2008.

³⁴ Se bilag 1 for beregningen af beta værdi

³⁵ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

³⁶ Anders C. Madsen, ”Prisfastsættelsen på aktiemarkedet”, PriceWaterhouseCoopers.

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

stort udsving i risikopræmie på aktiemarkedet, hvorfor der kan bruge 4,4 % for hele perioden.

Tabel 1 - SAS' vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger WACC for perioden 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
WACC	4,79%	4,50%	3,76%	4,85%	5,85%	4,28%

Kilde: egen tilvirkning³⁷

I tabel 1 udvises der et meget stabilt WACC i perioden 2003-2005, mens der i perioden 2006-2007 er sket en kraftig stigning. Stigningen skyldes, at virksomhedens gæld er blevet nedbragt væsentlig, og da investors afkastkrav er højere end lånegiverens afkastkrav, stiger WACC når gældens andel er blevet mindre. Men i 2008 vender udviklingen, da egenkapitalen er faldet kraftigt som følge af et dårligt resultat, og dette gør at gælds andele igen er steget, og dermed falder WACC igen.

Return on Invested Capital (ROIC)

ROIC sammenholdes med WACC for at se om ROIC har et tilfredsstillende niveau og hvorvidt SAS kan skabe merafkast for dets aktionær.

ROIC beregnes ud fra følgende formel:

$$ROIC = \frac{NOPLAT}{Invested\ Capital} \times 100 \quad 38$$

Tabel 2 - SAS' ROIC for perioden 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPLAT	-2.017	-1.877	193	671	1.997	-1.632
Investeret kapital	46.196	41.949	41.594	36.108	29.098	26.272
ROIC	-4,37%	-4,47%	0,46%	1,86%	6,86%	-6,21%

Kilde: egen tilvirkning^{39, 40}

³⁷ Se bilag 2 for beregning

³⁸ McKinsey & Company: "Valuation", fourth edition, John Wiley & Sons, Inc., s. 61

³⁹ Se bilag 3 for beregning af NOPLAT

Tabel 3 - SAS' ROIC og WACC for perioden 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ROIC	-4,37%	-4,47%	0,46%	1,86%	6,86%	-6,21%
WACC	4,79%	4,50%	3,76%	4,85%	5,85%	4,28%
Spread	-9,15%	-8,97%	-3,30%	-2,99%	1,02%	-10,49%

Kilde: egen tilvirkning

I beregningen af ROIC indgår der alene resultat af primær drift, dvs. resultat genereret af ophørende aktiviteter samt aktiver og gæld der er tilknyttet er ikke medtaget.

I tabel 3 kan ses, at ROIC i 2003 og 2004 har været negativ som følge af dårlig resultat. I perioden 2005-2007 er resultat blevet væsentlig forbedret, spread blev forbedret, og i 2007 var der en positiv spread. Dvs. SAS har overgået investorernes forventning i 2007. Denne udvikling afspejles i udviklingen af aktiekursen, hvor den har været stigende i perioden 2005-2007. I 2008 er ROIC igen negativt på grund af dårlig resultat.

Når virksomheden ikke kan opfylde investorernes krav, blive de straffet på det finansielle marked.

Nedenstående figur viser den historiske udviklingen i SAS' aktiekursen, og udviklingen hænger fint samme med de beregnede spread.



Kilde: www.sasgroup.net, share price.

⁴⁰ Se bilag 4 for beregning af Investeret kapital

Selvom spread har været negativt i perioden 2005-2006, stiger aktiekursen. Og fra midten af 2007 frem til 2008 har aktiekursen kun gået nedad. Vi vil efterfølgende dekomponere ROIC for at finde forklaring på, hvorfor investorerne fortsatte interesse i SAS-aktien, selvom den ikke kan opfylde investorernes afkastkrav i de år hvor spread er negativ. Vi vil dekomponere ROIC i henholdsvis overskudsgraden og omsætningshastighed.

Overskudsgraden bestemmes ud fra følgende formel:

$$\text{Overskudsgrad} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Omsætning}} \times 100$$

41

Overskudsgraden viser hvorvidt SAS kan skabe overskud via deres primære drift. Overskudsgraden i procent udtrykker hvor meget nettodriftsresultat justeret for skat (NOPLAT) der generes pr. omsat krone.

Tabel 4 - Overskudsgrad

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
NOPLAT	-2.017	-1.877	193	671	1.997	-1.632
Omsætning	57.754	58.073	55.501	50.152	52.251	53.195
Overskudsgrad	-3,49%	-3,23%	0,35%	1,34%	3,82%	-3,07%

Kilde: egen tilvirkning

Tabel 4 viser omsætningen ekskl. de aktiviteter der skal sælges, hvorfor omsætningen for periode 2005-2006 er faldende, tilsvarende er de omkostninger der er tilknyttet disse aktiviteter heller ikke medtaget i NOPLAT, hvorfor dette ikke påvirker beregningen.

I tabel 4 kan ses, at SAS' overskudsgrad har været stigende trods det som nævnt i strategi analysen, at konkurrence indenfor luftfartsbranchen er skarp, der er mange selskaber der eksisterer indenfor de samme geografiske regioner og konkurrerer med stort set ens produkter.

⁴¹ McKinsey & Company: "Valuation", fourth edition, John Wiley & Sons, Inc., s. 186

Ikke mindst skyldes den gode stigende overskudsgrad, at i år 2005-2007 har været nogle gode år for flybranchen. For SAS er passagerer tal steget med 1,8 mio.⁴² siden 2005.

Men udviklingen vender i 2008, som er væsentlig påvirket af finanskrisen, mange aktører i er gået konkurs i 2008, heri bl.a. Sterling. Overskudsgrad er som følge af dette negativt igen.

Omsætningshastighed bestemmes ud fra følgende formel:

$$\text{Omsætningshastighed} = \frac{\text{Omsætning}}{\text{Investeret kapital}} \quad 43$$

Omsætningshastighed er udtryk for hvor mange gange de investerede kapitaler bliver omsat i løb af året.

Tabel 5 - Omsætningshastighed

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	57.754	58.073	55.501	50.152	52.251	53.195
Investeret kapital	46.196	41.949	41.594	36.108	29.098	26.272
Omsætningshastighed	1,25	1,38	1,33	1,39	1,80	2,02

Kilde: egen tilvirkning

Omsætningshastighed for SAS har ligesom overskudsgraden været stigende, i år 2003-2006 har der været stabilt i udvikling af omsætningshastighed, dette ligger omkring 1,25-1,39. I år 2007 og 2008 er omsætningshastighed op på henholdsvis 1,8 og 2,03, hvilken er væsentlig højere end de foregående år. Dette er udtryk for, at for hver krone der investeres, generes der henholdsvis 1,8 og 2,03 SEK. i omsætning.

Frasalg af de dårlige aktiviteter i de seneste år har bidraget til en faldende investeret kapital, hvorfor omsætningshastighed har været stigende.

⁴² SAS årsrapport 2007, side 2

⁴³ McKinsey & Company: "Valuation", fourth edition, John Wiley & Sons, Inc., s. 186

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Et andet nøgletal der kan bekræfte, at gælden er faldet samtidig med, at give et peg om SAS' soliditetsgrad og hvor følsom den er overfor ændringer i omverden er virksomhedens finansielle gearing.

Finansielle gearing bestemmes ved følgende formel:

$$\text{Finansielle gearing} = \frac{\text{gns. hensættelse} + \text{gns. gæld}}{\text{gns. egenkapital}}$$

Tabel 6 Finansielle gearing

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Gns. Hensættelse	5.166	4.572	4.313	4.252	4.319	4.131
Gns. Gæld	29.519	28.179	26.911	21.600	12.833	12.497
Gns. Egenkapital	14.161	12.147	11.332	13.935	16.748	12.906
Finansielle gearing	2,45	2,70	2,76	1,86	1,02	1,29

Kilde: egen tilvirkning

Som tabel 6 viser, har SAS' finansielle gearing været over 2.45 i perioden 2003-2005. Det betyder, at den rentebærende gæld i SAS er dobbelt så stor som egenkapitalen. Dette gør, at SAS er meget sårbar over for omverdens påvirkning, f.eks. vil en rentestigning kunne gøre skade, da det bliver dyrere at anskaffe kapital.

Af tabellen kan det ses at SAS koncernen har konsolideret sig kapitalmæssigt fra 2006 og frem. Hvilket gør dem mindre sårbare overfor en eventuel rentestigning i fremtiden.

Delkonklusion på rentabilitetsanalysen

Indtil år 2007 er SAS en virksomhed i positiv udvikling, hvor ROIC er kommet tæt på niveauet med WACC. Både overskudsgrad og omsætningshastighed stigende, og selskabets soliditetsgrad er ligeledes stigende. Selv om ROIC i SAS kun har været tæt på WACC, er investorerne stadig interesseret i selskabets aktie, dette skyldes, at de kan se en positiv udviklingen i selskabet, og tror på, at den vil fortsætte.

Stigende oliepriser og finanskrisen i slutning af 2007 og 2008 har ramt SAS hårdt. Omkostningen er steget voldsomt, specielt de ophørende aktiviteter har givet store underskud. Omsætningen har dog fortsat forholdsvis uændret.

Det er SAS' strategi, at sælge de aktiviteter som giver underskuddet, nedskæringer af omkostninger, samt konsolidering omkring de nordiske markeder, hvor de har en stor andel af markedet.

Det vurderes, at væksten i fremtiden er begrænset som følge af finanskrisen, hvorfor resultatet skal skabes ved frasalg af ikke overskudsgivende aktiviteter samt omkostningsnedskæringer.

10 års budget/prognose

I denne afsnit vil der bruges den viden der er blevet indhentet vedrørende SAS i tidligere afsnit til at fastlægge forventninger til SAS' økonomisk udvikling og derefter estimere det forventede frie cash flow.

SAS har ikke planlagt investeringer/opkøb i fremtiden som vil skabe mere omsætning, hvorfor stigningen i udviklingen i omsætningen anses for organisk, og de likvider der er skabt via aktieemission i marts 2009 bruges udelukkende til at konsolidere selskabets finansielle position.

Resultatet i de forretningsdele der er sat til salg er estimeret til 0, da disse forretningsdele vil blive afhændet i år 2009.

Forventninger

Forventninger til følgende to vigtigste områder opstilles:

1. Væksten i antal af passager/omsætningen
2. Forventninger til omkostningen og udvikling i EBITDAR (Resultat før afskrivning, leasingomkostning, finansielle poster og skat)

Væksten i antal af passagerer/omsætningen

Ved vurdering af udviklingen i antal passagerer/omsætningen er der valgt at opdele det efter de enkelte forretningsområder for at have en så præcis udvikling som muligt.

I Core SAS indgår der 4 hoved forretningsområder. SAS Scandinavian Airlines (SK), Widerøe, Blue1 og SAS Aviation Services (AS).

SAS Scandinavian Airlines (SK)

SK' ruter omfatter ruter mellem de nordiske lande (Danmark, Sverige og Norge) og resten af Europa, Nord Amerika og Asien.⁴⁴

Udviklingen i antallet af passagerer i SK i de sidste 5 år har været stabilt og voksende. Antal af passagerer er vokset fra 24.9 mio. passager i 2004 til 25,4 mio. passager i 2008⁴⁵. En stigning på næsten en halv mio. passagerer på et marked der er præget af stærk konkurrence, hvor lavprisselskaberne er en trussel.

Siden juli 2008 hvor den globale finanskrisen for alvor får ramt på markedet, har antallet af passagerer været faldende. Trafik tal for 1. kvartal 2009 udviser et fald på over 1 mio. passagerer (17,6 %) i forhold til samme periode i 2008.

Ledelsen i SAS har vurderet, at de forventer et fald i aktivitetsniveauet som følge af den globale finanskrisen. Dog har de ikke kommet med en konkret vurdering.

Historisk set, har 1. kvartal i årene været lav sæson for fly branchen, hvor der ikke er så mange på ferie. Når lavsæsonen er ovre og feriesæsonen starter, og effekten af de forskellige økonomiske tiltag fra de forskellige lande er begyndt at virke, vil folk igen få tilliden tilbage og vil påvirke passagertal i en positiv retning.

Forventningen til hele 2009 vil derfor være, at i de sidste 3 kvartaler i 2009 vil passagertal falde med 12 %, hvilken er det samme som faldet i marts måned 2009 i forhold til marts 2008. Dette giver et samlet fald for hele 2009 på 13,23 % i forhold til 2008⁴⁶.

Det forventes, at den økonomiske krise vil fase ud i slutningen af 2009, og der vil komme gang i økonomien igen, hvorfor der vil ses en stigning i passagertal. Derfor budgetteres år 2010 til 2013 med en årlig stigning på 2 %, hvilken er en meget pæn stigning, da der kun har været en stigning på i alt 2 % i fra år 2004-2008.

⁴⁴ Årsrapport 2008, side 36-38

⁴⁵ www.sasgroup.net, "SAS group 2004-2009"

⁴⁶ Se bilag 7 for prognosen for SK

Til sidst forventes det, at effekten af finanskrisen vil være ovre i år 2014 til 2018, og derfor vil have en stabil stigning på 1 % hvert år, og den samlede passagertal vil i 2018 nå den samme højde som 2008, lige omkring de 25 mio. passager.

Det er beregnet, at omsætningen pr. passager i SK er 1.347 SEK.⁴⁷, og forventes, at omsætningen pr. passager at være konstant i hele budgetperioden, da der er hård konkurrence på markedet, og ikke forventes, at SAS kan tillade sig at hæve billetpriser.

Widerøe

Widerøe står primært for Norges indlands flyruter.⁴⁸

Udviklingen i antal af passagerer i Widerøe i de sidste 5 år har været voksende. Antal af passagerer er vokset fra 1,8 mio. passager i 2004 til 2 mio. passager i 2008⁴⁹. En stigning på over 200.000 passagerer. Stigningen skyldes primært, at der er åbnet nye ruter i perioden.

Widerøe har været mindre påvirket af den globale finanskrisen, da de opererer på et marked som ikke er så hårdt ramt dens indflydelse. Trafik tal for 1. kvartal 2009 er næsten på niveau med 2008.

Forventningen til hele 2009 vil derfor være, at i de sidste 3 kvartaler i 2009 vil passagertal falde med 6 %, således det giver et samlet fald for hele 2009 på 4,38 % i forhold til 2008⁵⁰.

Det forventes, at den økonomiske krise vil fase ud i slutningen af 2009, og der vil komme gang i økonomi igen, hvorfor der igen vil ses en stigning i passagertal. Derfor budgetteres år 2010 til 2013 med en årlig stigning på 2 %, hvilket er fastsat ud fra, at Widerøe opererer på et voksende marked.

⁴⁷ Se bilag 10 for omsætning og bilag 7 for passagertal

⁴⁸ Årsrapport 2008, side 41

⁴⁹ www.sasgroup.net, "SAS group 2004-2009"

⁵⁰ Se bilag 8 for prognosen for Widerøe

Til sidst forventes det, at effekten af finans krisen vil være over i år 2014 til 2018, og derfor vil have en stabil stigning på 1 % hvert år, og den samlede passagertal vil i 2018 nå omkring de 2,2 mio. passager.

Det beregnes, at omsætningen pr. passager i Widerøe er 1.722 SEK.⁵¹, og forventes, at omsætningen pr. passager at være konstant i hele budgetperioden, da der er hård konkurrence på markedet og finans krise, og ikke forventes, at SAS kan tillade sig at hæve billetpriser.

Blue1

Blue1 står primært for Finlands udenrigs flyruter.⁵²

Udviklingen i antal af passagerer i Blue1 i de sidste 5 år har været voksende. Antal af passagerer er vokset fra 1,2 mio. passager i 2004 til 1,6 mio. passager i 2008⁵³. En stigning på over 400 t. passagerer.

Blue1 har ligesom SK været påvirket af den globale finanskrisen. Trafik tal for 1. kvartal 2009 er faldet med 36.000 passager (9,5 %) i forhold til 2008.

Forventningen til hele 2009 er, at i de sidste 3 kvartaler i 2009 vil passagertal falde med 10 %, som er fastsat ud fra 1. kvartals trafik tal. Således giver det et samlet fald for hele 2009 på 9,9 % i forhold til 2008⁵⁴.

Det forventes, at den økonomiske krise vil fase ud i slutningen af 2009, og der vil komme gang i økonomi igen, hvorfor der igen vil ses en stigning i passagertal. Budgettet år 2010 og 2011 er sat med en årlig stigning på 2 %, da Blue1 har en del mindre markedsandele i Finland end i de andre nordiske lande.

For år 2012 til 2018, forventes der en stabil stigning på 1 % hvert år, og den samlede passagertal vil i 2018 nå omkring de 1,6 mio. passager som i 2008.

⁵¹ Se bilag 10 for omsætning og bilag 8 for passagertal

⁵² Årsrapport 2008, side 42

⁵³ www.sasgroup.net, "SAS group 2004-2009"

⁵⁴ Se bilag 9 for prognosen for Blue1

Det beregnes, at omsætningen pr. passager i Blue1 er 1.237 SEK.⁵⁵, og forventes, at omsætningen pr. passager at være konstant i hele budgetperioden, da der er hård konkurrence på markedet og finanskrisen, forventes det ikke, at SAS kan tillade sig at hæve billetpriser.

Omsætningen for SAS koncernens hovedforretning

Tilsammen har SAS en stor andele på de nordiske markeder. 59 % i Norge, 46 % i Danmark, 35 % i Sverige og 16 % i Finland.⁵⁶

De store markedsandele kan ses på omsætningen pr. passager. Da man har største andele i Norge, er omsætningen pr. passager i Widerøe høje da man kan tillade sig at kræve højere billetpris, mens de markeder hvor man har lidt mindre andele er omsætningen pr. passager lavere.

Omsætningen for SAS Aviation Services (AS)

AS' består af SAS Ground Services, SAS Tech og SAS Cargo.

Det forventes, at omsætningen for AS ligeledes er påvirket af finanskrisen i 2009, hvorfor der er budgetteret med et fald på 10 % i 2009.

Og det forventes ligeledes, at finanskrisen vil fase ud i slutningen af 2009, hvorfor der er budgettet år 2010 og 2013 med en årlig stigning på 2 %, mens for år 2014 til 2018 vil have en stabil stigning på 1 % hvert pr. år.

⁵⁵ Se bilag 10 for omsætning og bilag 9 for passagertal

⁵⁶ Årsrapport 2008, side 9

Omkostninger/EBITDAR

Core SAS strategien lægger op til frasalg af ikke overskudsgivende aktiviteter og omkostningsbesparelser. Der skal spares 4 mia. SEK i løb af 2009-2011 i form af nedskæring i driftsomkostninger (2,7 mia. SEK) og personaleomkostninger (1,3 mia. SEK). Halvdelen af disse besparelser vil blive implementeret i 2009, resterende vil blive implementeret i 2010 og en lille del i 2011.

Historisk set, har SAS haft en EBITDAR mellem 1,43 % (2003) og 10,23 % (2005) af omsætningen, og selskabet kan kun have et positiv driftsresultat/EBIT (resultat før finansielle poster og skat) ved at have en EBITDAR på over 10 %, altså som i tilfældet i år 2005-2007.

I budgettet er der planlagt en omkostningsbesparelse på 1,95 mia. SEK. i 2009, 1,45 mia. SEK i 2010 og 0,6 mia. SEK i 2011.

Hvis Core SAS implementeres efter forventning, forøges EBITDAR til 11,15 % i 2009⁵⁷, og efter fuld implementering af Core SAS, vil EBITDAR stige til 15,41 % i 2010. Og det giver et EBIT i 2009 på 3% af omsætningen, og 8% i 2011 ved fuld implementering, som er målet for Core SAS.

⁵⁷ Se bilag 10 for budget 2009-2018

Værdiansættelse

Foregående afsnit estimerede de fremtidige indtjeningsmuligheder for SAS i de næste 10 år. Følgende afsnit vil SAS' akties værdi bliver gjort op på baggrunden af 10 års budget.

Den tilbagediskonterede cash flow model

Nedenstående figur viser cash flow for perioden 2009-2018, samt nutids værdi af cash flow:

Tabel 7 - Free Cash Flow 2009-2019

MSEK	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
FCF	4.262	3.622	4.233	4.415	4.503	4.570	4.616	4.663	4.710	4.758	4.817

Kilde: egen tilvirkning

Nedenstående figur viser den beregnet WACC og ROIC for perioden 2009-2018:

Tabel 8 - SAS' ROIC og WACC for perioden 2009-2018

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
ROIC	5,35%	9,92%	12,06%	12,29%	12,50%	12,60%	12,70%	12,78%	12,87%	12,95%
WACC	5,60%	5,90%	6,60%	6,81%	6,92%	7,01%	7,10%	7,17%	7,24%	7,30%
Spread	-0,25%	4,02%	5,46%	5,48%	5,58%	5,59%	5,60%	5,61%	5,63%	5,66%

Kilde: egen tilvirkning

Af ovenstående figur kan man se, at der forventes, at SAS kan skabe værdi for investorerne i fremtiden, da den skaber positivt cash flow og at ROIC i hele budgetperioden overstiger WACC, med undtagelse af 2009, hvor der forventes en nedgang i aktiviteten.

På længere sigt, burde ROIC gå mod WACC, dermed formindskes den positiv spread indtil den går i 0. Da den økonomiske teori siger, at man alene vil kunne opnå et forøget afkast (store positiv spread) på kort sigt, da konkurrenterne hurtig vil opdage, at der er overnormal profit på det marked som man opererer i, og vil kunne hurtig kopiere ens forretningsmodel, og dermed medføre, at selskabets profit stabilisere sig på længere sigt. Hvis man vil bevare den store spread, skal man enten finde et nyt marked, eller finde på noget nyt.

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Der vurderes, at SAS har en solid markedsandele på de nordiske markeder, og at økonomien efter finanskrisen vil være stigende frem til 2018, hvorfor der forventes at SAS vil have et stigende antal i passagertal og dermed en stigende omsætning.

Endvidere er SAS allerede veletableret på de nordiske markeder, de behøver ikke investere i nye fly for at klare kapacitetsproblem, og de har også et af markedets yngste fly flåder i Europa. Disse forhold gør, at SAS har nemmere ved at vinde de fly ruter der er til udbud. Hvorfor de også vil få større andele af markedet.

Den beregnede nutidsværdi er 5.061 mio. SEK⁵⁸. samt en beregnede terminal værdi på 48.951 mio. SEK.

Der er i alt 2.468 mio. aktier i omløb.

Dette giver en aktiekurs på 21,89 SEK, og da der er sket en aktienedsættelse i marts 2009, hvor akties nominelle værdi er sat ned fra nom. 10 SEK til 2,5 SEK., skal den beregnede kurs multiplers med 4. Det giver en aktie kurs på 5,47 SEK.

⁵⁸ Se bilag 11 for beregning af nutidsværdi

SAS' aktiens værdi

Beregnet aktiekurs 5,47 SEK

Pris på en aktie ved emission d. 18. marts 2009 2,63 SEK

Handels kurs d. 18. marts 2009 5,55 SEK

SAS' aktie emission gik godt, og selskabet kunne meddele, at aktien var overtegnet med 24,7 %.

Dette viser hvor stort tillid investorerne har til SAS.

SAS' nye aktier kan tegnes til 2,63 SEK, men aktierne er handlet til 5,55 d. 18. marts 2009, hvis værdien er over det dobbelte af de nye aktier. Det bekræfter endnu engang hvor stor tillid investorerne har til SAS.

Den høje tillid kan skyldes, at investorerne er overoptimistiske på et marked der har været nedadgående i lang periode, hvor marked kan regere på de mindste nyheder, såsom SAS' Core Strategy og nyt omkring aktie emission.

Den beregnede aktiekurs ligger meget tæt på den faktiske handels kurs d. 18. marts 2009, dog har aktie kursen været faldende siden, og pr. 30/4-2009, hvor opgaven afsluttes, er kursen ned ved 3,78 SEK. jf. nedenstående figur.

Aktiekurs pr. 1/1-2009 – 30/4-2009



Kilde:

http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=SSE13557

Delkonklusion på værdiansættelse

Det er vanskeligt at sige, at aktien er overvurderet, når handelskurs er over den beregnede kurs. Specielt i en tid hvor der er meget uro på markedet grundet finanskrisen, og alle har sin holdning til hvordan det vil gå i fremtiden.

Analysen af SAS' strategi, historisk performance samt nuværende markedssituation er dermed færdiggjort.

Det forudsættes, at der vil komme gang i økonomien allerede i 2010, og det anses som sandsynligt, at SAS vil kunne gennemføre sin Core SAS strategi.

Konklusion

Der er foretaget en vurdering af SAS' fremtidige økonomisk udvikling samt dannet en forventning til et 10 års budget for perioden 2009-2018 via en strategi analyse og regnskabsanalyse. Derefter er SAS' aktiens værdi estimeret via DCF værdiansættelsesmodel.

Resultat af værdiansættelsen har givet svar på opgavens hovedproblemstilling:

Hvad var SAS aktiens beregnede værdi ved aktieemission den 18. marts 2009?

Estimatet viser, at SAS aktien pr. 18. marts 2009 udviser en værdi på 5,55 SEK. Ved denne værdi er aktie hverken over- eller under vurderet efter den beregnede/forventede aktiekurs som er 5,47 SEK.

Historisk set, har SAS ikke opfyldt investorernes forrentningskrav. Dog har de vist en stigende overskudsgrad, omsætningshastighed samt konsolideret selskabets finansielle position. SAS' hoved forretningsområde (SAS Scandinavian Airlines & SAS Individuel Brand) har vist sig at være profitabel. Disse forhold gjorde, at investorerne ser en positiv fremtiden i SAS, hvorfor interessen for SAS' aktie er fortsat stor.

Væksten i 2009 er begrænset som følge af finanskrisen. Der formodes, at når krisen er overstået i starten af 2010, vil der igen komme gang i økonomien. Omsætningen forventes at stige, og omkostningen er minimeret ved implementering af strategi Core SAS som tilsammen vil skabe et positiv resultat i fremtiden.

Det vurderes, at SAS aktiekursen er meget afhængig af de enkelte investorernes forventning til hvornår finanskrisen slutter, hvordan den påvirker SAS' aktiviteter samt hvorvidt målene i SAS' strategi kan opfyldes.

Budgettet har været meget positiv omkring hvornår finanskrisen slutter og SAS' påvirkning heraf.

SAS koncernen befinder sig i et marked som er præget af stræk konkurrence mellem de etablerede selskaber, og hvor leasing af aktiver har gjort det muligt for nye aktører at trænge ind, hvis muligheden viser sig.

Markedet for flyselskaber har også vist sig at være meget følsomt for ydre påvirkninger. Stigninger på brændstofpriser, og faldende kundegrundlag har gjort det vanskeligt at gøre god forretning. Den stærke konkurrence forværrer dette, da aktørerne skal slås om færre indtægter og samtidig har højere udgifter.

SAS koncernen har et ekstra handicap i form af former for personale kontrakter koncernen har benyttet. SAS koncernens arbejdskraft er betydeligt mere omkostningsfuld end konkurrenternes.

I en årrække har disse faktorer givet SAS koncernen dårlige økonomiske resultater, og er derfor blevet nødsaget til at iværksætte nogle strategiske initiativer, som skal rette op på forretningen.

I 2008 blev planen Strategi 2011 lanceret. Men efter et dårligt resultat i 2008 måtte planen revideres med den mere vidtgående Core SAS.

Begge planer er konsolideringer, hvor SAS koncernen trækker sig tilbage til områder, hvor de har en høj markedsandel, for der at kunne sikre sig et fast økonomisk grundlag, og måske ikke være så sårbar på grund af deres højere personale udgifter.

Endvidere lagde især Strategi 2011 vægt på en kulturel reform af SAS koncernen, så de høje personaleomkostninger kunne mindskes.

Planerne tager godt højde for SAS koncernens position og omgivelser. I sig har de begge gode chancer for at lykkes, og vil givet vis kunne få SAS til at overleve på lang sigt.

Problemet er at selve markedet, som SAS koncernen ingen direkte indflydelse har på, har fortsat med at udvikle sig mere negativt end forventet. Dette har fortsat de dårlige resultater.

Core SAS planen er et fint eksempel på dette. Strategi 2011 var vel funderet, og pegede i en god retning. Men markedsudvikling nødvendiggjorde den yderligere retræte som ses i Core SAS.

Denne forskel mellem de veltilpassede strategiske planer og markedets uforudsigelighed er problemet, når strategien skal vurderes som en del af virksomhedens værdiansættelse.

På den ene side taler den velfunderede strategi, både i Strategi 2011 og i Core SAS, for at SAS koncernen vil stige i værdi i fremtiden.

På den baggrund må den konkluderes at SAS koncernen umiddelbart må antages at begynde at få fast grundlag under fødderne, og stige i værdi. Men at der skal holdes godt øje med markedet, da fortsat negativ udvikling vil gøre det nærmest umuligt for SAS koncernen at redde sig fra sin nuværende svage position.

Markedsudviklingen vil kort sagt blive altafgørende for om SAS koncernens redningsstrategier vil fungere.

Litteraturlisten

Anvendte teoribøger:

Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse af virksomheder og virksomhedsandele, Rådgivningsudvalget december 2002

Johnson, Scholes, Whittington: Exploring Corporate Strategy 7th edition. Pearson Education Limited 2006

McKinsey & Company: "Valuation", fourth edition, John Wiley & Sons, Inc. 2005

Anvendte datagrundlag:

Anders C. Madsen, "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", PriceWaterhouseCoopers.

Focus on the SAS Group 2009

SAS Press release 3. februar 2009

SAS Press release 12. Marts 2009

SAS Press release 15. april 2009

SAS Traffic reports 2001- march 2009

SAS Year-End report January-December 2008

SAS årsrapport 2002-2008.

Summary of the SAS Group's Strategy 2011, June 2007

Anvendte internet link/artikler:

Damodaran Online, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm

www.dr.dk

www.euroinvestor.dk

www.nasdaqomxnordic.dk

Xin Zhuo og Christian Kjærgaard

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

www.nationalbanken.dk

www.sasgroup.net

www.tv2.dk

Bilagsmaterialer

Bilag 1

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,462985621
R Square	0,214355685
Adjusted R Square	0,213833662
Standard Error	0,027365368
Observations	1507

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,307502131	0,307502131	410,6251393	6,36834E-81
Residual	1505	1,127039392	0,000748863		
Total	1506	1,434541524			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>
Intercept	1,12648E-05	0,000705051	0,015977267	0,987254645	-0,001371723	0,001394252	-0,001371723
Beta Værdi X Variable 1	0,973854605	0,048058627	20,26388757	6,36834E-81	0,879585617	1,068123593	0,879585617

Bilag 2

SAS' vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger WACC for perioden 2003-2008

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bogførte værdi af virksomhedens gæld	36.694	34.734	33.674	23.356	15.628	22.828
Bogførte værdi af virksomhedens egenkapital	13.134	11.159	11.504	16.366	17.130	8.682
Gældsrente*	4,63%	4,41%	3,37%	3,69%	4,16%	3,89%
Egenkapitalens afkastkrav***	8,92%	8,70%	7,66%	7,98%	8,45%	8,18%
Virksomhedens skattesats**	28,60%	28,60%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
WACC	4,79%	4,50%	3,76%	4,85%	5,85%	4,28%

Egenkapitalens afkastkrav

Risikofri rente **	4,63%	4,41%	3,37%	3,69%	4,16%	3,89%
Beta	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97
Risikopræmie	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%	4,40%
Egenkapitalens afkastkrav	8,92%	8,70%	7,66%	7,98%	8,45%	8,18%

* 10 årig statsobligationer i Sverige

** Fastsat ud fra gennemsnit skatteprocent i Danmark, Sverige og Norge jf. SAS årsrapporter.

*** Se Egenkapitalens afkastkrav

Bilag 3

NOPLAT 2003-2008 MSEK

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EBITDA	826	4.383	5.680	5.099	5.311	3.251
Fly leasing omkostninger	0	-2.689	-3.132	-2.481	-2.578	-2.282
Afskrivninger	-2.912	-2.843	-2.170	-1.757	-1.478	-1.591
Resultat af salg af fly og bygninger	649	113	182	85	41	4
Driftsresultat efter afskrivninger, EBITA	-1.437	-1.036	560	946	1.296	-618
Ændring i regulering af pensions forpligtelser	3	-8	14	1	2	-59
Ændring i andre hensatte forpligtelser	-226	-545	-323	-94	88	77
Tilpasset EBITA	-1.660	-1.589	251	853	1.386	-600
Skat af EBITA	-164	-227	-352	-184	-359	-34
Ændring i udskudt skat	-193	-61	294	2	970	-998
Netto driftsresultat justeret for skat, NOPLAT	-2.017	-1.877	193	671	1.997	-1.632
Skat af EBITA*						
Skat jf. årsrapport	5	69	-76	35	-286	28
Skatteskjold på betalte finansielle omkostninger	-573	-400	-410	-383	-293	-261
Skat af finansielle indtægter	404	102	138	164	220	183
Skat af regulering af pensionsforpligtelser	-1	2	-4	0	-1	17
Skat af EBITA i alt	-164	-227	-352	-184	-359	-34

* I 2003 og 2004 er gennemsnit skatteprocent i Danmark, Sverige og Norge på 28,6% jf. årsrapport 2003 og 2004

* I 2005-2008 er gennemsnit skatteprocent i Danmark, Sverige og Norge på 28% jf. årsrapport 2005-2008

Afstemning til årets resultat

Årets resultat	-1.415	-1.872	255	4.740	636	-6.321
Ændring i andre hensatte forpligtelser	-226	-545	-323	-94	88	77
Ændring i udskudt skat	-193	-61	294	2	970	-998
Minoritetsinteresser	-50	-4	0	0	0	0
Resultat af indtægter i associerede virksomheder	-39	-137	-76	-59	-9	0
Resultat af andre værdipapir	1	-1	-50	46	-5	0
Gevinst ved salg af aktier i datter- og associerede selskaber	-651	-5	-41	0	0	0
Resultat af aktivitet der er sat til salg	0	0	-577	-4.528	130	5.305
Nedskrivning goodwill	134	10	0	0	0	147
Tilpasset årets resultat	-2.439	-2.615	-518	107	1.810	-1.790
Regulering af pensionforpligtelser, efter skat	2	-6	10	1	1	-42
Renteomkostninger, efter skat	1.429	999	1.055	984	752	672
Investors resultat	-1.007	-1.622	547	1.092	2.564	-1.161
Renteindtægter, efterskat	-1.010	-255	-354	-421	-567	-471
Netto driftsresultat justeret for skat, NOPLAT	-2.017	-1.877	193	671	1.997	-1.632
Afstemning	0	0	0	0	0	0

Bilag 4

Total investeret kapital 2002-2008

MSEK

Aktiver

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætningsaktiver, vedr. drift	10.224	10.412	11.890	12.692	10.501	8.091	8.252
Kortfristet gæld, vedr. drift	-15.943	-14.173	-14.784	-15.133	-13.876	-12.894	-12.366
Driftskapital	-5.719	-3.761	-2.894	-2.441	-3.375	-4.803	-4.114
Immaterielle anlægsaktiver uden goodwill	870	652	450	880	250	195	198
Materielle anlægsaktiver	33.683	29.706	24.166	19.457	14.941	13.436	14.132
Investeret driftskapital før goodwill	28.834	26.597	21.722	17.896	11.816	8.828	10.216
Goodwill	2.299	2.158	2.579	2.982	2.682	1.031	894
Akkumuleret afskrivning på goodwill	386	507	515	235	198	110	116
Investeret driftskapital efter goodwill	31.519	29.262	24.816	21.113	14.696	9.969	11.226
Andele i associerede virksomheder	505	604	671	1.214	1.012	1.063	622
Andre værdipapirer mv.	9.672	8.000	7.349	7.265	9.117	7.308	3.872
Tilgodehavende hos associerede virksomheder	383	342	333	1.848	546	680	479
Andre finansielle aktiver	7.621	7.988	8.780	10.154	10.737	10.078	10.073
Total investeret kapital	49.700	46.196	41.949	41.594	36.108	29.098	26.272
Egenkapital	15.188	13.134	11.159	11.504	16.366	17.130	8.682
Akkumuleret afskrivning på goodwill	386	507	515	235	198	110	116
Minoritetsinteresser	166	112	25	577	22	19	0
Andre hensatte forpligtelser	1.791	1.565	1.020	697	603	691	768
Udskudt skat, netto	2.053	1.860	1.799	2.093	2.095	3.065	2.067
Justeret egenkapital	19.584	17.178	14.518	15.106	19.284	21.015	11.633
Rentebærende gæld	30.069	28.968	27.389	26.432	16.767	8.899	16.095
Aktiver under salg netto	0	0	0	0	0	-875	-1.456
Pensionsforpligtelser	47	50	42	56	57	59	0
Total investeret kapital	49.700	46.196	41.949	41.594	36.108	29.098	26.272
Afstemning	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 5

Resultatopgørelse 2002-2008 MSEK

	2002	2003	2004	2005*	2006**	2007	2008
Omsætning	64.944	57.754	58.073	55.501	50.152	52.251	53.195
Personaleomkostninger	-22.352	-21.927	-19.585	-18.163	-16.229	-17.271	-18.153
Andre driftsomkostninger	-39.045	-35.001	-34.105	-31.658	-28.824	-29.669	-31.791
Driftsresultat, EBITDA	3.547	826	4.383	5.680	5.099	5.311	3.251
Fly leasingomkostninger	0	0	-2.689	-3.132	-2.481	-2.578	-2.282
Afskrivninger	-2.846	-2.912	-2.843	-2.170	-1.757	-1.478	-1.591
Nedskrivninger af goodwill	-107	-134	-10	0	0	0	-147
Resultatandele i associerede virksomheder	-409	39	137	76	59	9	0
Gevinst ved salg af aktier i datter- og associerede selskaber	817	651	5	41	0	0	0
Resultat af salg af fly og bygninger	-320	649	113	182	85	41	4
Drifts resultat	682	-881	-904	677	1.005	1.305	-765
Resultat af andre værdipapirer	-180	-1	1	50	-46	5	0
Finansielle indtægter	1.146	1.414	357	492	585	787	654
Finansielle omkostninger	-2.098	-2.002	-1.399	-1.465	-1.367	-1.045	-933
Resultat før skat	-450	-1.470	-1.945	-246	177	1.052	-1.044
Skat	267	5	69	-76	35	-286	28
Minoritetsinteressers andele af resultatet	51	50	4	0	0	0	0
Årets resultat af ordinære drift	-132	-1.415	-1.872	-322	212	766	-1.016
Resultat af aktivitet der er sat til salg	0	0	0	577	4.528	-130	-5.305
Årets resultat	-132	-1.415	-1.872	255	4.740	636	-6.321

* For 2005 er der anvendt de korrigerede tal fra årsrapport 2006, som følge af en del af selskabets aktivitet er frasolgt i 2006

** For 2006 er der anvendt de korrigerede tal fra årsrapport 2007, som følge af en del af selskabets aktivitet er frasolgt i 2007

Bilag 6

Balance 2002-2008

MSEK

Aktiver

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Immateriale anlægsaktiver	3.169	2.810	3.029	3.862	2.932	1.226	1.092
Bygning og grund	2.687	1.258	1.807	1.257	684	568	513
Flymaskiner	24.144	22.410	16.885	14.681	11.330	10.766	11.037
Reservedele	3.112	3.151	3.128	1.526	1.383	1.211	1.185
Værksted	412	270	218	210	215	226	220
Andre driftsmidler og automobiler	1.922	1.584	1.565	1.213	634	308	318
Driftsmidler under bygning	234	285	204	148	378	172	232
Forudbetalinger vedrørende anlægsaktiver	1.172	748	359	422	317	185	627
Materielle anlægsaktiver i alt	33.683	29.706	24.166	19.457	14.941	13.436	14.132
Andele i associerede virksomheder	505	604	671	1.214	1.012	1.063	622
Tilgodehavende hos associerede virksomheder	314	247	229	228	189	170	0
Andre værdipapirer	191	125	126	214	601	5	5
Pensionskasse	6.298	6.656	7.421	8.363	8.805	9.496	9.658
Udskudt skatteaktiver	1.553	1.413	1.394	1.524	1.378	690	921
Langfristede tilgodehavende	1.132	1.207	1.233	1.577	1.331	577	410
Finansielle anlægsaktiver i alt	9.993	10.252	11.074	13.120	13.316	12.001	11.616
Anlægsaktiver i alt	46.845	42.768	38.269	36.439	31.189	26.663	26.840

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Varebeholdninger	1.407	1.277	1.265	1.038	993	849	819
Forudbetalinger	3	9	24	27	3	1	1
Varebeholdninger i alt	1.410	1.286	1.289	1.065	996	850	820
Debitorer	5.147	4.168	4.574	4.568	3.918	1.951	1.851
Tilgodehavende hos associerede virksomheder	69	95	104	1.620	357	510	479
Andre tilgodehavender	1.577	2.898	2.735	3.892	2.767	2.637	2.661
Periodafgrænsningsposter	1.041	994	2.046	1.748	1.134	1.070	1.009
Tilgodehavender i alt	7.834	8.155	9.459	11.828	8.176	6.168	6.000
Andre værdipapirer mv.	9.672	8.000	7.349	7.265	9.117	7.308	3.872
Likvidebeholdninger	1.049	1.066	1.246	1.419	1.686	1.583	1.911
Aktiver under salg	0	0	0	0	0	6.198	3.921
Omsætningsaktiver i alt	19.965	18.507	19.343	21.577	19.975	22.107	16.524
Aktiver i alt	66.810	61.275	57.612	58.016	51.164	48.770	43.364

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Passiver

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiekapital	1.645	1.645	1.645	1.645	1.645	1.645	1.645
Andre kapital bidrag	0	0	0	658	170	170	170
Reserver	6.417	5.566	5.552	918	1.312	1.466	-718
Overført resultat	7.126	5.923	3.962	8.283	13.239	13.849	7.585
Egenkapital i alt	15.188	13.134	11.159	11.504	16.366	17.130	8.682

Minoritetsinteresser

	166	112	25	577	22	19	0
Pensionsforpligtelser	47	50	42	56	57	59	0
Udskudt skat	3.606	3.273	3.193	3.617	3.473	3.755	2.988
Andre hensatte forpligtelser	1.791	1.565	1.020	697	603	691	768
Hensatte forpligtelser i alt	5.444	4.888	4.255	4.370	4.133	4.505	3.756

Ansvarlig lånekapital	915	742	742	771	716	693	953
Udstedt obligationer	5.371	6.249	6.176	7.355	7.135	2.079	2.212
Andre lån	15.036	13.723	14.042	11.039	5.685	3.936	10.535
Gæld til associerede virksomheder	0	2	0	0	0	0	0
Anden gæld	330	139	143	73	178	61	334
Langfristet gæld i alt	21.652	20.855	21.103	19.238	13.714	6.769	14.034

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Kortfristet del af langfristet gæld	804	2.116	800	3.183	841	1.615	872
Kortfristet gæld	7.552	5.981	5.479	3.828	2.043	421	1.189
Forudbetalinger	165	187	137	123	181	20	7
Kreditorer	4.259	3.462	4.251	4.358	3.350	2.108	2.068
Gæld til associerede virksomheder	61	16	7	183	169	94	0
Skyldig skat	152	83	70	99	43	5	110
Periodiseret indtægter	3.582	2.715	2.981	3.038	3.395	3.842	3.299
Kortfristet del af hensatte forpligtelser	0	0	0	273	318	190	149
Anden gæld	7.785	7.726	7.345	7.242	6.589	6.729	6.733
Gæld til aktiver under salg	0	0	0	0	0	5.323	2.465
Kortfristede gældsforpligtelser i alt	24.360	22.286	21.070	22.327	16.929	20.347	16.892
Passiver i alt	66.810	61.275	57.612	58.016	51.164	48.770	43.364

HD afsluttende opgave forår 2009 Værdiansættelse af SAS koncernen

Bilag 7

Distribution of passengers
SAS Scandinavian Airlines

2004R	jan-04	feb-04	mar-04	apr-04	may-04	jun-04	jul-04	aug-04	sep-04	oct-04	nov-04	dec-04	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.637.821	1.836.089	2.207.262	2.164.447	2.292.482	2.416.122	1.990.455	2.133.673	2.286.775	2.287.140	1.978.889	1.682.992	24.914.147
2005R	jan-05	feb-05	mar-05	apr-05	may-05	jun-05	jul-05	aug-05	sep-05	oct-05	nov-05	dec-05	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.686.900	1.731.213	2.001.403	2.142.541	2.243.569	2.364.706	1.944.289	2.103.673	2.404.883	2.410.924	2.174.274	1.807.053	25.015.428
	3,00%	-5,71%	-9,33%	-1,01%	-2,13%	-2,13%	-2,32%	-1,41%	5,16%	5,41%	9,87%	7,37%	0,41%
2006R	jan-06	feb-06	mar-06	apr-06	may-06	jun-06	jul-06	aug-06	sep-06	oct-06	nov-06	dec-06	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.675.412	1.821.228	2.212.642	2.009.239	2.318.049	2.352.591	1.986.962	2.139.352	2.345.257	2.385.017	2.158.804	1.694.263	25.098.816
2007R	jan-07	feb-07	mar-07	apr-07	may-07	jun-07	jul-07	aug-07	sep-07	oct-07	nov-07	dec-07	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.769.660	1.794.004	2.279.132	2.032.119	2.248.008	2.424.234	2.048.774	2.202.084	2.350.421	2.421.316	2.133.705	1.699.117	25.402.574
	5,63%	-1,49%	3,01%	1,14%	-3,02%	3,05%	3,11%	2,93%	0,22%	1,52%	-1,16%	0,29%	1,21%
2008R	jan-08	feb-08	mar-08	apr-08	may-08	jun-08	jul-08	aug-08	sep-08	oct-08	nov-08	dec-08	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.832.777	1.986.908	2.137.595	2.418.339	2.373.169	2.456.584	2.018.691	2.119.802	2.290.562	2.276.272	1.905.249	1.539.112	25.355.060
	3,57%	10,75%	-6,21%	19,01%	5,57%	1,33%	-1,47%	-3,74%	-2,55%	-5,99%	-10,71%	-9,42%	-0,19%
2009E	jan-09	feb-09	mar-09	apr-09	may-09	jun-09	jul-09	aug-09	sep-09	oct-09	nov-09	dec-09	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.491.267	1.563.657	1.874.862	2.128.138	2.088.389	2.161.794	1.776.448	1.865.426	2.015.695	2.003.119	1.676.619	1.354.419	21.999.832
	-18,63%	-21,30%	-12,29%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-12,00%	-13,23%
2010E	jan-10	feb-10	mar-10	apr-10	may-10	jun-10	jul-10	aug-10	sep-10	okt-10	nov-10	dec-10	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.521.092	1.594.930	1.912.359	2.170.701	2.130.156	2.205.030	1.811.977	1.902.734	2.056.008	2.043.182	1.710.152	1.381.507	22.439.829
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2011E	jan-11	feb-11	mar-11	apr-11	may-11	jun-11	jul-11	aug-11	sep-11	okt-11	nov-11	dec-11	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.551.514	1.626.829	1.950.606	2.214.115	2.172.760	2.249.130	1.848.217	1.940.789	2.097.129	2.084.045	1.744.355	1.409.137	22.888.626
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2012E	jan-12	feb-12	mar-12	apr-12	may-12	jun-12	jul-12	aug-12	sep-12	okt-12	nov-12	dec-12	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.582.544	1.659.365	1.989.619	2.258.397	2.216.215	2.294.113	1.885.181	1.979.605	2.139.071	2.125.726	1.779.242	1.437.320	23.346.398
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2013E	jan-13	feb-13	mar-13	apr-13	may-13	jun-13	jul-13	aug-13	sep-13	okt-13	nov-13	dec-13	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.614.195	1.692.553	2.029.411	2.303.565	2.260.539	2.339.995	1.922.885	2.019.197	2.181.853	2.168.241	1.814.826	1.466.066	23.813.326
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2014E	jan-14	feb-14	mar-14	apr-14	may-14	jun-14	jul-14	aug-14	sep-14	okt-14	nov-14	dec-14	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.630.337	1.709.478	2.049.705	2.326.601	2.283.145	2.363.395	1.942.113	2.039.389	2.203.671	2.189.923	1.832.975	1.480.727	24.051.459
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2015E	jan-15	feb-15	mar-15	apr-15	may-15	jun-15	jul-15	aug-15	sep-15	okt-15	nov-15	dec-15	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.646.641	1.726.573	2.070.202	2.349.867	2.305.976	2.387.029	1.961.535	2.059.783	2.225.708	2.211.822	1.851.304	1.495.534	24.291.974
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2016E	jan-16	feb-16	mar-16	apr-16	may-16	jun-16	jul-16	aug-16	sep-16	okt-16	nov-16	dec-16	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.663.107	1.743.839	2.090.904	2.373.366	2.329.036	2.410.899	1.981.150	2.080.381	2.247.965	2.233.941	1.869.818	1.510.489	24.534.894
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2017E	jan-17	feb-17	mar-17	apr-17	may-17	jun-17	jul-17	aug-17	sep-17	okt-17	nov-17	dec-17	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.679.738	1.761.277	2.111.813	2.397.099	2.352.326	2.435.008	2.000.961	2.101.184	2.270.445	2.256.280	1.888.516	1.525.594	24.780.243
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2018E	jan-18	feb-18	mar-18	apr-18	may-18	jun-18	jul-18	aug-18	sep-18	okt-18	nov-18	dec-18	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.696.536	1.778.890	2.132.931	2.421.070	2.375.849	2.459.359	2.020.971	2.122.196	2.293.149	2.278.843	1.907.401	1.540.850	25.028.045
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2019E	jan-18	feb-18	mar-18	apr-18	may-18	jun-18	jul-18	aug-18	sep-18	okt-18	nov-18	dec-18	TOT
Scandinavian Airlines Businesses	1.713.501	1.796.679	2.154.261	2.445.281	2.399.608	2.483.952	2.041.181	2.143.418	2.316.081	2.301.631	1.926.475	1.556.259	25.278.326
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Bilag 8

Distribution of passengers Widerøe

2004R	<i>jan-04</i>	<i>feb-04</i>	<i>mar-04</i>	<i>apr-04</i>	<i>maj-04</i>	<i>jun-04</i>	<i>jul-04</i>	<i>aug-04</i>	<i>sep-04</i>	<i>okt-04</i>	<i>nov-04</i>	<i>dec-04</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	131.067	141.161	162.467	150.989	153.900	168.161	140.004	160.335	164.510	167.039	149.983	130.206	1.819.822
2005R	<i>jan-05</i>	<i>feb-05</i>	<i>mar-05</i>	<i>apr-05</i>	<i>may-05</i>	<i>jun-05</i>	<i>jul-05</i>	<i>aug-05</i>	<i>sep-05</i>	<i>okt-05</i>	<i>nov-05</i>	<i>dec-05</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	131.476	145.843	146.990	155.296	150.893	163.498	135.739	151.583	164.558	162.144	160.566	134.926	1.803.512
	0,31%	3,32%	-9,53%	2,85%	-1,95%	-2,77%	-3,05%	-5,46%	0,03%	-2,93%	7,06%	3,63%	-0,90%
2006R	<i>jan-06</i>	<i>feb-06</i>	<i>mar-06</i>	<i>apr-06</i>	<i>may-06</i>	<i>jun-06</i>	<i>jul-06</i>	<i>aug-06</i>	<i>sep-06</i>	<i>okt-06</i>	<i>nov-06</i>	<i>dec-06</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	136.896	143.052	172.360	152.597	171.215	177.108	143.752	160.047	171.308	180.069	170.879	137.102	1.916.385
	4,12%	-1,91%	17,26%	-1,74%	13,47%	8,32%	5,90%	5,58%	4,10%	11,05%	6,42%	1,61%	6,26%
2007R	<i>jan-07</i>	<i>feb-07</i>	<i>mar-07</i>	<i>apr-07</i>	<i>may-07</i>	<i>jun-07</i>	<i>jul-07</i>	<i>aug-07</i>	<i>sep-07</i>	<i>okt-07</i>	<i>nov-07</i>	<i>dec-07</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	147.293	149.115	177.561	154.451	173.996	178.351	149.041	167.193	169.647	185.068	172.911	139.621	1.964.248
	7,59%	4,24%	3,02%	1,21%	1,62%	0,70%	3,68%	4,46%	-0,97%	2,78%	1,19%	1,84%	2,50%
2008R	<i>jan-08</i>	<i>feb-08</i>	<i>mar-08</i>	<i>apr-08</i>	<i>maj-08</i>	<i>jun-08</i>	<i>jul-08</i>	<i>aug-08</i>	<i>sep-08</i>	<i>okt-08</i>	<i>nov-08</i>	<i>dec-08</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	151.681	162.590	157.803	186.707	174.369	190.288	153.567	168.317	183.910	189.351	173.040	142.468	2.034.091
	2,98%	9,04%	-11,13%	20,88%	0,21%	6,69%	3,04%	0,67%	8,41%	2,31%	0,07%	2,04%	3,56%
2009E	<i>jan-09</i>	<i>feb-09</i>	<i>mar-09</i>	<i>apr-09</i>	<i>maj-09</i>	<i>jun-09</i>	<i>jul-09</i>	<i>aug-09</i>	<i>sep-09</i>	<i>okt-09</i>	<i>nov-09</i>	<i>dec-09</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	143.862	153.398	179.401	175.505	163.907	178.871	144.353	158.218	172.875	177.990	162.658	133.920	1.944.957
	-5,15%	-5,65%	13,69%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-6,00%	-4,38%
2010E	<i>jan-10</i>	<i>feb-09</i>	<i>mar-09</i>	<i>apr-09</i>	<i>maj-09</i>	<i>jun-09</i>	<i>jul-09</i>	<i>aug-09</i>	<i>sep-09</i>	<i>okt-09</i>	<i>nov-09</i>	<i>dec-09</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	146.739	156.466	182.989	179.015	167.185	182.448	147.240	161.382	176.333	181.550	165.911	136.598	1.983.856
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2011E	<i>jan-11</i>	<i>feb-11</i>	<i>mar-11</i>	<i>apr-11</i>	<i>maj-11</i>	<i>jun-11</i>	<i>jul-11</i>	<i>aug-11</i>	<i>sep-11</i>	<i>okt-11</i>	<i>nov-11</i>	<i>dec-11</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	149.674	159.595	186.649	182.595	170.529	186.097	150.185	164.610	179.860	185.181	169.229	139.330	2.023.533
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2012E	<i>jan-12</i>	<i>feb-12</i>	<i>mar-12</i>	<i>apr-12</i>	<i>maj-12</i>	<i>jun-12</i>	<i>jul-12</i>	<i>aug-12</i>	<i>sep-12</i>	<i>okt-12</i>	<i>nov-12</i>	<i>dec-12</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	152.668	162.787	190.382	186.247	173.939	189.819	153.189	167.902	183.457	188.884	172.614	142.117	2.064.004
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2013E	<i>jan-13</i>	<i>feb-13</i>	<i>mar-13</i>	<i>apr-13</i>	<i>maj-13</i>	<i>jun-13</i>	<i>jul-13</i>	<i>aug-13</i>	<i>sep-13</i>	<i>okt-13</i>	<i>nov-13</i>	<i>dec-13</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	155.721	166.043	194.189	189.972	177.418	193.615	156.252	171.260	187.126	192.662	176.066	144.959	2.105.284
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2014E	<i>jan-14</i>	<i>feb-14</i>	<i>mar-14</i>	<i>apr-14</i>	<i>maj-14</i>	<i>jun-14</i>	<i>jul-14</i>	<i>aug-14</i>	<i>sep-14</i>	<i>okt-14</i>	<i>nov-14</i>	<i>dec-14</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	157.278	167.703	196.131	191.872	179.192	195.552	157.815	172.973	188.997	194.589	177.826	146.409	2.126.337
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2015E	<i>jan-15</i>	<i>feb-15</i>	<i>mar-15</i>	<i>apr-15</i>	<i>maj-15</i>	<i>jun-15</i>	<i>jul-15</i>	<i>aug-15</i>	<i>sep-15</i>	<i>okt-15</i>	<i>nov-15</i>	<i>dec-15</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	158.851	169.380	198.093	193.790	180.984	197.507	159.393	174.703	190.887	196.535	179.605	147.873	2.147.600
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2016E	<i>jan-16</i>	<i>feb-16</i>	<i>mar-16</i>	<i>apr-16</i>	<i>maj-16</i>	<i>jun-16</i>	<i>jul-16</i>	<i>aug-16</i>	<i>sep-16</i>	<i>okt-16</i>	<i>nov-16</i>	<i>dec-16</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	160.439	171.074	200.074	195.728	182.794	199.482	160.987	176.450	192.796	198.500	181.401	149.352	2.169.076
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2017E	<i>jan-17</i>	<i>feb-17</i>	<i>mar-17</i>	<i>apr-17</i>	<i>maj-17</i>	<i>jun-17</i>	<i>jul-17</i>	<i>aug-17</i>	<i>sep-17</i>	<i>okt-17</i>	<i>nov-17</i>	<i>dec-17</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	162.044	172.785	202.074	197.685	184.622	201.477	162.597	178.214	194.724	200.485	183.215	150.845	2.190.767
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2018E	<i>jan-18</i>	<i>feb-18</i>	<i>mar-18</i>	<i>apr-18</i>	<i>maj-18</i>	<i>jun-18</i>	<i>jul-18</i>	<i>aug-18</i>	<i>sep-18</i>	<i>okt-18</i>	<i>nov-18</i>	<i>dec-18</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	163.664	174.513	204.095	199.662	186.468	203.492	164.223	179.996	196.671	202.490	185.047	152.354	2.212.675
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2019E	<i>jan-18</i>	<i>feb-18</i>	<i>mar-18</i>	<i>apr-18</i>	<i>maj-18</i>	<i>jun-18</i>	<i>jul-18</i>	<i>aug-18</i>	<i>sep-18</i>	<i>okt-18</i>	<i>nov-18</i>	<i>dec-18</i>	<i>TOT</i>
Widerøe	165.301	176.258	206.136	201.659	188.333	205.527	165.865	181.796	198.638	204.515	186.897	153.877	2.234.801
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Bilag 9

Distribution of passengers

Blue1

2004R	jan-04	feb-04	mar-04	apr-04	may-04	jun-04	jul-04	aug-04	sep-04	oct-04	nov-04	dec-04	TOT
Total Blue1	63.532	70.893	87.324	102.237	111.285	125.875	86.484	100.345	115.349	118.612	111.332	97.789	1.191.057
2005R	jan-05	feb-05	mar-05	apr-05	may-05	jun-05	jul-05	aug-05	sep-05	oct-05	nov-05	dec-05	TOT
Total Blue1	94.176	101.043	119.849	130.223	139.314	150.751	106.385	129.002	144.150	148.385	137.538	115.915	1.516.731
	48,23%	42,53%	37,25%	27,37%	25,19%	19,76%	23,01%	28,56%	24,97%	25,10%	23,54%	18,54%	27,34%
2006R	jan-06	feb-06	mar-06	apr-06	may-06	jun-06	jul-06	aug-06	sep-06	oct-06	nov-06	dec-06	TOT
Total Blue1	114.512	113.458	146.188	159.115	171.925	190.948	122.079	157.307	180.633	191.425	165.115	135.212	1.847.917
	21,59%	12,29%	21,98%	22,19%	23,41%	26,66%	14,75%	21,94%	25,31%	29,01%	20,05%	16,65%	21,84%
2007R	jan-07	feb-07	mar-07	apr-07	may-07	jun-07	jul-07	aug-07	sep-07	oct-07	nov-07	dec-07	TOT
Total Blue1	128.752	137.739	166.385	152.730	159.174	173.303	115.186	147.790	172.647	172.751	152.618	118.583	1.797.658
	12,44%	21,40%	13,82%	-4,01%	-7,42%	-9,24%	-5,65%	-6,05%	-4,42%	-9,76%	-7,57%	-12,30%	-2,72%
2008R	jan-08	feb-08	mar-08	apr-08	may-08	jun-08	jul-08	aug-08	sep-08	okt-08	nov-08	dec-08	TOT
Total Blue1	113.923	128.783	135.241	149.595	151.822	159.458	103.985	140.626	145.998	145.462	128.150	113.333	1.616.376
	-11,52%	-6,50%	-18,72%	-2,05%	-4,62%	-7,99%	-9,72%	-4,85%	-15,44%	-15,80%	-16,03%	-4,43%	-10,08%
2009E	jan-09	feb-09	mar-09	apr-09	may-09	jun-09	jul-09	aug-09	sep-09	oct-09	nov-09	dec-09	TOT
Total Blue1	95.285	112.539	133.871	134.636	136.640	143.512	93.587	126.563	131.398	130.916	115.335	102.000	1.456.281
	-16,36%	-12,61%	-1,01%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-9,90%
2010E	jan-10	feb-10	mar-10	apr-10	may-10	jun-10	jul-10	aug-10	sep-10	okt-10	nov-10	dec-10	TOT
Total Blue1	97.191	114.790	136.548	137.328	139.373	146.382	95.458	129.095	134.026	133.534	117.642	104.040	1.485.407
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2011E	jan-11	feb-11	mar-11	apr-11	may-11	jun-11	jul-11	aug-11	sep-11	okt-11	nov-11	dec-11	TOT
Total Blue1	99.135	117.086	139.279	140.075	142.160	149.310	97.367	131.677	136.707	136.205	119.995	106.120	1.515.115
	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
2012E	jan-12	feb-12	mar-12	apr-12	may-12	jun-12	jul-12	aug-12	sep-12	okt-12	nov-12	dec-12	TOT
Total Blue1	100.126	118.256	140.672	141.476	143.582	150.803	98.341	132.993	138.074	137.567	121.194	107.182	1.530.266
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2013E	jan-13	feb-13	mar-13	apr-13	may-13	jun-13	jul-13	aug-13	sep-13	okt-13	nov-13	dec-13	TOT
Total Blue1	101.127	119.439	142.079	142.890	145.017	152.311	99.324	134.323	139.454	138.943	122.406	108.254	1.545.569
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2014E	jan-14	feb-14	mar-14	apr-14	may-14	jun-14	jul-14	aug-14	sep-14	okt-14	nov-14	dec-14	TOT
Total Blue1	102.138	120.633	143.500	144.319	146.468	153.834	100.318	135.666	140.849	140.332	123.630	109.336	1.561.024
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2015E	jan-15	feb-15	mar-15	apr-15	may-15	jun-15	jul-15	aug-15	sep-15	okt-15	nov-15	dec-15	TOT
Total Blue1	103.160	121.840	144.935	145.762	147.932	155.373	101.321	137.023	142.258	141.735	124.867	110.429	1.576.635
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2016E	jan-16	feb-16	mar-16	apr-16	may-16	jun-16	jul-16	aug-16	sep-16	okt-16	nov-16	dec-16	TOT
Total Blue1	104.191	123.058	146.384	147.220	149.412	156.926	102.334	138.393	143.680	143.153	126.115	111.534	1.592.401
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2017E	jan-17	feb-17	mar-17	apr-17	may-17	jun-17	jul-17	aug-17	sep-17	okt-17	nov-17	dec-17	TOT
Total Blue1	105.233	124.289	147.848	148.692	150.906	158.496	103.357	139.777	145.117	144.584	127.377	112.649	1.608.325
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2018E	jan-18	feb-18	mar-18	apr-18	may-18	jun-18	jul-18	aug-18	sep-18	okt-18	nov-18	dec-18	TOT
Total Blue1	106.286	125.532	149.326	150.179	152.415	160.081	104.391	141.175	146.568	146.030	128.650	113.776	1.624.408
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
2019E	jan-18	feb-18	mar-18	apr-18	may-18	jun-18	jul-18	aug-18	sep-18	okt-18	nov-18	dec-18	TOT
Total Blue1	107.348	126.787	150.820	151.681	153.939	161.681	105.435	142.587	148.034	147.490	129.937	114.913	1.640.652
	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Bilag 10

Estimeret resultatopgørelse 2009-2018 MSEK

	2007R	2008R	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Passagerindtægter, Scandinavian airlines	33.031	34.149	29.630	30.223	30.827	31.444	32.073	32.393	32.717	33.044	33.375	33.709	34.046
Passagerindtægter, Widerøe	3.051	3.502	3.349	3.416	3.484	3.553	3.625	3.661	3.697	3.734	3.772	3.809	3.848
Passagerindtægter, Blue 1	2.019	2.000	1.802	1.838	1.875	1.893	1.912	1.932	1.951	1.970	1.990	2.010	2.030
Øvrige indtægter, SAS Aviation Services	14.150	13.544	12.190	12.433	12.682	12.936	13.194	13.326	13.460	13.594	13.730	13.867	14.006
Omsætning i alt	52.251	53.195	46.970	47.910	48.868	49.826	50.804	51.312	51.825	52.343	52.867	53.395	53.929
Personaleomkostninger	-17.271	-18.153	-15.370	-15.027	-15.328	-15.628	-15.935	-16.094	-16.255	-16.418	-16.582	-16.748	-16.915
Andre driftsomkostninger	-29.669	-31.791	-26.362	-26.090	-26.011	-26.522	-27.042	-27.312	-27.586	-27.861	-28.140	-28.421	-28.706
Driftsresultat, EBITDAR	5.311	3.251	5.238	6.793	7.529	7.676	7.827	7.905	7.984	8.064	8.145	8.226	8.308
	10,16%	6,11%	11,15%	14,18%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%	15,41%
Fly leasingomkostninger	-2.578	-2.282	-2.114	-2.156	-2.199	-2.242	-2.286	-2.309	-2.332	-2.355	-2.379	-2.403	-2.427
Afskrivninger	-1.478	-1.591	-1.409	-1.437	-1.466	-1.495	-1.524	-1.539	-1.555	-1.570	-1.586	-1.602	-1.618
Nedskrivninger af goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandele i associerede virksomheder	9	-147	-86	32	34	36	38	41	43	46	48	51	54
Gevinst ved salg af aktier i datter- og associer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat af salg af fly og bygninger	41	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Drifts resultat	1.305	-765	1.629	3.232	3.898	3.976	4.055	4.097	4.140	4.184	4.228	4.273	4.318
	2%	-1%	3%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Resultat af andre værdipapirer	5	0	-5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle indtægter	787	654	178	168	169	170	170	171	171	172	172	172	173
Finansielle omkostninger	-1.045	-933	-506	-306	-163	-29	-26	-27	-27	-27	-28	-28	-14
Resultat før skat	1.052	-1.044	1.296	3.094	3.904	4.116	4.199	4.241	4.285	4.328	4.373	4.417	4.477
Skat	-286	28	-363	-866	-1.093	-1.152	-1.176	-1.188	-1.200	-1.212	-1.224	-1.237	-1.254
Minoritetsinteressers andele af resultatet	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets resultat af ordinære drift	766	-1.016	933	2.227	2.811	2.963	3.023	3.054	3.085	3.116	3.148	3.181	3.223
Resultat af aktivitet der er sat til salg	-130	-5.305	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Årets resultat	636	-6.321	933	2.227	2.811	2.963	3.023	3.054	3.085	3.116	3.148	3.181	3.223

HD afsluttende opgave forår 2009
Værdiansættelse af SAS koncernen

Bilag 11

Free Cash Flow 2009-2019

MSEK

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Årets resultat	933	2.227	2.811	2.963	3.023	3.054	3.085	3.116	3.148	3.181	3.223
Afskrivninger	1.409	1.437	1.466	1.495	1.524	1.539	1.555	1.570	1.586	1.602	1.618
Investeringer	1.920	-244	-249	-249	-254	-132	-133	-135	-136	-137	-139
Ændring i arbejdskapital	0	201	205	206	210	109	110	111	112	113	114
FCF	4.262	3.622	4.233	4.415	4.503	4.570	4.616	4.663	4.710	4.758	4.817
NOPLAT	1.260	2.295	2.772	2.826	2.881	2.909	2.938	2.967	2.996	3.025	3.055
WACC	5,85%	4,28%	5,60%	5,90%	6,60%	6,81%	6,92%	7,01%	7,10%	7,17%	7,24%
Nutidsværdi	4.027	3.330	3.595	3.510	3.270	3.078	2.891	2.711	2.541	2.380	2.233

Det forventet vækst i cash flow i uendelighed (g)	1,00%
WACC-g	6,24%
Nutidsværdi	5.061
Terminalværdi	48.951
Antal aktier	2.468 i mio.
Aktiekurs før aktie nedsættelse	21,89
Aktiekurs efter aktie nedsættelse	5,47 fra nom. 10 til 2,5

Bilag 12

Strategianalysen er udarbejdet af Christian Kjærgaard og revideret af Xin Zhuo. Regnskabsanalyse, budgettering og værdiansættelse er udarbejdet af Xin Zhuo og revideret af Christian Kjærgaard.

Indledning, problemstilling, metodevalg, afgrænsning, opgavestruktur og konklusion er udarbejdet og revideret i fælleskab.

Begge forfattere har løbende suppleret hinanden.