

H.D.-studiet i Finansiering

Hovedopgave - forår 2009

Opgave nr.: 22

Opgaveløser: Henrik Rask Jensen

Vejleder: Kristian Kjeldsen

Afleveringsdato: 27. april 2009

Evaluering af SAS

- Strategisk analyse, cashflow forecasting og værdiansættelse



Handelshøjskolen i København

Institut for Finansiering

Solbjerg Plads 3, blok A, 5. sal

2000 Frederiksberg

Resumé

I denne rapport værdisættes SAS baseret på en analyse af virksomheden på koncernniveau. Værdiansættelsen gennemføres ved brug af DCF- metoden på baggrund af offentlig tilgængelig information. Formålet er at undersøge, om SAS aktien er undervurderet. Resultatet af analysen i denne rapport viser, at prisen for én SAS aktie bør ligge imellem -29,39 SEK og 81,14 SEK. Basisestimatet angiver prisen for én SAS aktie til -3,97 SEK. SAS's aktie blev den 14. april 2009 handlet til 4,15 SEK.

Strategianalysen viser, at luftfartsindustrien overordnet set ikke er attraktiv bl.a. på grund af høj konkurrence og deraf følgende lav indtjening. Baseret på nøgletal for indtjeningsniveauet viser strategianalysen endvidere, at SAS performer dårligere end konkurrenterne. Derudover viser regnskabsanalysen, at SAS ikke har kunnet forrente den investerede kapital over en årrække.

Analysen giver belæg for at konkludere, at SAS aktien ikke er undervurderet. I bedste fald er den fair prissat, men i værste fald er den prissat for højt.

Indholdsfortegnelse

1	Indledning.....	5
1.1	Problemformulering.....	6
1.2	Afgrænsning.....	6
1.3	Metode	8
2	Virksomhedsbeskrivelse.....	10
2.1	Historisk udvikling	10
2.2	Ejerforhold.....	11
2.3	Forretningsområder og organisation	11
2.4	Omkostningsstruktur.....	14
2.5	Strategi og målsætning.....	15
2.6	Sammenfatning – virksomhedsbeskrivelse.....	19
3	Strategianalyse	21
3.1	PEST - analyse.....	22
3.2	Porters Five Forces	32
3.3	Delkonklusion - industrianalysen	38
3.4	Konkurrentanalyse	39
3.5	Positionering	42
3.6	Analyse af valgt strategi.....	44
3.7	Delkonklusion - intern analyse	47
3.8	SWOT	49
4	Regnskabsanalyse	50
4.1	Bemærkninger til virksomhedens regnskaber.....	50
4.2	Reformulering.....	50
4.3	Egenkapitalens forrentning	54
4.4	Afkastningsgrad	55
4.5	Overskudsgrad	56
4.6	Aktivernes omsætningshastighed.....	56
4.7	Finansiell gearing.....	57
4.8	Sammenfatning - regnskabsanalyse	59

5	Værdisætning.....	60
5.1	Forecasting af value drivers.....	60
5.1	Fremstilling af forventet cashflow.....	62
5.2	Værdiansættelse baseret på DCF-metoden.....	63
5.3	Følsomhedsanalyse.....	69
5.4	Verificering ved hjælp af multiple.....	72
5.5	Delkonklusion - værdiansættelse.....	74
6	Konklusion	75
7	Kildeangivelse.....	76
8	Bilag	78

1 Indledning

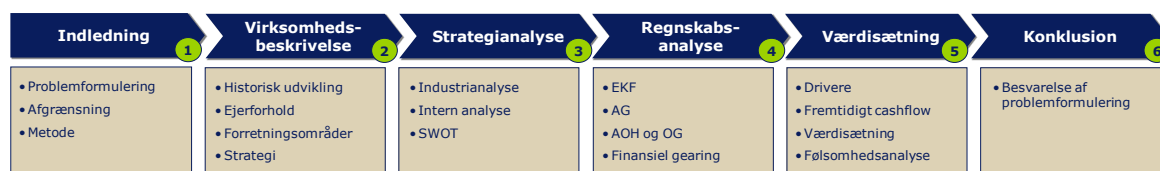
Denne opgave har til formål at foretage en værdiansættelse af SAS. Emnet for hovedopgaven er valgt på baggrund af min interesse for værdiansættelse. Valget af virksomhed er foretaget med udgangspunkt i følgende kriterier:

- En dansk virksomhed som også opererer internationalt
- En virksomhed med god finansiell historik
- En virksomhed der har været hyppigt omtalt i medierne
- En virksomhed tilhørende en industri der har en relativ stor mængde tilgængelige offentlige information, som gør det muligt at lave en spændende strategianalyse uden at tage kontakt til virksomheden
- En virksomhed som gør det muligt at identificere konkurrenter

Baseret på ovenstående kriterier har jeg valgt SAS valgt som virksomhed.

Den efterfølgende evaluering af SAS vil følge nedenstående struktur jf. figur 1-1.

Figur 1-1: Struktur for opgaven



Kilde: Egen fabrikation

1.1 Problemformulering

Baseret på en forespørgsel fra en PE fond skal der udarbejdes en rapport, der anskueliggør, hvorvidt SAS aktien er undervurderet i markedet og dermed vil være et interessant opkøbssemne for PE fonden med fokus på exit igen inden for en periode på 7-8 år. I den sammenhæng har rapporten til formål at besvare følgende problemstilling:

Er SAS aktien undervurderet?

For at kunne besvare ovenstående problemstilling vil følgende spørgsmål blive besvaret:

- Er industrien attraktiv?
- Har SAS en god konkurrencemæssig position på markedet?
- Hvordan ser SAS' fremtidige cashflow ud?
- Hvad er værdien af SAS baseret på proforma regnskab og cashflow estimat?
- Hvor følsom er værdien over for markedsforhold og SAS' performance?
- Er SAS aktien undervurderet i markedet?

1.2 Afgrænsning

Afgrænsningerne i forhold til opgaven er opdelt i følgende områder: analyseperiode, omfang, regnskab, budgetperiode og terminalværdi, informationskilder og selve værdiansættelsen. Nedenfor uddybes hvert af områderne.

Analyseperiode:

Som udgangspunkt for regnskabsanalysen har jeg valgt at bruge en 5-årig analyseperiode, der dækker perioden år 2004-2008, hvor 2008 regnskabet blev tilgængeligt den 12 marts 2009. En analyseperiode på 5 år vil give et godt overblik over den økonomiske udvikling og gøre det muligt at foretage den regnskabsanalyse, der er nødvendig for at kunne estimere fremtidige værdier af valuedrivers under værdifastsættelsen. Til nogle af de strategiske analyser vil der dog blive brugt historiske nøgletal, der går længere tilbage end år 2004 for at give en indikation af, hvordan SAS har klaret sig under krisen i 2001.

Omfang:

Analysen er begrænset til en finansiel analyse af SAS som koncern. Dvs. der vil ikke blive fokuseret på organisationsmæssige problemstillinger, ligesom der heller ikke vil blive kigget nærmere på den finansielle performance inden for specifikke forretningsområder.

Regnskabet:

Der tages udgangspunkt i koncernregnskabet for SAS. Der vil ikke blive analyseret på de enkelte divisioners regnskaber på grund af den manglende detaljeringsgrad i årsrapporterne, og den generelle omfangsbegrænsning af opgaven.

Budgetperiode og terminalværdi:

Budgetperioden vil strække sig over de kommende 8 år fra 2009-2015, da det er PE fondens horisont for exit (den periode PE fonden erfaringsmæssigt mener, det er muligt at skabe et merafkast). Herefter antages konstante langsigtede vækstrater til beregning af terminalværdien. Terminalværdien bør teoretisk set svare til salgsværdien ved exit. I denne sammenhæng er det naturligvis interessant at inkludere optionstankegangen, da salgsværdien af en virksomhed som SAS i høj grad kan afhænge af, hvem køberen er og, hvilke synergieffekter køberen forventer at få som følge af de tilkøbte nye slots¹ samt efterfølgende rationalisering af SAS organisationen. Værdiansættelsen af evt. optioner vil imidlertid ikke være en del af denne opgave, da dette vil kræve en analyse af mulige købere og forventede synergieffekter.

Informationskilder:

Værdiansættelsen er baseret på offentlig information, som er offentliggjort før den 15. april 2009. Der er ikke taget kontakt til virksomheden, ligesom der ikke er taget kontakt til industrieksperter og aktieanalytikere.

Værdiansættelsen:

Værdiansættelsen af SAS foretages på baggrund af det fremtidige cashflow vel vidende, at andre faktorer som udbud og efterspørgsel, ledelse og forventningsstyring også har indflydelse på aktiekursen². Værdiansættelsen foretages ved brug af DCF-metoden og verificeres ved hjælp af multipler.

¹ Ordet slots er navnet for det tidspunkt, hvor et selskab har bedt om lov til at lette og lande i lufthavnen.

² Det er påvist, at forskelle mellem faktisk performance og markedets forventninger til performance på kort sigt driver aktiekursen mere end niveauet af performance i sig selv (Koller et. al, 2005). Der er med andre ord en række andre parametre end selve cashflowet, som har indflydelse på prisen af en aktie.

Der er flere forskellige måder, hvorpå man kan estimere beta-værdien for SAS. I denne opgave hentes beta-værdien for SAS fra Reuters og andre kilder med investorinformation. Dette gøres, da egen estimering af beta-værdien ikke vil øge nøjagtigheden af estimatet. Evt. variation i beta-værdien vil blive håndteret i en følsomhedsanalyse.

Fra opdragsgiveren, PE-fonden, er target kapitalstrukturen angivet til at bestå af 50 % egenkapital og 50 % fremmedkapital grundet den usikre fremtid, som SAS går i møde.

1.3 Metode

Af strukturen for opgaven figur 1-1 ses opgavens tre hovedafsnit: strategianalyse, regnskabsanalyse og værdiansættelse. De analysemodeller som vil blive anvendt, præsenteres kort nedenfor. Analysemetoderne vil blive introduceret i et mere detaljeret omfang i de respektive afsnit, hvori de bliver benyttet.

Strategisk analyse:

Nedenfor gives et overblik over de modeller, der vil blive brugt til industrianalysen og den interne analyse af selskabet SAS. Fokus for analyserne er, dels at afdække om luftfartsindustrien er attraktiv dels at afdække SAS' konkurrencemæssige position, styrker og svagheder samt muligheder og trusler.

Analyse af strategien vil primært tage udgangspunkt i velkendte analysemodeller, herunder:

- PEST-analysen
- Porters Five Forces
- Konkurrentanalyse
- Positioneringsanalyse
- Analyse af valgt strategi ved hjælp af Ansoff's vækststrategier og Porters generiske strategier

Regnskabsanalyse:

Første trin i regnskabsanalysen er en reformulering af hhv. egenkapitalopgørelse, balancen og resultatopgørelsen. Reformuleringen sikrer en adskillelse i af driftsaktiviteter og finansielle aktiviteter. Ud fra de reformulerede opgørelser beregnes nøgletal med udgangspunkt i DuPont pyramiden.

Regnskabsanalysen fokuserer på:

- **Rentabilitet og indtjeningsevne:** Udviklingen i omsætningen sammenholdes med udviklingen i de opnåede resultater for at vurdere indtjeningsevnen. Rentabiliteten i virksomheden måles på evnen til at forrente den investerede kapital. Rentabiliteten vurderes ved analyse af egenkapitalens forrentning såvel som afkastningsgraden.
- **Risiko og likviditet:** Udviklingen i virksomhedens finansiering. Herunder en analyse af hvorvidt den nuværende gearing har været værdiskabende, samt i hvor høj grad SAS har været i stand til at finansiere deres kortsigtede forpligtelser med indtjeningen fra driften.

Værdiansættelse:

Værdiansættelsen foretages efter to modeller, den indirekte cashflow model og den relative værdiansættelse model:

- **Cashflow modellen:** Med udgangspunkt i strategi- og regnskabsanalysen opstilles en række valuedrivers. De fundne valuedrivers bruges til at estimere det fremtidige cash flow for SAS. Værdien af SAS beregnes via en DCF model baseret på det forventede fremtidige cash flow.
- **Multipler:** P/E og P/B sammenligninger med andre selskaber bruges til værdiansættelse af SAS for at estimere sikkerheden af den værdi, der er blevet beregnet ud fra DCF-modellen.

2 Virksomhedsbeskrivelse

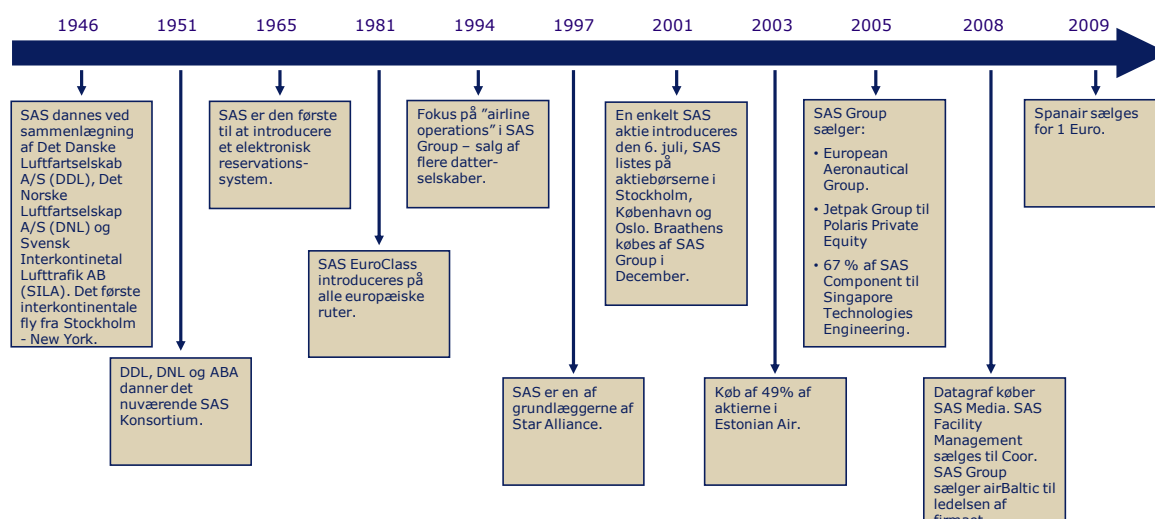
Virksomhedsbeskrivelsen giver et indblik i virksomheden og dens historiske udvikling. Beskrivelsen herunder afdækker ejerforhold og giver et overblik over selve strukturen i SAS Group. Derudover gennemgås den fremtidige strategi for SAS Group.

Virksomhedsbeskrivelsen giver endvidere et overblik over, hvilke divisioner der generer omsætning og overskud fra driften, ligesom den identificerer igangværende initiativer, der kan få indflydelse på det fremtidige cash flow og dermed værdisætningen af virksomheden.

2.1 Historisk udvikling

Nedenfor ses et sammendrag af SAS' historiske udvikling i perioden 1946-2009, jf. figur 2-1.

Figur 2-1: Historisk udvikling for SAS Group



Kilde: Egen fabrikation, baseret på information fra www.sas.dk

SAS blev etableret i 1946 ved sammenlægningen af Det Danske Luftfartsselskab A/S, det norske Luftfartsselskab A/S og det Svenske Interkontinental Lufttrafik AB. I 1994 begyndte SAS at frasælge de dele af SAS group, der ikke direkte havde noget med flydriften at gøre. For at få kritisk masse begyndte SAS samtidig at opkøbe andre flyselskaber. Fokuserings- og opkøbsagendaen fortsatte indtil 2007, hvor strategien blev yderligere fokuseret med strategiplanen S11. Strategien blev tilskåret yderligere i starten af 2009 med SAS Core - mere af tvang end af lyst - hvor SAS gik fra at fokusere på den nordiske region til at sælge de tidligere opkøbte selskaber i Baltikum med henblik på alene at fokusere på Skandinavien.

2.2 Ejerforhold

SAS har en række store aktionærer. Det der er lidt specielt ved SAS i forhold til mange andre virksomheder er, at 50 % af aktierne ejes af den svenske, norske og danske regering, jf. figur 2-2.

Figur 2-2: Aktionærer i SAS AB per 31. december 2008.

Aktionærer	Total	Akkumuleret
Den svenske regering	21,4 %	21,4 %
Den danske regering	14,3 %	35,7 %
Den norske regering	14,3 %	50,0 %
Knut og Alice Wallenberg's foundation	7,6 %	57,6 %
Unionen	2,1 %	59,7 %
Danmarks Nationalbank	1,4 %	61,1 %
Andre	38,9 %	100 %

Kilde: Egen fabrikation, baseret på information fra www.sas.dk

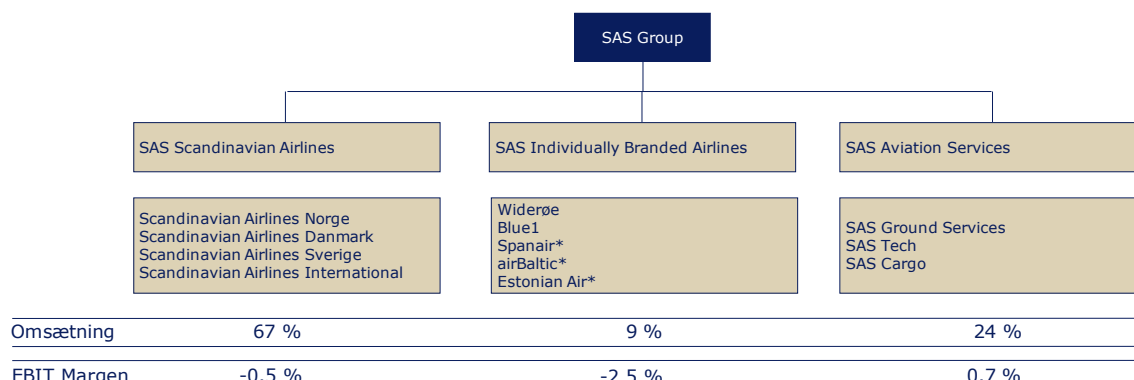
De politiske interesser i SAS, som er repræsenteret ved de tre skandinaviske staters ejerandel, medfører, at selskabets strategi og handlinger påvirkes direkte af nationalpolitiske holdninger og interesser. Politiseringen af SAS er dog ikke større, end at de skandinaviske lande fører og støtter en forholdsvis åben og liberal luftfartspolitik.

Aktionærsammensætningen har imidlertid den indvirkning, at SAS i princippet ikke kan foretage strategiske handlinger uden at varetage politiske interesser, selvom disse kunne have været forretningsmæssige og økonomiske bedre beslutninger for selskabet.

2.3 Forretningsområder og organisation

SAS Group er opdelt i tre forretningsområder: SAS Scandinavian Airlines, SAS Individually Branded Airlines og SAS Aviation Services, jf. figur 2-3.

Figur 2-3: Overblik SAS Group



* Aktiviteter under afvikling:
- airBaltic blev frasolgt i 2008
- I januar 2009 blev 80,1% af SAS groups beholdning af Spanair solgt.
- SAS er ligeledes i gang med at sælge sin andel i Estonian Air

Kilde: Egen fabrikation baseret på SAS' årsrapport for 2008. Omsætning og EBIT margin er baseret på fremtidige aktiviteter, hvori Spanair, airBaltic og EstonianAir ikke indgår.

De tre divisioner kan kort beskrives som følger:

- SAS Scandinavian Airlines har base i de nordiske lande, hvorfra de flyver til destinationer inden for såvel den nordiske region som til resten af Europa, USA, Asien og mellemøsten.
- SAS Individually Branded Airlines hovedmarked er Norge og Finland.
- SAS Aviation Services' hovedmarked er Nord Europa med de fleste af sine aktiviteter i Skandinavien.

Nedenfor findes en mere fyldestgørende beskrivelse af de tre divisioner.

2.3.1 SAS Scandinavian Airlines

SAS Scandinavian Airlines består af fire forretningsenheder, der er opdelt i geografiske ansvarsområder med fokus på hhv. Norge, Danmark, Sverige og internationale ruter.

Scandinavian Airlines Norge er Norges største flyselskab med 10 mio. passagerer i 2008. Selskabet har en markedsandel på 55 % af det norske marked.

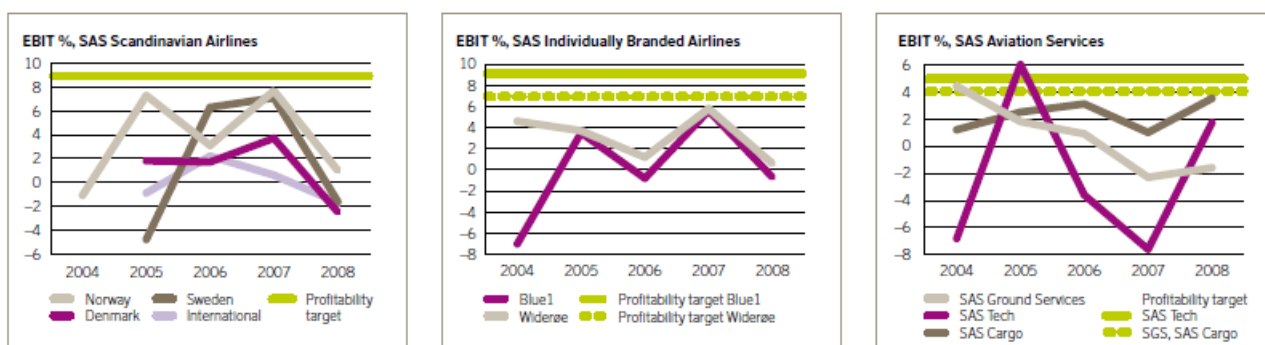
Scandinavian Airlines Danmark er Danmarks største flyselskab med 7,8 mio. passagerer i 2008. Selskabet har en markedsandel på 45 % af det danske marked.

Scandinavian Airlines Sverige er Sveriges største flyselskab med 6,2 mio. passagerer i 2008. Selskabet har en markedsandel på 48 % af det svenske marked.

Scandinavian Airlines International står for de interkontinentale flyruter samt for salgsorganisationer uden for Skandinavien. SAS international transporterede 1,4 mio. passagerer i 2008.

EBIT målet for SAS Scandinavian fremgår af figur 2-4.

Figur 2-4: EBIT margin og målsætning for SAS' tre divisioner



Kilde: Kopieret fra årsrapport 2008

Som det fremgår af figur 2-4, er det end ikke i år 2007, hvor SAS' indtjening toppede, lykkedes SAS Scandinavian Airlines at opnå deres indtjeningsmål for driften.

2.3.2 SAS Individually Branded Airlines

SAS Individually Branded Airlines bestod indtil for nylig af fem forretningsområder/flyselskaber. Efter airBaltic er blevet solgt består de kun af fire. De fire selskaber er: Widerøe, Blue1, Estonian Air og Spanair. Hvor SAS arbejder på af komme af med de to sidstnævnte.

Widerøe er Norges førende regionale flyselskab og fragtede 2 millioner passagerer i 2008. Dets andel af det norske marked er lige under 15 %.

Blue1 er Finlands andet største flyselskab og fragtede 1,6 mio. passagerer i 2008. Blues markedsandel af det finske marked er 16 %.

I 2007 præsterede Widerøe and Blue1 de bedste resultater i virksomhedens historie, men som det fremgår af figur 2-4, er det ikke lykkedes SAS at opnå sit indtjeningsmål for driften.

2.3.3 SAS Aviation Services

SAS Aviation Services består af tre forretningsenheder: SAS Ground Services, SAS Tech og SAS Cargo.

SAS Ground services er det førende ”ground handling” firma i den nordiske region og håndterede 78 mio. passagerer i 2008. SAS Ground Services er repræsenteret i omkring 30 lufthavne i Skandinavien såvel som andre lufthavne i Europa, USA og Asien.

SAS Tech er den Nordiske regions største leverandør af teknisk vedligeholdelsesservice for flyselskaber og er SAS gruppens fortrukne leverandør. Selskabet har hovedbase i København, Oslo og Stockholm men udfører også teknisk vedligehold i otte andre lufthavne.

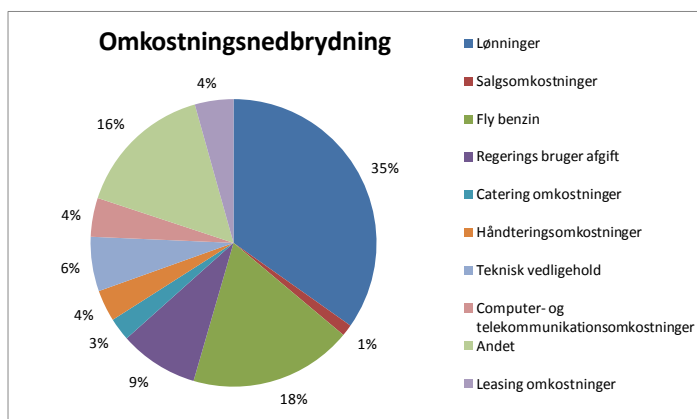
SAS Cargo er den førende leverandør af fragttransport løsninger inden for luftfragt til og fra Skandinavien. Selskabet håndterede 248.000 tons i 2008. SAS Cargo’s fragtkapacitet afhænger af SAS Scandinavian Airlines rute netværk, som tidligere var suppleret med dedikerede fragt fly.

Som det fremgår af figur 2-4, er det endnu ikke lykkedes at oprethold en jævn indtjening for SAS Aviation Services, selvom SAS Tech nåede deres indtjeningsmål i år 2005.

2.4 Omkostningsstruktur

I 2008 havde SAS en omkostningsprocent svarende til 98 % af omsætningen. Nedbrydningen af omkostningerne fremgår af figur 2-5.

Figur 2-5: Nedbrydning af omkostninger 2008 tal.



Kilde: Egen fabrikation baseret på data fra årsrapport 2008

De to største poster er lønninger, der udgør 35 %, og fly benzin der udgør 18 %. I strategianalysen fokuseres yderligere på de to poster, da en estimering af deres udvikling fremadrettet kan have stor indflydelse på indtjeningsmargin.

2.5 Strategi og målsætning

År 2001-2004 var den værste periode i flyselskabernes historie. SAS Group overlevede alene denne periode ved hjælp af salg af aktiver og implementeringen af cost-cutting programmer. Selv om det er lykket selskabet at tjene penge i 2005-2007, er forretningsmodellen langt fra god nok til at sikre en langsigtet vækst. I 2007 blev der på den baggrund udformet en plan kaldet Strategy 2011 (S11). Formålet med S11 var at sikre indtjeningsniveauet, og sikre virksomhedens evne til at håndtere den stigende konkurrence i markedet. Strategien var baseret på samtaler med mere end 2000 medarbejdere og dybdegående interviews med omkring 100 ledere, bestyrelsesmedlemmer og fagforeningsrepræsentanter. Fokus for S11 var SAS Group's kunder, og alle forandringer skulle fremover gennemføres med afsæt i problemstillingen "How can SAS deliver even better services to its over 31 million passengers and achieve the company's growth target of approximately 20 % more passengers in 2011?" jf. SAS' årsrapport for 2007.

Ud over at opstille en række finansielle mål byggede selve strategien (S11) på fem søjler:

- Kulturel turnaround
- Fokus på luftfartsvirksomheden (kerneforretningen)
- Koncentration omkring Nord Europa
- Harmonisering og udvikling af produktudbud til kunder
- Konkurrencedygtig i alle dele af forretningen

På trods af en række positive effekter har S11 ikke været tilstrækkelig set i lyset af den ændrede markedssituation. Den økonomiske nedtur, globale finansielle krise og forsat stor overkapacitet i markedet har gjort det nødvendigt med en ændring i det strategiske fokus, der kan bygge videre på elementerne fra S11.

I februar 2009 blev en ny strategiplan "Core SAS" lanceret. Core SAS bygger videre på de samme idéer som S11 men indskærper fokus endnu mere på kerneforretningen³. SAS' nye strategi, Core SAS, består af følgende fem hovedelementer, jf. figur 2-6.

³ SAS' kerneforretning er flytransport af passagerer mellem to destinationer.

Figur 2-6: Illustrerer de fem hovedelementer i SAS's nye strategi: Core SAS

1	Fokus på det nordiske marked
2	Fokus på forretningsrejsende og styrket kommercielt produktudbud
3	Forbedre kostbase
4	Beslutnings- og kosteffektiv organisation med forstærket kundefokus
5	Forbedret kapitalstruktur

Kilde: Egen fabrikation baseret på årsrapport 2008

De fem hovedelementer bygger videre på de fem søjler fra S11 strategien og tilføjer et helt nyt fokusområde omkring kapitalstrukturen. Nedenfor gennemgås hver af de fem søjler.

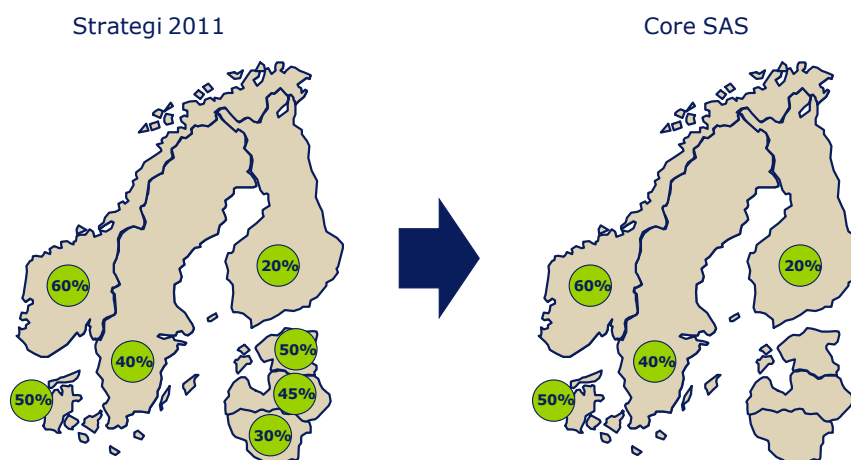
Fokus på det nordiske marked:

SAS' position på det nordiske marked skal styrkes. Dvs. selskaber der ikke er direkte inkluderet i kerneforretningen skal sælges, og i supportforretningerne skal der foretages en øget outsourcing.

I stedet for at forsøge at opnå at blive hovedaktionær i airBaltic og Estonian Air, som det var planen under S11, har SAS i stedet besluttet at frasælge disse selskaber.

Af figur 2-7 fremgår de forventede ændringer i markedsandele som følge af Core SAS, hvor det ses, at omsætningen fra Estland, Letland og Litauen forsvinder helt.

Figur 2-7: Forventede markedsandele før og efter Core SAS



Kilde: Egen fabrikation. Baseret på data fra SAS årsrapport for 2007.

Det tredje forretningsområde, SAS Aviation, indeholder de tre selskaber, SAS Ground services, SAS Tech og SAS Cargo.

SAS Ground services er det førende groundhandling firma i den nordiske region. Firmaet håndterede 78 mio. passagerer i 2008. SAS Ground Services er repræsenteret i omkring 30 lufthavne i Skandinavien såvel som andre lufthavne i Europa, USA og Asien. SAS overvejer i øjeblikket hvilke muligheder, der eksisterer for den internationale del af SAS Ground Services.

SAS Tech er den Nordiske regions største leverandør af teknisk vedligeholdelsesservice for flyselskaber, og er dermed SAS gruppens fortrukne leverandør. SAS Tech vil fortsætte med at outsource vedligehold til eksterne leverandører.

SAS Cargo vil fokusere sin forretningsmodel på at sælge ledig fragtkapacitet for SAS Group flyene. Alle andre dele af Cargo forretningen vil blive frasolgt.

Ligeledes vil der for SAS Group som helhed være fokus på outsourcing, og offshoring af støttefunktionerne vil fortsætte. Bland andet vil dele af accounting funktionen blive outsourcet til Indien i 2009.

Det forventes, at resultatet af fuld implementering af SAS Core vil reducere omsætningen for SAS group fra SEK 63 milliarder til SEK 48 milliarder (baseret på 2008 tal).

Fokus på forretningsrejsende og styrket kommercielt produktudbud:

Hvor det ifølge S11 var planen både at vækste på private såvel som forretningsrejsende, vil Core SAS, for at nå indtjeningsmålene, koncentrere sig om profitable forretningsruter og fokusere på optimering af eksisterende netværk og udvikling af produkter fokuseret på forretningsrejsendes behov. Dvs. at der vil ske en stor reduktion i antallet af rene fritidsrejser.

Trods dette vil SAS dog sikre, at de også fremadrettet har attraktive tilbud til det private rejse marked. Alt i alt vil SAS få reduceret flyflåden med 14 fly, og ikke profitable ruter vil blive lukket. Kapaciteten forventes at blive reduceret med hen ved 20 %.

Dertil kommer lanceringen af ”Service And Simplicity”, der er et tiltag, som fokuserer på at minimere rejsetiden og maximere den af kunden opfattede værdi (percieved customer value). Øget service og enkelthed vil f.eks. ske ved udbygning af det nuværende eurobonus program og muliggøre boarding via sin mobil telefon osv.

Forbedret kostbase:

For at sikre at SAS bliver profitable på lang sigt, har det været nødvendigt at gøre SAS mere omkostningseffektiv. Samlet set er det lykkedes at identificere omkostningsinitiativer svarende til omkring 4 mia. SEK. Forhandling af overenskomster sikrer således en fremtidig årlig besparelse på 1,3 mia. SEK, mens et nyt omkostningsreduktionsprogram sikrer 2,7 mia. SEK, hvoraf de 1 mia. SEK er identificeret i forbindelse med S11. Af den 1 mia. er der implementeret initiativer i 2008 svarende til 0,7 mia. SEK, mens de 0,3 mia. SEK repræsenterer initiativer, der vil blive implementeret i løbet af 2009.

Mere end halvdelen af omkostningsreduktionsprogrammet vil blive realiseret i 2009, mens hovedparten af de resterende initiativer vil blive realiseret i 2010 og en mindre del i 2011.

Benchmarking mod relevante konkurrenter har vist et tilbageværende omkostningsgab svarende til 1 mia. SEK efter implementeringen af Core SAS. Størstedelen af dette gab kan tilskrives overenskomst-aftaler. Et gab som det er SAS’ klare ambition at få lukket.

Beslutnings- og kosteffektiv organisation med forstærket kundefokus:

Omkring 400 millioner SEK (MSEK) af de 2,7 mia. SEK i besparelse kan tilskrives en simplificering af organisationen med kortere beslutningsgange og øget kundefokus. De datterselskaber, der til dato har haft det operationelle ansvar inden for deres respektive lande, vil ikke længere eksistere som separate virksomheder. Scandinavian Airlines International vil ophøre med at være en separat forretningsenhed. I København, Stockholm og Oslo vil der blive bygget nye baseorganisationer, hvor International vil blive lagt ind under. Aktiviteterne fra SAS Ground Services vil ligeledes blive

integreret i disse organisationer. SAS Tech, SAS Cargo, Blue1 og Widerøe vil vedblive at være individuelle selskaber.

Alt i alt vil 8800 medarbejdere blive påvirket som følge af Core SAS. Selve reorganiseringen betyder, at omkring 400 medarbejdere vil blive overflødige.

Forbedret kapitalstruktur:

For at forbedre SAS' langsigtede konkurrencedygtighed vil SAS nyudstede aktier for omkring 6 mia. SEK. Det forventes at øge egenkapitalen fra 9 til 15 mia. SEK. Derudover er det lykkedes at forlænge den nuværende kredit for 6,5 mia. SEK.

Fleksibilitet i omkostningsstrukturen er af strategisk vigtighed, når man skal håndtere et fald i efterspørgslen som følge af en recession. SAS' store andel af leasede fly sikrer stor fleksibilitet i forhold til at tilfredsstille markedsefterspørgslen. SAS vil have fokus på optimering af den nuværende flåde for bedre at kunne tilpasse sig den økonomiske nedtur og faciliterer implementeringen af Core SAS.

2.6 Sammenfatning – virksomhedsbeskrivelse

Nedenfor er oplistet de vigtigste observationer fra virksomhedsbeskrivelsen:

- Målene for EBIT- margin for de enkelte divisioner er, med en enkelt undtagelse af SAS Tech i 2005, aldrig blevet indfriet. I forbindelse med værdiansættelsen er det nødvendigt at tage stilling til, hvorvidt disse mål er realistiske, og om SAS Core vil kunne sikre, at de kan indfries fremadrettet. Målet for EBIT-margin er: 9 % for Scandinavian Airlines og Blue1, 7 % for Widerøe, 4 % for SAS Ground Services og SAS Cargo samt 5 % for SAS Tech.
- Det forventes, at resultatet af en fuld implementering af SAS Core vil reducere omsætningen for SAS group fra SEK 63 milliarder til SEK 48 milliarder (baseret på 2008 tal). Heri ligger en reduktion som følge af afståelse af flytransporten i de baltiske lande. Omsætningsfaldet som følge af Core SAS vil have stor indflydelse på den fremtidige omsætning og skal derfor indkalkuleres i værdisætningen.
- Kapaciteten forventes at blive reduceret med hen ved 20 %.
- Samlet set er det lykkedes at identificere omkostningsinitiativer svarende til omkring 4 mia. SEK. Forhandling af overenskomster sikrer en fremtidig årlig besparelse på 1,3 mia. SEK, mens et nyt omkostningsreduktionsprogram sikrer en årlig besparelse på 2,7 mia. SEK. Mere

end halvdelen af omkostningsreduktionsprogrammet forventes realiseret i 2009, mens hovedparten af de resterende initiativer vil blive realiseret i 2010 og en mindre del i 2011.

- Ved fuld implementering i 2010 forventes SAS at have reduceret medarbejderstaben fra 23.400 til 14.600 medarbejdere. Dvs. at i alt 8800 medarbejdere vil blive påvirket som følge af Core SAS.
- For at forbedre SAS' langsigtede konkurrencedygtighed vil SAS nyudstede aktier for omkring 6 mia. SEK. Nyudstedelsen vil have indflydelse på egenkapitalens størrelse fremadrettet.

3 Strategianalyse

I strategianalysen analyseres de vigtigste eksterne og interne faktorer, der vil have indflydelse på værdiansættelsen af SAS. Strukturen for strategianalysen vil følge nedenstående struktur jf. figur 3-1.

Figur 3-1: Struktur for strategianalysen



Kilde: Egen fabrikation

Formålet med industrianalysen er at afdække, om luftfartsindustrien er attraktiv. Derfor foretages en analyse af de eksterne faktorer, der har indflydelse på luftfartsindustrien og SAS. Herunder afdækkes makroøkonomiske forhold, vækst muligheder, samt styrkeforholdene mellem flyselskaberne og andre aktører. PEST modellen bruges til at afdække og analysere de makroøkonomiske faktorer, der influerer industrien, mens Porters Five Forces fokuserer på analyse af konkurrenceintensiteten og indtjeningsmulighederne.

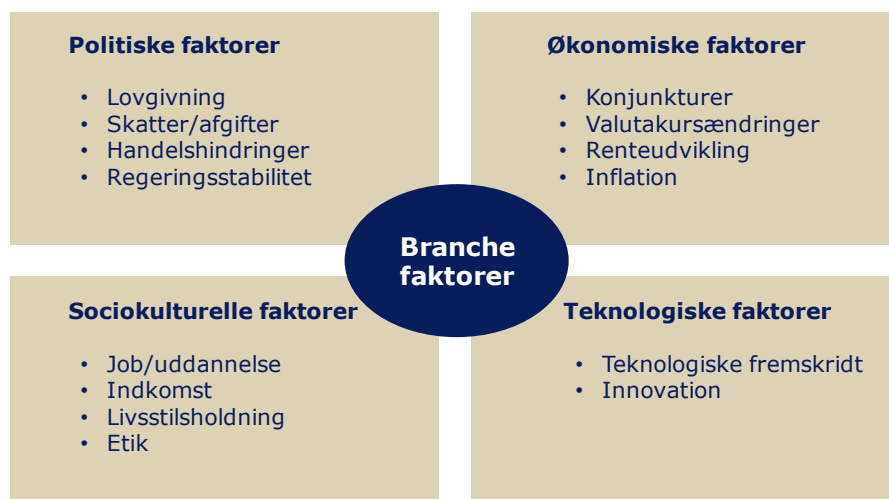
Formålet med den interne analyse er at afdække, om SAS er en attraktiv forretning. Der foretages i den forbindelse en analyse af de interne faktorer, der har indflydelse på SAS' fremtidige performance. Herunder udarbejdes en konkurrentanalyse for at få et indblik i, hvor godt SAS performer i forhold til konkurrenterne. Dernæst gennemføres en analyse af den nuværende og den ønskede positionering for at afdække evt. vækstmuligheder. Afslutningsvist bruges rammerne for Ansoff's vækststrategier og Porters generiske strategier til at analysere fremtidige vækstmuligheder.

Formålet med SWOT er at opsamle al den information, der er fremkommet gennem industrianalysen og den interne analyse og gruppere informationen i de fire grupper: styrker, svagheder, muligheder og trusler. På denne baggrund vil det være muligt at udtale sig mere kvalificeret om udviklingen i de parametre, der vil drive værdiskabelsen i SAS fremadrettet.

3.1 PEST - analyse

Formålet med PEST analysen er at afdække bevægelser og trends inden for det makroøkonomiske område, som har betydning for SAS udvikling. En PEST analyse dækker som udgangspunkt de fire områder, der fremgår af figur 3-2.

Figur 3-2: PEST modellen



Kilde: Egen fabrikation af PEST modellen præsenteret i Haberberg & Rieple, 2001.

I relation til luftfartsindustrien og SAS fokuseres på de politiske, økonomiske og teknologiske faktorer. Under de politiske faktorer vil aspekter vedr. dereguleringen af luftfartsindustrien blive afdækket. Under de økonomiske faktorer afdækkes industriens påvirkelighed over for økonomiske konjunkturer, den fremtidige vækst, overfølsomhed over for kriser mv. Under teknologiske faktorer fokuseres på de teknologiske faktorer som drivere i forhold til øget kundeservice ombord på fly, og som skabere af alternative produkter.

3.1.1 Politiske faktorer

Nedenfor omtales to politiske faktorer: Dereguleringen af luftfartindustrien og skattekommissionens forslag om at indføre moms på indenrigsflyvninger i Danmark.

Politiske faktorer har altid spillet en stor rolle for luftfartsindustrien i form af reguleringer. Luftfartsindustrien reguleres både nationalt og internationalt. Indtil 1978 var hele luftfartsindustrien stort set struktureret som et stort kartel. Med den amerikanske Airline Deregulation Act fra 1978 blev det vedtaget, at beslutninger vedr. rutestrukturering og prissætning fremadrettet skulle foretages af de

ationale flyselskaber i USA i stedet for af USA's regering. Dette var første skridt på vejen mod et frit marked. Beslutningen om liberaliseringen af lufttransporten i Europa blev truffet i 1986. Baggrunden for liberaliseringen var erfaringerne fra dereguleringen af lufttransporten i USA i 1978. Etableringen af det indre marked den 1. juli 1987 førte til den første af i alt tre luftfartspakker, som lagde grundstenene for liberaliseringen af lufttransporten i EU ved at gøre EU-konkurrencereglerne anvendelige for luftfarten, som eksplicit havde været undtaget siden 1962. Medlemsstaterne blev endvidere enige om, at liberaliseringen af lufttransporten inden for fællesskabet skulle ske gradvist fra 1987 til 1992 via de tre luftfartspakker for at give luftfartsselskaberne mulighed for at tilpasse sig de ændrede markedsvilkår. Liberaliseringen efter 3. luftfartspakke, der trådte i kraft 1. januar 1993, medførte kort opsummeret følgende:

- Fri markedsadgang for EU- etablerede selskaber til alle ruter mellem fællesskabets – EØS- lufthavne. Carbotage⁴ dog først fra 1997
- Fri prissætning – overdrevne høje eller lave priser dog ikke tilladt
- Fri adgang til at starte luftfartsvirksomhed – såfremt luftfartsselskabet besad en gyldig licens fra et EU-land

Fra USA vidste man, at flyselskaber ofte blev mere konkurrencedygtige, når de blev fritaget for den byrde, som fulgte en statsstyret ledelse og med nye muligheder som følge af adgang til kapitalmarkederne (Gale, Thomson; 2007). Flyselskaber i Tyskland og Storbritannien var hurtige til at blive privatiseret for at kunne konkurrere i det nye deregulerede marked, og høste de derved liggende fordele og profitter. Imens fortsatte flyselskaber i andre lande som statsejede, heriblandt SAS, der den dag i dag stadig har regeringen som hovedaktionær.

Et af skattekommissionens forslag er moms på indenrigsflyvninger. De nøjagtige konsekvenser af forslaget kendes ikke, men det DI vurderer, at forslaget kan ”smadre dansk indenrigs luftfart” jf. (Ziegler, Thomas; 2009). Da den danske regering ejer 14,3 % af aktierne i SAS og i sidste ende skal stå til ansvar over for de andre storaktionærer i SAS (den svenske og norske regering), vurderes det tvivlsomt, om forslaget gennemføres.

⁴ Cabotage er indenrigsflyvning foretaget af et udenlandsk selskab.

3.1.2 Økonomiske faktorer

Der er en direkte sammenhæng mellem den økonomiske vækst og væksten af luftfartsindustrien. Ikke så meget fordi folk flyver mere, når det går dem bedre økonomisk, men mere fordi at økonomisk vækst ofte kræver øget aktivitet over længere afstande. Der er altså et direkte link mellem makroøkonomiske faktorer og væksten i flyindustrien.

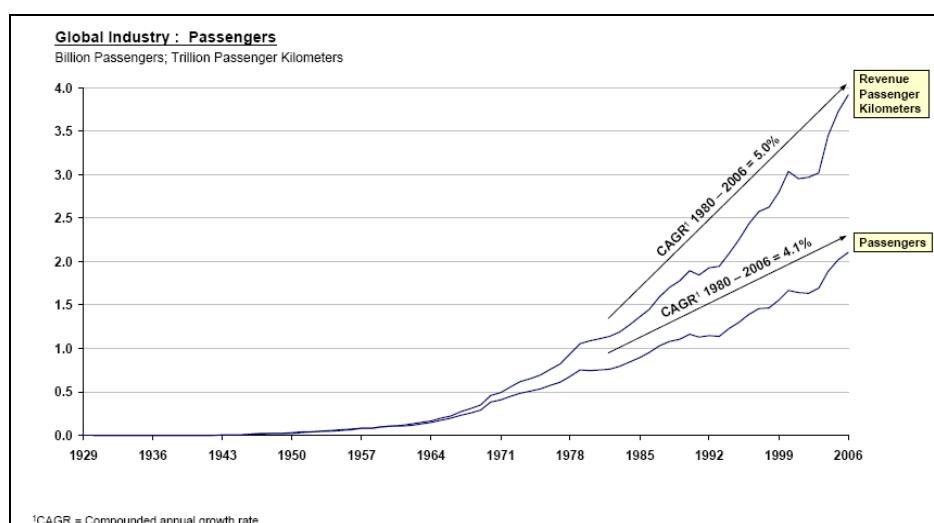
I dette afsnit analyseres først den historiske vækst, efterfulgt af en analyse af det fremtidige vækst potentiale, både på kort og lang sigt. Formålet er at estimere vækstpotentialet for SAS fremadrettet, både i de næste par år indtil den økonomiske krise er ovre, ligeledes på lang sigt. Efterfølgende analyseres de faktorer, der har indflydelse på omkostningssiden for derigennem at komme med nogle trends for nogle af de store omkostningsposter, som lønninger og fly benzin.

Historisk markedsvækst:

SAS' afsætningsmuligheder afhænger i høj grad af den samlede markedsudvikling i luftfartsindustrien i Skandinavien. De sidste par år har en stærk udvikling i den globale økonomi samt en liberalisering af luftfartsindustrien været med til at øge flytrafikken. Ligeledes er den internationale handel øget, hvilket har resulteret i en øget mængde forretningsrejsende.

Volumen af efterspørgslen kan beregnes på flere forskellige måder. Den mest velkendte måde er dog Revenue Passenger Kilometers (RPKs = antal betalende passagerer * kilometre fløjet).

Figur 3-3: Historisk årlig vækst i både RPK's og antal passagerer.



Kilde: Peter Barklin, baseret på data fra International Civil Aviation Organisation (ICAO), CIMID analysis.

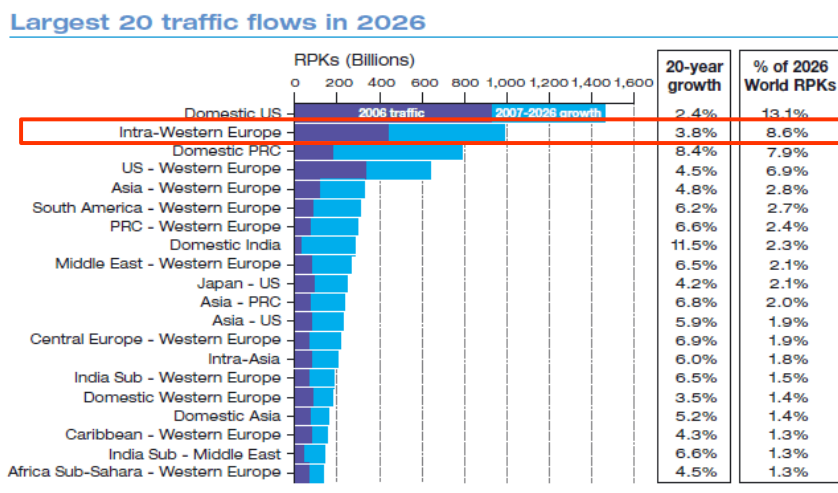
Et histogram over RPK's og antallet af passagerer fra 1980-2006 viser en årlig vækst i RPKs på 5,0 % og en vækst i antal passagerer på 4,1 %, jf. (Barklin, Peter; 2007).

Markedsudvikling på lang sigt:

Hvis man ser på antal passagerer vil det globale marked stige i gennemsnit 4,0 % p.a. frem til 2027. I samme periode forventes det globale marked at stige i gennemsnit 5,0 % p.a., når man kigger på RPKs (airline traffic) og i gennemsnit 5,8 % p.a. når man ser på RTKs (Cargo traffic), jf. Boeings Current Market Outlook 2008-2027.

Væksten i skandinavien forventes dog ikke at være nær så høj som væksten på globalt plan. Airbus' estimer, taget fra Airbus Global Market Forecast 2007-2026, indikerer, at markedsvæksten for luftfartindustrien internt i Vesteuropa vil ligge på 3,8 % p.a. over de næste 20 år, jf. figur 3-4.

Figur 3-4: Forventet fremtidig vækst i flytrafikken



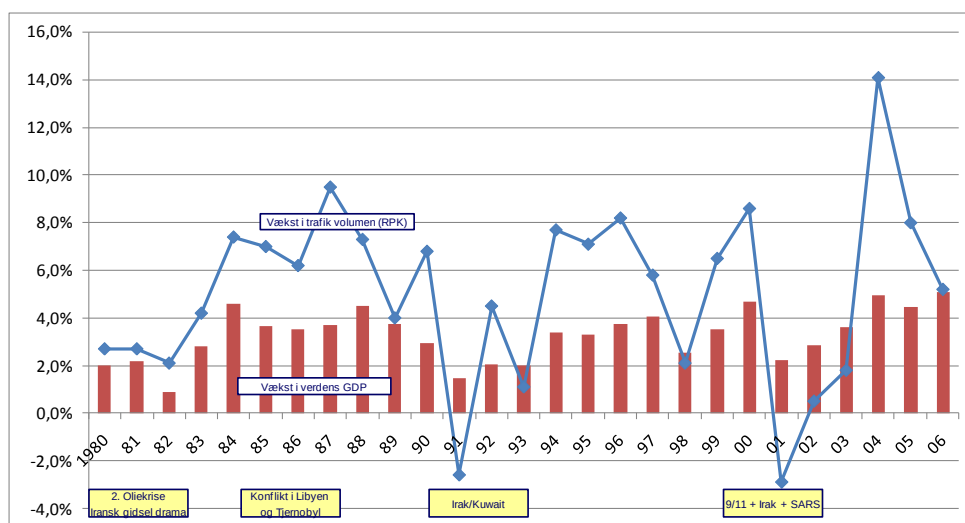
Kilde: Airbus Global Market Forecast 2007-2026

Dette betyder, at et godt estimat for den langsigtede vækst i luftfartsindustrien i Skandinavien er 3,8 % p.a. for de næste ca. 20 år.

Markedsudvikling på kort sigt:

Markedsudviklingen på kort sigt er dog noget mere usikker. Som det fremgår af figur 3-5, afhænger luftfartsindustriens vækst af væksten i GDP, hvorfor industrien også er sårbar overfor udsving i den økonomiske vækst og økonomiske chok, hvad enten det er oliekriser, krige, terror eller livstruende epidemier.

Figur 3-5: Illustrerer vækst i trafikvolumen RPK og vækst i verdens GDP.

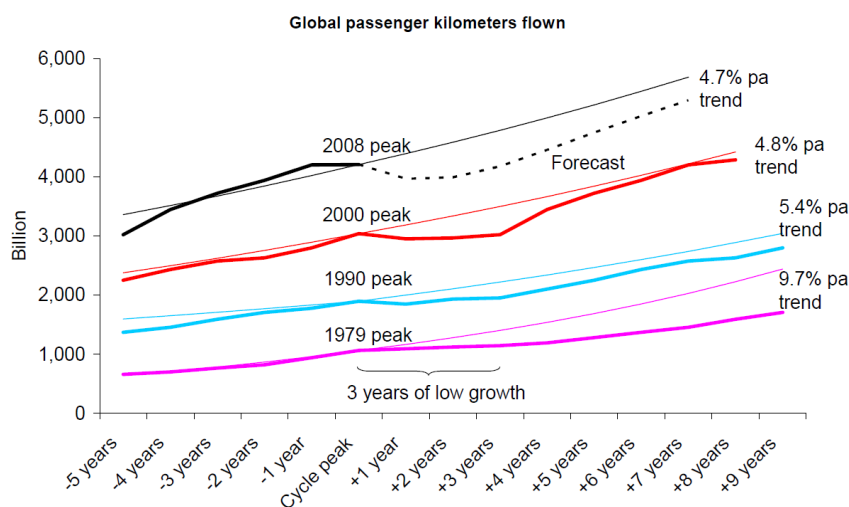


Kilde: Egen fabrikation baseret på IATA data fra Peter Barklin, og IMF: Gross domestic product, constant prices.

World Trade Center ulykken 11. september 2001, og efterfølgende fald i trafik og omsætning, tog hårdt på luftfartsindustrien, og medførte at mange virksomheder foretog restruktureringer, fusionerede eller gik konkurs. Effekten af SARS i Asien og krigen i Irak var ligeledes med til at sænke antallet af rejsende passagerer. Det tog helt frem til år 2004, før industrien igen var tilbage på samme passagerantal og fragtniveauer som før 2001.

I den sammenhæng er det interessant at se på, om den nuværende økonomiske krise ligner krisen i 2001, jf. figur 3-6.

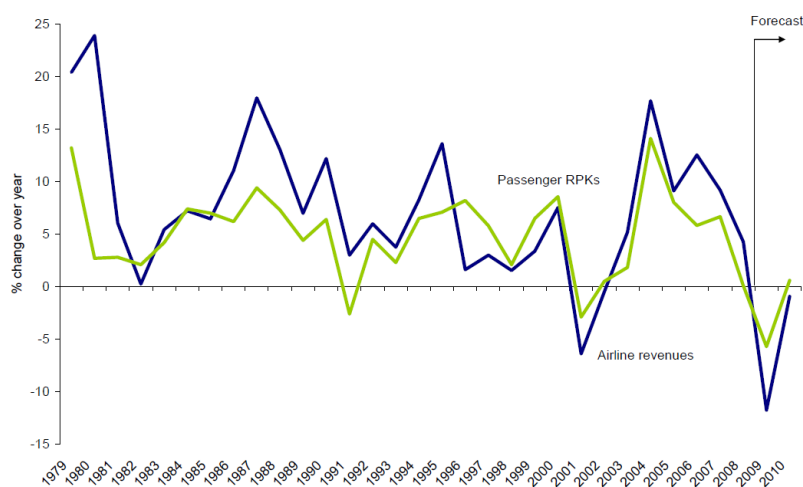
Figur 3-6: Illustrerer global passager kilometers flown, i relation til tidligere kriser.



Kilde: IATA

Ifølge The International Air Transport Association (IATA), som repræsenterer 230 luftfartsselskaber, ligner den nuværende krise ikke tidligere kriser. Som det fremgår af figur 3-6, forventes den nuværende krise at medføre en kraftigere nedgang i markedet end krisen i 2001. Til gengæld forventes væksten ligeledes at tage hurtigere til, når konjunkturerne først vender, end det var tilfældet efter krisen i 2001. Den nuværende krise forventes, som det fremgår af grafen, at medføre en faldende vækst i 2009, efterfulgt af en nulvækst i 2010, og en positiv vækst fra 2011 og frem. 2008-niveauet forventes først at blive nået igen engang i 2011-2012. Det forventede fald i omsætningen på verdensplan på den korte bane fremgår af figur 3-7.

Figur 3-7: Illustrerer forecast for vækst i RPKs og omsætning for luftfartsselskaberne

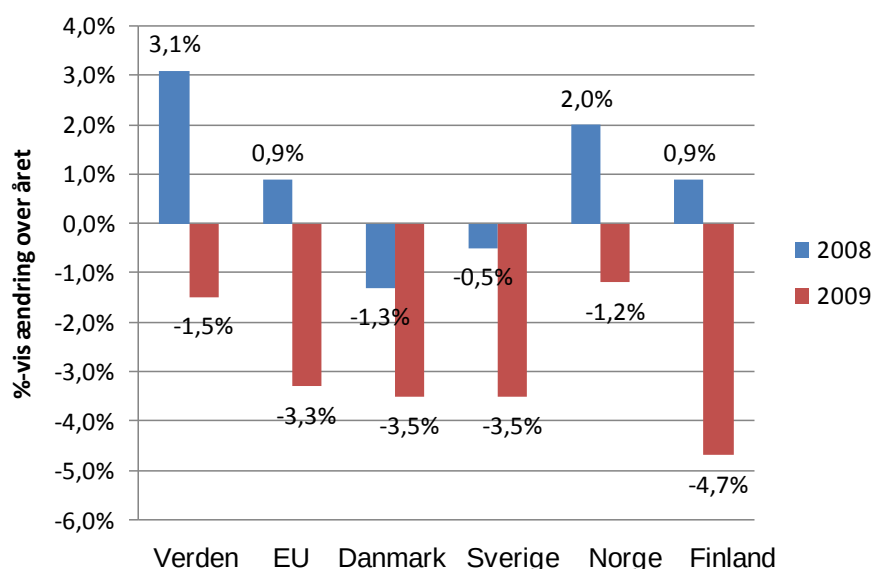


Kilde: IATA

Figur 3-7 er baseret på de nyeste økonomiske forecast fra EIU, det estimerer en reduktion i verdens GDP på 1,9 % i 2009. Der forventes kun en svag bedring i 2010, og det forventes, at de internationale bankpakker og finanspakker først vil slå igennem i slutningen af 2010 og for alvor skabe bedring på markedet. Den overordnede efterspørgsel på passagertrafik er forecastet (februar 2009) til at skrumpe 5,7 % i løbet af 2009, og cargotrafikken til at skrumpe 13 % som en konsekvens af krisen. Overordnet set forventes omsætningen at falde 12 % i 2009. Dette skal ses i forhold til at økonomerne ved sidste forecast i december 2008 mente, at verdens GDP ville vokse med 0,9 % i 2009 (og ikke falde med 1,9 %), så meget har ændret sig på 3 måneder.

For at finde ud af om Skandinavien er hårdere eller lettere ramt end resten af verden, se figur 3-8.

Figur 3-8: Illustrerer forecast for vækst i GDP



Kilde: Egen fabrikation baseret på marts 2009 data fra EIU

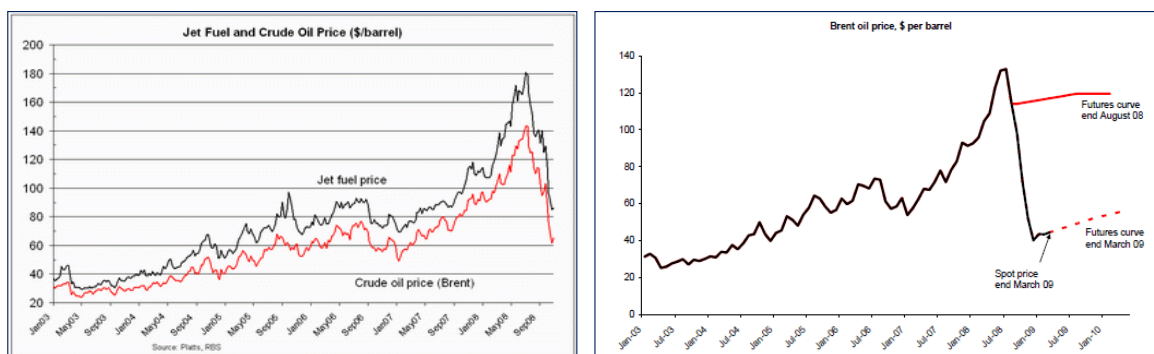
Mens Verden forventes at gå fra en stigning på 3,1 % p.a. til et fald på 1,5 % p.a., svarende til en ændring på 4,6 % p.a. over et år, forventes EU at gå fra en stigning på 0,9 % til et fald på 3,3 % p.a., svarende til en ændring på 4,2 %. Dvs. IATA's estimat på en reduktion i omsætningen på 12 % anses for at være et fair estimat for det Skandinaviske marked. I en pressemeddelelse den 7. april 2009 informerede SAS imidlertid om, at deres omsætning for marts måned 2009 er faldet 16,7 % sammenlignet med marts måned sidste år, jf. (www.reuters.com), hvilket formegentligt skyldes, at SAS, grundet den øgede prisfokusering som følger af den økonomiske krise, har tabt markedsandele til lavprisselskaber som Norwegian etc.

Omkostningsudvikling på kort sigt:

Fra omkostningsnedbrydningen i afsnit 2.4 ved vi, at SAS' omkostninger udgjorde 98 % af omsætningen i 2008, og at de to største omkostningsposter er flybenzin, som udgør 35 % af omkostningerne, og lønninger som udgør 18 % af omkostningerne. Nedenfor analyseres udviklingen i de to faktorer på kort sigt.

Fluktuationer i olieprisen er interessant, fordi der er en stor sammenhæng mellem prisen på olie og prisen på flybenzin, jf. figur 3.9.

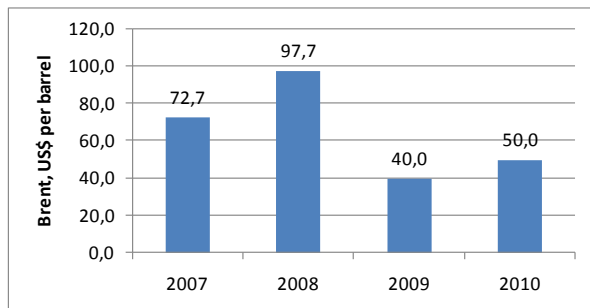
Figur 3-9: Illustrerer sammenhængen mellem prisen på fly brændstof og prisen på råolie, samt IATA's forventninger til olieprisen på kort sigt.



Kilde: IATA, RBS, Bloomberg

Af figur 3-9 fremgår det, at olieprisen, og dermed udgifterne til flybenzin, er faldet drastisk i andet halvår 2008, hvilket vil sikre en lavere pris på flybenzin i 2009 og fremadrettet. Et forecast for oliepriserne i 2009 og 2010 ses af figur 3-10.

Figur 3-10: Illustrerer forecastet vækst i GDP



Kilde: Egen fabrikation baseret på marts 2009 data fra EIU.

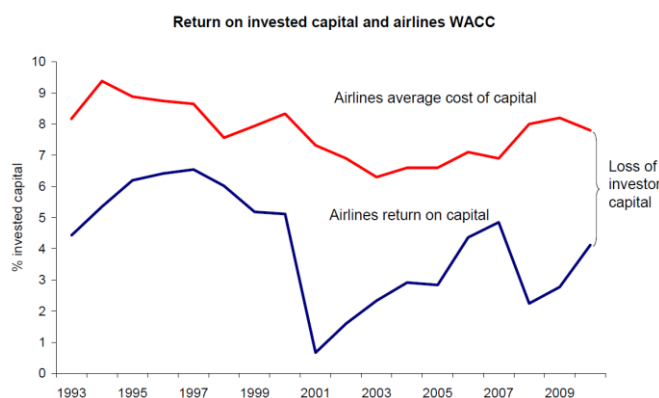
Af figur 3-10 fremgår det, at olieprisen forventes at falde med 59 % fra 2008-2009 for derefter at stige med 25 % fra 2009-2010. Det vil for SAS vedkommende betyde, at der i 2009 kan ske en reduktion i omkostningerne på ca. 20 %, og at der i 2010 vil ske en stigning på ca. 9 %.

Lønninger er et varmt emne for alle flyselskaber, da lønningerne udgør en stor del af omkostningerne for et flyselskab. Før liberaliseringen af flyindustrien var flyselskaberne villige til at lade fagforeninger forhandle om højere lønninger, fordi de kunne videresende de højere omkostninger i form af prisstigninger til kunderne. Efter liberaliseringen er det gået op for mange flyselskaber, at de ikke kan være konkurrencedygtige med en højere lønstruktur, specielt ikke i konkurrence med lavprisselskaber, der ikke har fagforeningsoverenskomster. Fokus har derfor været på at reducere lønomkostningerne ved at hyre nye ansatte til lavere løn, forsøg med optionsordninger i stedet for lønforhøjelser, og i enkelte tilfælde indgivelse af konkursbegæring for at kunne genforhandle løn aftaler. I mange lande er flyselskaberne dog stadig meget fagforeningstunge jf. (Gale, Thomson; 2009). SAS har haft særligt fokus på at sikre fordelagtige aftaler med fagforeninger i 2008, hvor det er lykkedes at sikre en fremtidig årlig besparelse på 1.300 MSEK. Lønomkostningerne var i 2008 18.153MSEK. Dvs. den nye aftale sikrer en reduktion i lønomkostningerne på ca. 7 %, hvilket svarer til en reduktion i de samlede omkostninger på ca. 1,3 %.

Afkast på investeret kapital:

Flyselskaber har længe over en bred kam ikke været i stand til at opnå et afkast på den investerede kapital, der ligger over omkostningerne, ved at låne kapital (WACC). Sagt på en anden måde er konkurrenceintensiteten i industrien så stor, at industrien som helhed ikke har tjent penge de sidste 15 år.

Figur 3-11: Illustrerer cost of capital sammenlignet med return on capital



Kilde: IATA

3.1.3 Teknologiske faktorer

Den teknologiske udvikling har indflydelse på langt de fleste industrier – luftfartsindustrien er ingen undtagelse. Teknologiske fremskridt har i de senere år ført til en kraftig udvikling i højhastighedstog, der på lang sigt kan udgøre en trussel mod væksten af flyindustrien på regionalt plan i de Skandinaviske lande, da tog tilbyder en række fordele arbejdsmæssigt. Ligeledes bliver den stadig hyppigere brug af videokonferencer også oftere og oftere nævnt som en faktor, der vil/kan få indflydelse på en reducere af rejseaktiviteten, ikke mindst i krise tider.

3.1.4 Sammenfatning - PEST

Nedenfor er de vigtigste resultater fra PEST analysen listet:

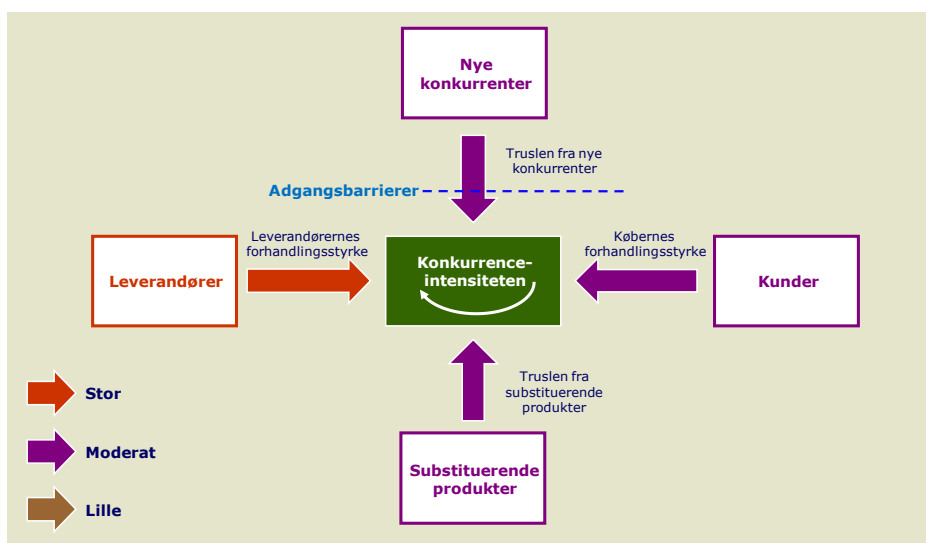
- En langsigtet markedsvækst (ca. 20 år) for luftfartsindustrien i Skandinavien forventes at være 3,8 % p.a. Samtidig ved vi fra figur 3.6, at de langsigtede estimer falder hver gang, der har været en krise, hvorfor et godt bud for terminalværdien på langsigtet vækst estimeres at være 3,5 % p.a.
- En kortsigtet markedsvækst for SAS forventes at være -17 % for 2009, -5 % for 2010, 10 % for 2011 og 15 % for 2012. Dvs. at omsætningen i 2012 forventes at være på 2008 niveau.
- Olieprisen forventes at falde med 59 % fra 2008-2009 for derefter at stige med 25 % fra 2009-2010. Det vil for SAS' vedkommende sige, at der i 2009 kan ske en reduktion i omkostningerne på ca. 20 % og i 2010 en stigning på ca. 9 % (i forholdt til 2009).
- SAS har haft særligt fokus på at sikre fordelagtige aftaler med fagforeninger i 2008, hvor det er lykkedes dem at sikre en fremtidig årlig besparelse på 1.300 MSEK, hvilket svarer til en reduktion i de samlede omkostninger på ca. 1,3 %.
- Luftfartsindustriens afkast på investeret kapital har været negativ de sidste 15 år for industrien som helhed.

Ofte antages det, at hvis olieprisen går ned, falder SAS' driftsomkostninger, og kursen stiger. Hvis faldet i olieprisen skyldes negative konjunkturer som i øjeblikket, vil faldet i olieprisen imidlertid ikke kunne ses så tydeligt, da en ringere udnyttelse af fly kapaciteten etc., vil reducere indtjeningen.

3.2 Porters Five Forces

For at vurdere det fremtidige indtjeningspotentiale i flyindustrien, gennemføres en five forces analyse. Ifølge Michael Porter afhænger indtjeningspotentialet af følgende elementer: adgangsbarrierer, leverandørernes styrkeforhold, kundernes styrkeforhold, substituerende produkter og konkurrenceintensiteten. Samtlige disse elementer bliver derfor analyseret i det følgende. Porters Five Forces model fremgår nedenfor figur 3-12.

Figur 3-12: Faktorer der driver konkurrenceintensiteten i industrien



Kilde: Egen fabrikation af Michael Porters Five Forces som den præsenteres af Porter, Michael E. (1980)

3.2.1 Adgangsbarrierer

Nye konkurrenter i en industri betyder ny kapacitet og viljen til at tage markedsandele. Resultatet vil ofte være faldende priser og deraf reduceret indtjening. Truslen fra nye indtrængere afhænger af eksisterende adgangsbarrierer, og hvordan de kan forventes at blive modtaget af de eksisterende konkurrenter. Hvis der er høje adgangsbarriere, og forventet hård konkurrence fra eksisterende selskaber, vil truslen fra nye konkurrenter være lav. I det følgende vurderes, hvor svært det vil være for nye potentielle konkurrenter at trænge ind på markedet.

Langt hen ad vejen er luftfartsindustrien i Skandinavien blevet dereguleret i en sådan grad, at flyselskaber selv kan forhandle direkte med forskellige lufthavne mht. til fastsættelse af takster for fly volumen mv. alt efter markedsforholdene. Indgangsbarrierer for nye flyselskaber er lavere i et dereguleret marked, hvilket gør det mere attraktivt for nye indtrængere. Flyselskaber skal dog stadig

leve op til en lang række regler, og der er en stor mængde bureaukrati involveret i opsætningen af et nyt flyselskab.

Et nyt flyselskab skal være i stand til at bevise, at det har de nødvendige likvide ressourcer til at overleve, og hvis flyselskabet har til hensigt at flyve sine egne fly, skal det endvidere have en driftslicens. For at opnå et sådant certifikat er det helt essentielt at have et erfarent ledelseshold og være i stand til at bevise, at rammerne for korrekt vedligeholdelse er tilstede. Ansøgningsprocessen tager et par måneder. I det tidsrum er det yderst vanskeligt at generere nogen form for omsætning. At entrere det skandinaviske marked som ny spiller vil altså kræve en stor mængde kapital. Selv hvis man allerede er et velfungerende flyselskab, der blot ønsker at ekspandere ind i Skandinavien, vil man alligevel skulle afholde en del omkostninger til lønninger mv. Dertil kommer at adgangen til gode distributionskanaler kan være et problem.

Ved liberaliseringen blev alle offentlige reguleringer af adgang til luftfarsmarkedet fjernet. Hvor det før tidligere var IATA, der gennem aftaler med luftfartsselskaber fordelte slots, bliver slots inden for EU nu også reguleret gennem RfO 95/93, hvilket medfører, at en koordinator i de overbelastede lufthavne skal tildele ubenyttede start- og landingstider i de travle perioder til de selskaber, der ønsker adgang til lufthavnsfaciliteterne. Problemet i forhold til adgangsbarrierer opstår, når der ikke er nogen slots at fordele.

Tidligere, da der ikke var kapacitetsproblemer i lufthavnene, fik selskaberne automatisk tildelt en slot, når de havde indgivet besked om deres planlagte flyvninger. I dag har mange lufthavne kapacitetsproblemer, hvorfor der ikke er nogen garanti for at få tildelt en slot. Slots bliver i dag fordelt efter reglen: ”grandfather rights” i lufthavne uden overskydende kapacitet, hvilket betyder, at et selskabs besiddelse af en slot i en sæson automatisk giver selskabet første ret til samme slot i næste sæson. Det er dermed både et problem for nye aktører at få tildelt slots, og for nuværende aktører at få udvidet det antal slots, som de allerede besidder. Både luftfartsselskaberne og EU-kommissionen er enige om, at manglen på lufthavnskapacitet på nuværende tidspunkt er den største adgangsbarriere for at øge konkurrencen på markedet for luftfart jf. (Andkær og Geertsen; 2002).

For SAS med deres markedsandel i de skandinaviske lande er begrænsningen af slots måske mere en betryggende barriere end en gene; men en barriere der kan forsvinde med tiden, efterhånden som kapaciteten udvides. Denne trussel er dog ikke så stor, som man umiddelbart kunne tro, i og med en kapacitetsudnyttelse ikke står lige for. Alle parter er enige om, at det mest optimale ville være, hvis

kapaciteten kunne udvides i alle de overfyldte lufthavne. En udvidelse af lufthavne er imidlertid temmelig problematisk. For det første kræver det meget plads, som kan være svært, hvis lufthavnene eksempelvis er placeret i nærheden af en større by. Sidstnævnte er tilfældet for de store lufthavne, som ofte ligger forholdsvis tæt på centrum. En udvidelse af en lufthavn vil derfor tit blive bremset af lokalplaner, af interesseorganisationer eller af beboere, som ikke vil sælge deres ejendom eller som ikke er interesserede i, at lufthavnen kommer endnu tættere på deres bolig på grund af gener fra støj og forurening. Forurening er også i sig selv et problem ved udvidelse af lufthavne. Mange lufthavne er underlagt miljømæssige begrænsninger, som vil blive overskredet ved en udvidelse. En udvidelse af lufthaven skal også forhandles på plads med myndighederne, som er under stor påvirkning fra miljøorganisationer, erhvervslivet og andre interessegrupper jf. (Andkær og Geertsen; 2002).

Alle ovenstående faktorer medfører, at en evt. udvidelse af lufthavne tager utrolig lang tid. Udbygningen af Londons Heathrow airport med en femte terminal tog 14 år jf. (www.airport-technology.com). Adgang til de nuværende lufthavnsfaciliteter bliver derfor afgørende.

Samlet set vurderes truslen fra evt. nye konkurrenter at være moderat.

3.2.2 Leverandører

Leverandørerne kan udvise forhandlingsstyrke over industriens virksomheder ved at true med prisforhøjelser eller reducere kvaliteten af den købte varer. Magtfulde leverandører kan dermed klemme indtjeningen ud af en industri, der ikke selv er i stand til at indhente den øgede prisforhøjelse i sine egne priser. I det følgende vurderes leverandørernes forhandlingsstyrke. Hovedinputtene for flyselskaber er fly, benzin og arbejdskraft.

Fly bliver enten leaset eller købt fra producenterne ved nye forhandlinger, hver gang der ordres. Ofte underskriver flyselskaberne, kontrakt for et antal fly, der skal produceres og leveres over en bestemt periode. Et brud på en sådan kontrakt medfører en finansiel bod, hvilket reducerer incitamentet for flyselskaber til at skifte leverandør ofte.

Leverandørernes forhandlingsstyrke boostes yderligere af, at der reelt set eksisterer et duopol på flyproducent markedet. De eneste to globale producenter af passagerfly er nemlig Boeing og Airbus.

Flyselskaberne har kun en lille indflydelse på priserne for flybenzin og må ofte benytte sig af f.eks. hedging for at minimere fluktuationer i flybenzinprisen.

Flyselskaber har en stor mængde medarbejdere ansat til håndtering af fly, bagagehåndtering, reservationer osv. Fordi luftfartsindustrien er så medarbejdertung, udgør lønudgifterne en stor del af de samlede omkostninger for et flyselskab.

Det er svært at finde alternativer til de input, det kræver at drive et flyselskab. Et flyselskab kræver nu engang fly, levering af flybenzin og en tilstrækkelig medarbejderstab, før det kan tilbyde flyafgange til kunderne. Til forskel fra andre typer transport har fly derudover endnu ikke en alternativ energikilde som strøm, brint eller lign.

Samlet set vurderes det, at leverandørerne har stor forhandlingsstyrke.

3.2.3 Kunderne

Kunderne fokuserer på at tvinge priserne ned, forhandle om højere kvalitet eller mere service, og spiller konkurrenter ud mod hinanden – hvilket alt sammen går ud over industriens indtjening. Da SAS' strategi fokuserer på forretningsrejsende, vil analysen af kundernes forhandlingsstyrke gøre det samme. I det følgende vurderes kundernes forhandlingsstyrke.

De store antal individuelle kunder i markedet reducerer købernes kraft, da prisen for at miste en kunde er marginal for et flyselskab. På den anden side er der ingen omkostninger for en kunde ved at skifte fra et luftfartsselskab til et andet fra gang til gang. Kunderne kan derfor frit shoppe rundt efter den bedste aftale for deres rejse.

Kundernes forhandlingsstyrke er steget med introduktionen af online bookingsider, der gør det muligt og overskueligt at sammenligne billetpriser, afgangstidspunkter og antal mellemlandinger.

Som følge af at det er så let for kunderne at skifte luftfartsselskab, udbyder mange selskaber loyalitetsprogrammer som f.eks. SAS' Eurobonus program.

Samlet set vurderes kunderne til at have moderat forhandlingsstyrke.

3.2.4 Substituerende produkter

Alle virksomheder i en industri er, i bred forstand, konkurrenter med industrier, der producerer konkurrerende produkter. Substituerende produkter begrænser den potentielle afkastningsgrad for en industri ved at placere et loft over hvor højt virksomheden i industrien kan sætte priserne og stadig være profitabel. I det følgende vurderes truslen fra substituerende produkter.

Substitutterne for flyselskaberne er andre former for transport: vej, tog og sø. Da Danmark er et relativt lille land er national lufttrafik beskedent. De nationale fly er korte i varighed, og den tid det tager at nå til lufthavnen og tjekke ind gør, at den samlede rejsetid ofte bliver lige så lang, som hvis man havde valgt at rejse med tog. Fremadrettet er der desuden den mulighed, at forbrugerne vil se det som en ulempe at flytrafikken, har større negativ indflydelse på miljøet set i forhold til tog rejser. Tog kan sammenlignes med fly, hvilket øger truslen fra denne substitution. Herunder er tidsudnyttelsen i toget ofte større, da det er en hel del lettere at arbejde i toget end i flyet. Tog er ikke helt så favorabelt i sammenligning med fly i de andre nordiske lande, hvor afstandene er relativt større, ligesom tog ikke kan betragtes som en stor trussel, når vi taler fly på tværs af de skandinaviske landegrænser, grundet det øgede tidsforbrug.

Samlet set vurderes truslen fra substituerende produkter som værende moderat.

3.2.5 Konkurrenceintensiteten

Rivaliseringen mellem eksisterende konkurrenter indebærer ofte taktikker som konkurrence på pris, markedsføringskampe, øget kundeservice og lignende. Rivaliseringen hænder ofte, fordi en eller flere konkurrenter ser en mulighed for at forbedre sin position på markedet. Nogle former for konkurrence, specielt pris konkurrence efterlader ofte industrien i en værre stand end før ud fra et indtjeningsmæssigt standpunkt. I det efterfølgende vurderes konkurrenceintensiteten mellem SAS og de eksisterende konkurrenter.

Den skandinaviske luftfartsindustri er rimelig koncentreret og lavprisselskaberne har fremstået som en konkurrencemæssig udfordring for traditionelle luftfartsselskaber som SAS. Forbrugerne kan let skifte mellem forskellige luftfartselskaber. Selv om selskaberne fokuserer på at differentierer deres produkter inden for kvalitet og service, inden for nogle kundesegmenter, gør de selv samme services det svært for dem at presse prisen helt ned, når de tilbyder deres lavprisalternativer, da de har svært ved fuldstændig at droppe de mere dyre services.

Det er værd at bemærke, at de største spillere i industrien selv ejer størstedelen af deres fly. Konsekvensen af dette er, at exitbarriererne er høje, eftersom det at forlade luftfartsindustrien vil kræve frasalg af en stor mængde ofte meget specialiserede aktiver. SAS leaser dog størstedelen af sine fly, men selv for leasingkontrakter, er man bundet over en længere årrække.

De faste omkostninger er høje, hvilket intensiverer rivaliseringen.

Nogle selskaber (f.eks. SAS) vælger også at medtage fragtgods og lignende til at udfylde ledig kapacitet, hvilket reducerer rivaliseringen ved at gøre dem mindre modtagelige over for udsving i salget af passagerbilletter.

Samlet set vurderes konkurrenceintensiteten at være stor.

3.2.6 Sammenfatning – Porters Five Forces

Luftfartindustrien i Skandinavien er karakteriseret af stor leverandørstyrke, en konsekvens af det globale duopol bestående af Boeing og Airbus som eneste store flyproducenter, og det faktum, at der endnu ikke er fundet et alternativ til flybenzin. Industrien er blevet dereguleret til et niveau, der gør det mere interessant for nye konkurrenter, selvom det bureaukratiske og store finansielle investering involveret i opsætningen af et nyt flyselskab virker præventivt afskrækkende på en ny virksomhed. Behovet for hurtige internationale rejser betyder at andre former for transport ikke er mere end en moderat trussel for luftfarten. Den store konkurrenceintensitet gør imidlertid, at det kan være svært at se, hvordan etablerede netværksselskaber som SAS skal være i stand til at øge indtjeningsgraden fremadrettet.

3.3 Delkonklusion - industrianalysen

Nedenfor gennemgås en række parametre der kan være med til at fastslå, hvorvidt en industri er attraktiv eller uattraktiv, jf. tabel 3-1.

Tabel 3-1: Illustrerer hvorvidt luftfartsindustrien er attraktiv eller uattraktiv

Faktorer der gør industri uattraktiv	Kommentarer	Er faktor til stede?
Faldende eller begrænset vækst	Overordnet set er der tale om en industri med begrænset vækst (3,8 % p.a.). Væksten er dog større end den gennemsnitlige vækst i GDP	
Negativ trend i industriens profitabilitet	Historisk lav indtjening. Industrien som helhed har tabt penge hvert år de sidste 15 år (WACC>ROIC). Ser ikke ud til at ændres eller bedres	
Kommodificering	Konkurrencesituationen i dag er kendetegnet ved, at fly sæder er en basal forbrugsvare	
Meget intens konkurrence	En intens konkurrenceintensitet, der gør det svært at se, hvordan SAS skal kunne øge indtjeningen fremadrettet	
Lave barrierer for entre	Moderat	
Stærkt cyklisk industri	Stærk cyklist industri med cyklusser på 7-9 år	
Meget reguleret industri	Er blevet mere dereguleret, men grundet regler om slot allokering har dereguleringen endnu ikke fået den forventede betydning	
Produkt substitution	En mulighed, truslen er dog ikke større end i så mange andre industrier	
Lav kundeloyalitet – risiko for de bruger konkurrent	I høj grad. Industrien er fyldt med illoyale kunder	
Lav kunde lock-in/switching cost	Bonussystemer er tilladt	
Lavt afkast	Historisk lav indtjening. Industrien som helhed har tabt penge hvert år de sidste 15 år (WACC>ROIC)	

 Stærk tilstedeværelse
  Svag tilstedeværelse

Kilde: Egen fabrikation baseret på parametre taget fra de fire analyser: BCG matricen, Industri livscyklus analyse, PEST analyse og Porters Five Forces analyse jf. Haberberg & Rieple, 2001.

Overordnet set er der tale om en industri med begrænset vækst, en historisk lav indtjening og en intens konkurrence, der gør det svært at se, hvordan SAS skal kunne øge indtjeningen fremadrettet. Dertil kommer, at det er en stærk cyklist industri, der kører i cyklusser af 7-9 års varighed, ligesom der er en generel lav kundeloyalitet.

Alt i alt må flyindustrien som udgangspunkt siges at være uattraktiv.

3.4 Konkurrentanalyse

Konkurrencesituationen i dag er kendetegnet ved at flysæder er en basal forbrugsvare på trods af virksomheders forsøg på at differentiere sig selv mht. service til tiden, gode ruter og flyafgange, kvalitetsmad, bonusprogrammer mv. Priskonkurrencen er derfor intens.

Denne konkurrenceanalyse gennemføres, for at finde ud af hvor gode SAS er til at skabe indtjening sammenlignet med konkurrenterne.

Følgende tre nøgletal siger noget om flyselskabets indtjeningsevne jf. (Gale, Thomson; 2009):

- Load faktor. Load faktor er lig med revenue passenger kilometers (RPK's)⁵ divideret med available seat kilometers (ASK)⁶
- Operationelle omkostninger per ASK
- ASK per medarbejder

Nedenfor gennemgås analysen af de tre nøgletal på SAS og fire konkurrenter. Analyserne er baseret på sidst udgivne årsrapporter, hvilket vil sige:

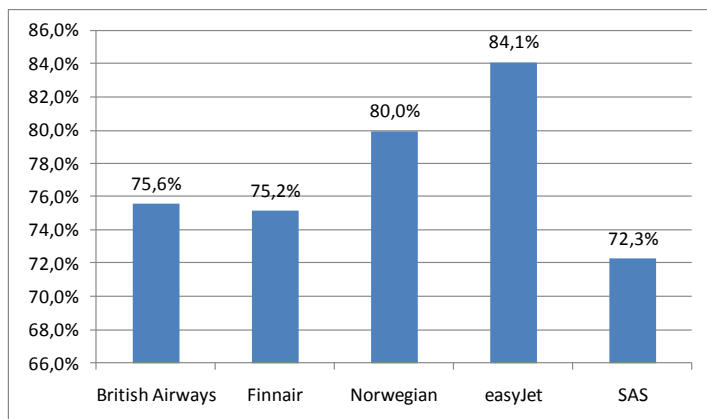
- SAS og Finnair – 31. december 2008
- British Airways – 31. marts 2008
- EasyJet – 30. september 2008
- Norwegian – 31. december 2007

Load faktoren siger noget om, hvor godt flykapaciteten udnyttes. Hvis man har en load factor på 100 % betyder det, at samtlige sæder er fyldt op på samtlige afgange. Load faktoren for SAS og fire af konkurrenterne fremgår af figur 3-13.

⁵ RPK = Antal betalende passagerer * kilometre fløjet

⁶ ASK = Antal sæder til salg * kilometre fløjet

Figur 3-13: Passenger load factor

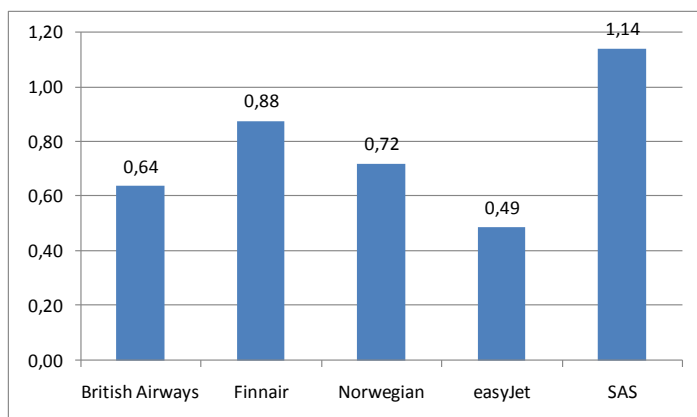


Kilde: Egen fabrikation baseret på nyeste årsrapporter.

Som det fremgår af figur 3-13, er SAS med en load faktor på 2,9 % - point op til Finnair, langt fra den bedste til at sikre fuld udnyttelse af fly afgangene. SAS har i deres seneste årsrapport estimeret, at 1 % ændring i load faktoren vil betyde 390 MSEK på bundlinjen, hvilket vil sige, at hvis SAS havde været lige så dygtige som Finnair, ville årets resultat for 2008 have været ca. 1170 MSEK større.

Af figur 3-14 ses de operationelle omkostninger per tilgængelig sædekilometer. Det nøgletal siger noget om, hvor meget et flyselskab betaler for den kapacitet, de kan sælge videre til kunderne.

Figur 3-14: Operating cost per available seat kilometer

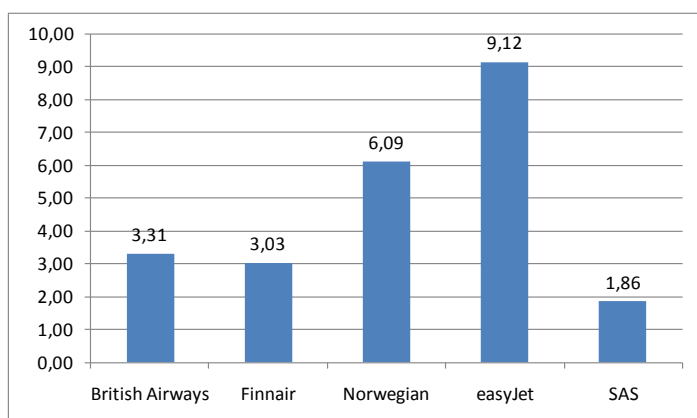


Kilde: Egen fabrikation baseret på de nyeste årsrapporter.

Som det fremgår af figur 3-14 betaler SAS ca. 30 % mere for kapaciteten end Finnair. Når tallene sammenlignes, er det dog vigtigt at huske på, at ikke alle flyselskaber har den samme struktur i forhold til bagagehåndtering mv., hvorfor SAS aldrig vil nå EasyJets niveau.

Af figur 3-15 ses det til tilgængelige antal sædekilometre per medarbejder, hvilket dels siger noget om, hvor administrativ tung virksomheden er dels noget om lønningsniveauet.

Figur 3-15: Available seat kilometers per employee



Kilde: Egen fabrikation baseret på de nyeste årsrapporter.

Som det fremgår af figur 3-15, har SAS relativt flere medarbejdere end konkurrenterne. Alt i alt vil SAS skulle afskedige ca. 39 % af medarbejderne svarende til en reduktion på 9600 medarbejderne (fra 24.635 til 15.017) for at nå Finnairs niveau. Som følge af Core SAS forventes medarbejderstaben at blive reduceret til 14.600 ved udgangen af 2010. Omsætningen forventes dog også at falde med 23 %, men effektiviteten vil næsten med sikkerhed stige som følge af Core SAS.

Sammenfatning - konkurrentanalyse:

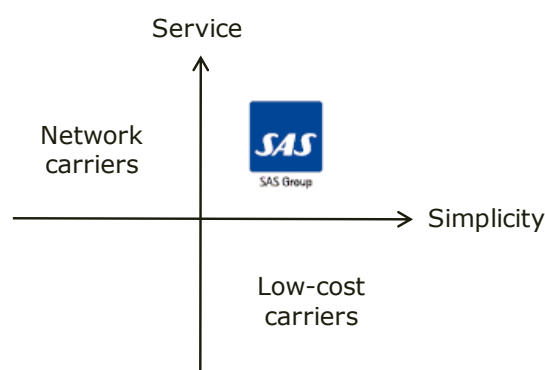
SAS fremstår ikke som værende god til at strukturere en forretningsmodel, der gør det muligt at fremskaffe billig kapacitet. Derudover udnytter de den kapacitet de har dårligere end konkurrenterne. Alt i alt virker SAS dermed ikke som den oplagte kandidat at investere i, hvis man ønsker at investere i luftfart.

3.5 Positionering

SAS' positioneringen på markedet er interessant, fordi en optimal positionering i forhold til det produktmix (pris, kvalitet, funktionalitet), SAS kan levere til kunden, kan betyde øget omsætning og indtjening.

SAS vil fremadrettet fokusere på "Service And Simplicity". Med dette menes, at SAS løbende vil arbejde på at reducere den rejsetid, en kunde skal bruge for at komme fra en destination til en anden, samt fokusere på at maksimere den opfattede kundeværdi. Hvis dette lykkedes, mener SAS at kunne differentiere sig fra de andre netværksselskaber⁷, og lavprisselskaberne, jf. figur 3-16.

Figur 3-16: Illustrerer SAS' ønskede positionering



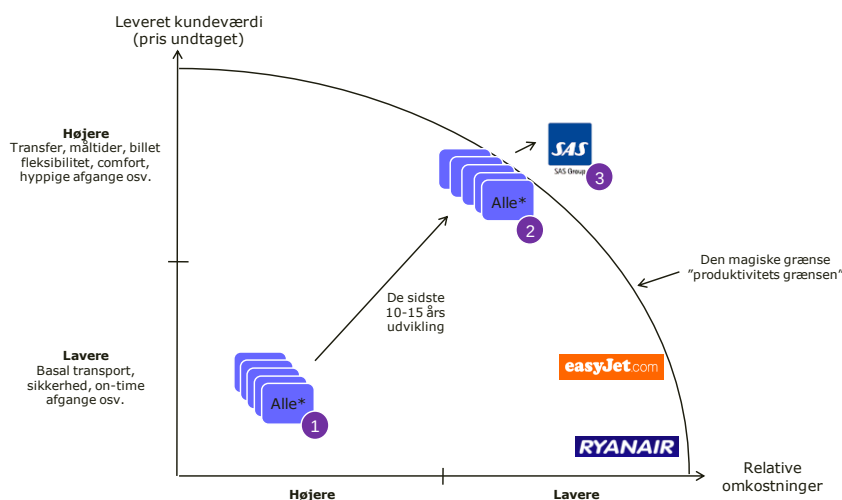
Kilde: Egen fabrikation baseret på samme figur i årsrapport 2008

Følgende praktiske tiltag vil SAS gennemføre for at understøtte denne differentiering: Boardingpass via mobiltelefon, bagagemærkningskiosker og bagagedrops, default check in for Economy med tekstbeskeder og e-mail bekræftelser, lounge adgang for Economy Extra passagerer, yderligere services: salg ombord på flyet, opgraderinger og gøre flere bonusrejser tilgængelige.

Ud fra porters five forces analysen ses, at det er en konkurrenceintensiv industri med fokus på pris, hvorfor det er interessant at se nærmere på, hvordan SAS positionerer sig ud fra de to faktorer, opfattet kundeværdi og omkostninger relativt til konkurrenter, jf. figur 3-17.

⁷ Netværksselskaber er flyselskaber, hvor mellemlandinger og automatisk transport af bagage imellem fly er en mulighed.

Figur 3-17: Alternativ illustration af SAS's positionering



*Her menes alle de tidligere nationale flyselskaber (netværks selskaber), Lufthansa, Finnair, British Airways, SAS etc.

Kilde: Egen fabrikation

Figur 3-17 illustrerer udviklingen i positioneringen i den europæiske flyindustri som helhed, og de tre trin SAS har været igennem, når de når deres nye ønskede positionering.

Flyindustrien er lidt speciel, forstået på den måde at konkurrenterne i mange år har haft den samme positionering, for derefter i samlet flok at ændre deres positionering pga. deregulering mv. uden dog at ændre positioneringen i forhold til hinanden. Omkostningerne blev reduceret ved hjælp af diverse cost cutting initiativer, og værdien for kunden blev øget gennem diverse serviceinitiativer. På intet tidspunkt har nogen af dem dog valgt enten ikke at reducere omkostningerne, eller at beholde service-niveauet som det var. Alle er gået samme vej, hvilket er gået fint indtil etableringen af de nye lavpris-selskaber som f.eks. Easyjet og Ryanair. Det der er vigtigt at forstå i denne sammenhæng er, at alle de etablerede flyselskaber kan matche Ryanairs pris men ikke deres omkostninger. Ligesom Ryanair ikke kan levere transferservices. De etablerede selskaber vil aldrig kunne reducere omkostningerne på deres aktiviteter til samme niveau som firmaer, der har fravalgt at have aktiviteten. Med andre ord er RyanAir i en helt anden strategisk position – ikke et bedre luftfartsselskab (i hvert fald ikke af denne årsag).

Ingen har endnu taget ruten med maksimal kundeværdi og relativt høje omkostninger, i stedet prøver alle at reducere deres omkostninger i et forsøg på at matche selskaber som RyanAir.

Det SAS håber at gøre med deres tiltag er at sænke de relative omkostninger, mens den antagede kundeværdi stiger. Dette kan ene og alene lade sig gøre, hvis de tiltag SAS iværksætter bliver betragtet af kunderne som ekstra service, samtidig med at tiltagene sparer SAS for operationelle omkostninger.

På længere sigt må det forventes, at også lavprissegmentet vil blive mættet, hvorfor det på lang sigt kan vise sig at være en god idé at forsøge at positionere sig anderledes end konkurrenterne uden at gå efter ”lavpris” positioneringen. Fra flere kilder fremgår det, at ”value-added” services inklusiv designløsninger og high-tech kommunikations løsninger ultimativt vil blive antaget som mere nyttige end dem, der blot tilbyder laveste pris jf. (Gale, Thomson; 2009).

Sammenfatning - konkurrentanalyse:

For at SAS skal lykkes med den ønskede positionering og opnå en positiv effekt på indtjeningen, kræver det, at de andre netværksselskaber ikke følger trop. Den tidligere gennemgang af de initiativer, som SAS forventer at basere deres nye positionering på, viste, at ingen af initiativerne fremstår som svære at kopiere, lige som et hurtigt review af Lufthansas årsrapport viser, at SAS ikke er alene om at tænke nye initiativer ind i deres forretningsmodel som f.eks. check-in via mobiltelefon mv.

3.6 Analyse af valgt strategi

En analyse af virksomhedens strategiske situation omfatter også en vurdering af de strategier, virksomheden indtil nu har valgt, samt en vurdering af de mulige fremtidige strategier, der skal benyttes til at flytte virksomheden i en ny retning, eller strategier der skal fastholde virksomhedens position på markedet. Nedenstående analyse identificerer, inden for hvilke rammer den fremtidige vækst og indtjening skal skabes.

3.6.1 Ansoff's vækststrategier

Til at analysere hvilke vækststrategier SAS anvender, benyttes Ansoff's vækststrategimodel. Herigenem vil det være muligt at afdække de konkurrencemæssige parametre, SAS vil komme til at konkurrere på med den nuværende konkurrenceposition og markedsforhold. SAS strategiske fokus er markeret i figur 3-18.

Figur 3-18: Ansoff's vækststrategier (produkt/markeds strategier)



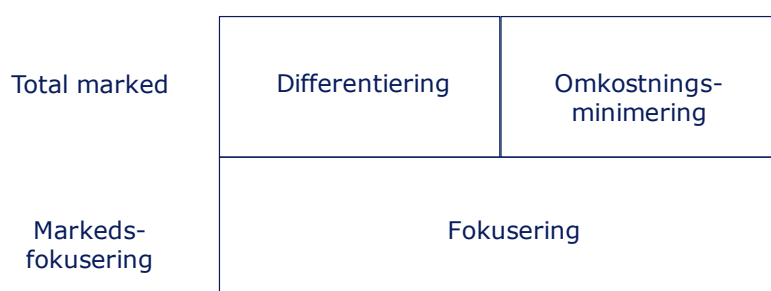
Kilde: Egen fabrikation af Ansoff's model præsenteret i Haberberg & Rieple, 2001.

SAS har valgt, at profitabilitet og ikke vækst skal være i centrum. Dvs. SAS vil med samme produkt forsøge at opretholde og udvide deres nuværende markedsandel.

3.6.2 Porters generiske strategier

Michael Porters model om generiske strategier bruges til at udarbejde en perspektivering af muligheder for fremtidig værdiskabelse. Modellen fremgår nedenfor jf. figur 3-19.

Figur 3-19: Michael Porter's tre generiske strategier



Kilde: Egen fabrikation baseret på bogen Competitive Strategy, Porter, Michael E. (1980)

Som det fremgår af figur 3-19, er der grundlæggende tre metoder til at få opfyldt sine mål. Virksomheden kan vælge deres markedssegment ud fra følgende tre begreber:

- **Omkostningsminimering:** Omkostningsminimering kræver en stram omkostningskontrol inden for områder som service, salg, markedsføring mv. Lave omkostninger i forhold til konkurrenterne bør være det overordnede tema, der gennemsyrrer strategien, selvom kvalitet, service og andre områder ikke må glemmes.
- **Differentiering:** Differentiering af produkter og services, for at kreere noget der på tværs af industrien, må betragtes som unikt. Det er vigtigt at tilføje at en differentieringsstrategi ikke tillader at omkostninger ignoreres, men at de ikke er fokus for den primære strategi.
- **Fokusering:** Hvor omkostningsminimering og differentiering som udgangspunkt sigter mod at servicere hele industrien, sigter fokuseringsstrategien på at servicere en udvalgt del af industrien ekstra godt. Strategien afhænger af, om virksomheden vil være i stand til at servicere det snævre strategiske markedssegment mere effektivt end de konkurrenter, der konkurrerer mere bredt.

SAS forsøger at benytte produktdifferentiering til at sikre en hurtigere total rejsetid, og sikre at den tid man er tvunget til at rejse kan bruges mest optimalt (sikres via mobilt internet mv.) Formålet bag strategien er at skabe øget indtjening. Hvis SAS opnår den ønskede differentiering, vil det være muligt at opnå en indtjening over gennemsnittet, der kan bibeholdes på grund af kundernes brand loyalitet. Sagt på en anden måde kan SAS differentiere sig lige så meget de vil, men hvis de ikke formår at øge kundeloyaliteten, vil de ikke opnå en varig konkurrencemæssig fordel. Ofte vil differentiering stå i direkte modstrid til det at have stor markedsandel. Hvis dette perspektiv føres over på SAS, er der en risiko for, at det vil betyde en reduktion i markedsandele fremadrettet.

SAS forsøger også at bruge dele af fokuseringstankegangen ved at snævre deres strategi ind til primært at fokusere på forretningsrejsende, uden dog at gøre noget aktivt for at komme af med de privatrejsende. Hvis denne fokusering skal være med til at sikre en øget indtjening, kræver det, at de forretningsrejsende rent faktisk føler, at deres behov bliver ekstra understøttet af SAS på en sådan måde, at de er villige til at betale en ekstra præmie for opfyldelsen af dette behov.

3.7 Delkonklusion - intern analyse

Overordnet virker SAS ikke som en særlig attraktiv forretning, ligesom SAS ikke virker til at være i en særlig god konkurrencemæssig position. Nedenfor gennemgås en række parametre, der kan være med til at fastslå, hvorvidt en virksomhed er attraktiv eller uattraktiv, jf. tabel 3-2.

Tabel 3-2: Illustrerer hvorvidt SAS er en attraktiv eller uattraktiv virksomhed

Faktorer der gør en virksomhed uattraktiv	Kommentarer	Er faktor til stede?
Ikke tilstrækkelig/faldene fordel af produkter og services	SAS har haft fordel af monopol på mange ruter, denne fordel bliver mindre og mindre med årene	
Ikke tilstrækkelige bæredygtige konkurrencemæssige fordele	SAS konkurrencemæssige fordel, jf. deres nye strategi, baserer sig på tiltag der relativt nemt kan kopieres af konkurrenter hvis ønsket	
Faldende markedsandel	SAS har jævn markedsandel med tendens til mindre fald i nogle af de skandinaviske lande	
Høje omkostninger i forhold til konkurrenter	I høj grad	
Størstedelen af indtjeningen afhænger af få produkter	Størstedelen af indtjeningen fremadrettet vil afhænge af luftfart og luftfart alene	
Volatilitet i indtjeningen	I høj grad	
Manglende evne til at skabe vækst.	SAS har forsøgt at skabe vækst gennem opkøb de sidste 10 år, dog uden held	

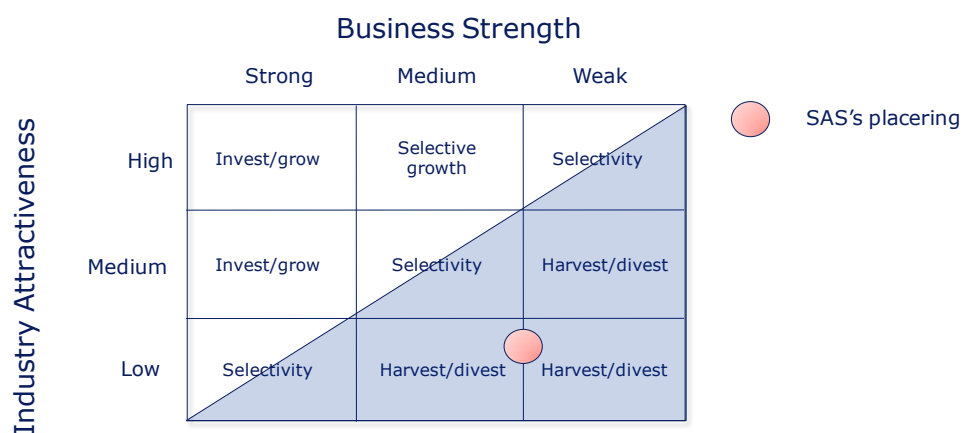
 Stærk tilstedeværelse
  Svag tilstedeværelse

Kilde: Egen fabrikation baseret på parametre nævnt i Haberberg & Rieple, 2001.

Overordnet set er der tale om en virksomhed med relativt højere omkostninger end konkurrenterne, begrænsede vækstmuligheder, der samtidig skal konkurrere på et konkurrenceintensivt marked med stor fokus på prisen. Alt i alt må SAS som udgangspunkt siges at være uattraktiv.

Virksomheden General Electric (GE) har en "business attractiveness screen" som bruges til at sige noget om, hvordan fokus på virksomheden vil være ud fra de to parametre "Industry attractiveness" og "Business Strength". Hvor industry attractiveness i store træk dækker de parametre, vi har brugt til at vurdere om luftfartsindustrien er attraktiv, dækker business strength i store træk de parametre, vi har brugt til at vurdere, om SAS er en attraktiv virksomhed. I figur 3-20 sammenholdes de to parametre.

Figur 3-20: GE Business Attractiveness Screen



Kilde: Egen fabrikation baseret på figur i Haberberg & Rieple, 2001.

Hvis GE's analyse bruges på SAS, jf. figur 3-20, og SAS var en virksomhed i nuværende portefølje, vil resultatet have været, at SAS skulle sælges.

3.8 SWOT

På baggrund af tidligere afsnit omkring den strategiske analyse er der udarbejdet en SWOT til opsummering af den strategiske analyse. SWOT'en opsummerer SAS' styrke og svagheder samt muligheder og trusler. SWOT analysen bruges til at vurdere SAS' muligheder fremadrettet i forhold til mulige strategiske tiltag og vækstperspektiver. SWOT analysen fremgår af figur 3-21.

Figur 3-21: SWOT

Styrker	Muligheder
• Klar strategisk retning med Core SAS • Nøjagtighed – afgang til tiden • Værdien af markedsdominans og image i hjemmemarkeder • Værdien af besiddelse af slots • Bonusprogram • Forretningsklassens krav til produkter mht. attraktive frekvente forbindelser samt høj kvalitet og service • Relativt mindre overfølsomme over for udsving i olieprisen	• Arbejdslovgivningen i EU vil kræve at alle ansatte er i fagforening, hvilket vil skabe forandringer for nogen af de lavprisselskaber, f.eks. Ryan air, der hidtil har kunnet holde dem på afstand • Ny positionering • Estimeret vækst på 3,5 % på lang sigt
Svagheder	Trusler
• Relativt højere enhedsomkostninger • Relativt højere medarbejderomkostninger • Strejker • Relativt lavere kapacitetsudnyttelse	• Nye konkurrenter • Substituerende produkter • Stor konjunkturfølsomhed • Faldende marked de næste 2-3 år • Økonomisk nedtur i Europa, gør folk mere prisbevidste og vil øge fokus på prisen, hvor lavprisselskabene er billigere • Øget privatisering og udbygning af lufthavne i Europa • SAS har stor markedsandel på lille marked, hvilket gør, at SAS for at opretholde sin markedsandel, skal servicere en lang række segmenter af kunder • Konkurrence fra jernbaner • EU's dilemma vedr. fremmelse af store enheder af frygt for misbrug af markedsdominans, kan give SAS problemer hvis de tager markedsandele

Kilde: Egen fabrikation jf. Haberberg & Rieple, 2001.

4 Regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen er baseret på en gennemgang af virksomhedens historiske regnskaber for perioden 2004-2008. Baggrunden for udarbejdelse af regnskabsanalysen er først og fremmest at kunne estimere drivere af det fremtidige cash flow til virksomheden. Driften er den primære drivkraft for værdiskabelsen i en virksomhed og er derfor vigtig at få isoleret. Før regnskabsanalysen kan påbegyndes, er det derfor nødvendigt at foretage en reformulering af egenkapitalopgørelsen, balancen og resultatopgørelsen med det formål at adskille drift og finansiering. På baggrund af strategianalysen og nedenstående regnskabsanalyse vil driverne blive estimeret.

4.1 Bemærkninger til virksomhedens regnskaber

Med effekt fra 1. januar 2005, vil SAS Group konsolidere sine regnskaber, så de følger International Financial Reporting Standards(IFRS). Det svenske råd for regnskabs standarder har løbende introduceret anbefalinger fra IFRS, trods dette vil der være en vis effekt som følge af fuldstændig compliance med IFRS. Datoen for transitionen til IFRS er blevet sat til 1. januar 2004, eftersom IFRS kræver tilpasning af et sammenligningsår. SAS Group har derfor besluttet, at al finansiell information, der offentliggøres i 2005, skal overholde IFRS kravene inkl. 2004 sammenligningsåret. De 2004 tal, der benyttes til regnskabsanalysen, tages derfor fra årsrapporten 2005, hvor 2004 tallene vil være opdateret i henhold til IFRS kravene.

4.2 Reformulering

Egenkapitalen, resultatopgørelsen og balancen vil blive reformuleret for at sikre, at alle værdiændringer fremgår af resultatopgørelsen, samt sikre en korrekt opdeling af poster i hhv. driftsrelaterede og finansieringsrelaterede. Denne opdeling er nødvendig for at isolere driften, der er den primære drivkraft for værdiskabelsen i virksomheden.

4.2.1 Egenkapitalopgørelsen

Egenkapitalopgørelsen opsummerer alle transaktioner og posteringer, der berører ejernes egenkapital i virksomheden, hvorfor det er det første punkt i den finansielle opgørelse, som bør analyseres, jf. (Elling og Sørensen, 2005). En grundig analyse af egenkapitalopgørelsen vil sikre, at alle aspekter i virksomheden, der berører ejernes interesse, er medtaget i aktieanalysen. Ifølge regnskabsreglerne kan nogle værdiændringer posteres direkte på egenkapitalkontoen uden om resultatopgørelsen. Hvis jeg

valgte udelukkende at analysere periodens værdiskabelse på grundlag af nettoresultatet i resultatopgørelsen, ville værdiændringer, der er opnået i perioden, derfor blive udeladt af regnskabsanalysen. Reformuleringen af egenkapitalen fremgår af bilag 1.

4.2.2 Balancen

Reformuleringen af balancen har til formål at reklassificere posterne mellem driftsaktivitet og finansiell aktivitet. En reformulering af balancen i driftsaktiver, finansielle aktiver, driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser er ligeledes nødvendig for at kunne foretage en korrekt værdiansættelse af egenkapitalen (Elling og Sørensen, 2005).

En opsummering af den reformulerede balance fremgår nedenfor af figur 4-1. Den detaljerede reformulerede balance fremgår af bilag 2.

Figur 4-1: Balancen - reformuleret

	2004*	2005	2006	2007	2008
Driftsaktiver					
Immaterielle aktiver	3.246	3.862	2.932	1.226	1.092
Materielle anlægsaktiver	24.118	19.457	14.941	13.436	14.132
Finansielle anlægsaktiver	11.094	13.120	13.316	12.001	11.616
Anlægsaktiver i alt	38.458	36.439	31.189	26.663	26.840
Varebeholdninger	1.289	1.065	996	850	820
Tilgodehavender	9.459	11.828	8.176	6.168	6.000
Driftslikviditet	1.246	1.419	1.686	1.583	1.911
Aktiver tilbageholdt til salg	0	0	0	6.198	3.921
Driftsaktiver	50.452	50.751	42.047	41.462	39.492
Driftsforpligtelser	0	0	0	0	0
Hensættelse til pension	42	56	57	59	0
Hensættelse til udskudt skat	3.194	3.617	3.473	3.755	2.988
Andre hensættelser	854	697	603	691	768
Foudbetaling fra kunder	137	123	181	20	7
Leverandører af varer og tjenesteydelser	4.579	4.358	3.350	2.108	2.068
Gæld til associerede virksomheder	7	183	169	94	0
Selskabsskat	70	99	43	5	110
Ubrugte billetter	2.981	3.038	3.395	3.842	3.299
Nuværende andel af andre hensættelser	166	273	318	190	148
Forudbetalt indkomst	5.433	5.326	4.744	5.149	4.274
Gæld der kan relateres til virksomheder tilbageholdt til salg	0	0	0	5.323	2.465
Anden gæld	143	73	178	61	334
Driftsforpligtelser (DF) - Ikke rentebærende gæld	17.606	17.843	16.511	21.297	16.461
Netto drifts aktiver (NDA)	32.846	32.908	25.536	20.165	23.031
Finansielle forpligtelser					
Prioritetsgæld (efterstillede lån)	742	771	716	693	953
Obligations lån	6.176	7.355	7.135	2.079	2.212
Andre lån	14.042	11.039	5.685	3.936	10.535
Kreditinstitutter i øvrigt	800	3.183	841	1.615	872
Bank gæld	5.479	3.828	2.043	421	1.189
Anden gæld	1.912	1.916	1.845	1.580	2.460
Finansielle forpligtelser - Rentebærende gæld	29.151	28.092	18.265	10.324	18.221
Finansielle aktiver					
Kortsigtede investeringer	7.349	7.265	9.117	7.308	3.872
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	21.802	20.827	9.148	3.016	14.349
Minoritetsinteresser	8	577	22	19	0
Egenkapital før minoritetsinteresser	11.036	11.504	16.366	17.130	8.682
Investeret kapital	32.846	32.908	25.536	20.165	23.031

* Tallene er taget fra årsregnskabet for 2005, da regnskabsprincipperne gældende for årsregnskabet 2004 var anderledes.

Kilde: Egen tilvirkning baseret på årsregnskaber.

4.2.3 Resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelsen har til formål at reklassificere posterne mellem driftsaktivitet og finansiell aktivitet. Reformuleringen er nødvendig for at kunne beregne nøgletal, der på korrekt vis måler resultatet af virksomhedens aktiviteter.

Den reformulerede resultatopgørelse fremgår af figur 4-2, hvor de to poster der er nævnt ”DIRTY SURPLUS”, udgør de poster, der i det officielle regnskab er bogført direkte over egenkapital opgørelsen, men analytisk set bør justeres for, for at give et retvisende billede af årets totalindkomst.

Figur 4-2: Resultatopgørelsen - reformuleret

(mio.SEK.)	2004*	2005	2006	2007	2008
Netto omsætning	58.093	61.887	60.777	52.251	53.195
Løn/Personale udgifter	19.585	20.467	18.092	17.271	18.153
Andre operationelle udgifter	34.040	35.303	36.069	29.669	31.791
Salg af fly og bygninger	113	187	88	41	4
EBITDAR	4.581	6.304	6.704	5.352	3.255
Leasing af fly	2.689	3.133	3.526	2.578	2.282
EBITDA	1.892	3.171	3.178	2.774	973
Afskrivninger	2.846	2.412	1.964	1.478	1.591
Resultat af primær drift (EBIT)	(954)	759	1.214	1.296	(618)
Overskud, associerede virksomheder	157	134	59	9	(147)
Salg af aktier i datterselskaber og affilierede selskaber	5	480	-	-	-
Indkomst fra andre aktiviteter	-	-	4.576	(130)	(5.305)
Ikke resultatførte driftsposter (DIRTY SURPLUS)	1.351	(686)	(433)	125	(2.146)
Resultat af drift (EBIT inkl. special items)	559	687	5.416	1.300	(8.216)
Skat på EBIT fra primær drift	243	296	(771)	382	1.368
Skat på EBIT fra sekundær drift	2	134	1.144	(33)	(1.326)
NOPLAT	315	257	5.043	951	(8.258)
NOPLAT fra primær drift	(1.197)	463	1.985	914	(1.986)
Andre finansielle indtægter	1	50	(47)	5	-
Ikke resultatførte finansielle poster (DIRTY SURPLUS)	-	-	-	-	-
Finansielle indtægter	357	534	488	787	654
Finansielle udgifter	1.399	1.539	1.422	1.045	933
Netto renteomkostninger før skat	1.041	955	981	253	279
Skatteskjold	312	267	245	63	70
Netto renteomkostninger efter skat	729	688	736	190	209
Totalindkomst før minoritetsinteresser	(414)	(431)	4.307	761	(8.467)
Minoritetsinteresser	(5)	81	118	(1)	(57)
Totalindkomst	(409)	(512)	4.189	762	(8.410)

* Tallene er taget fra årsregnskabet for 2005, da regnskabsprincipperne gældende for årsregnskabet 2004 var anderledes.

Kilde: Egen fabrikation baseret på årsregnskaber.

Med reformuleringen afsluttet er det nu muligt at foretage selve regnskabsanalysen.

4.3 Egenkapitalens forrentning

Såfremt der foretages en regnskabsanalyse af virksomheder med 100 % egenkapital, ville egenkapitalens forrentning og afkastningsgraden være ens. SAS er derimod delvist finansieret af fremmedkapital, hvorfor det er interessant at starte analysen med at se på forrentningen af egenkapitalen, der er et vægtet afkast fra drifts- og finansieringsaktiviteterne. Måden hvorpå egenkapitalens forrentning bliver beregnet, fremgår af nedenstående formel:

$$EKF = AG + (FGEAR * (AG - r))$$

Hvor:

- EKF = Egenkapitalens forrentning
- AG = Afkastningsgraden
- FGEAR = Den finansielle gearing = $\frac{\text{Netto finansielle forpligtelser}}{\text{Egenkapital}}$
- r = Netto renteomkostninger i % (renten på fremmedkapitalen)

Egenkapitalens forrentning fremgår nedenfor af tabel 4-1, hvor SPREAD er forskellen på afkastningsgraden og renten på fremmedkapitalen. Generelt kan man sige, at så længe afkastningsgraden er større end renten på fremmedkapital (positivt SPREAD), vil det gælde, at jo højere gearing des bedre forrentning af egenkapitalen, da man opnår et merafkast på fremmedkapitalen.

Tabel 4-1: Illustrerer egenkapitalens forrentning for SAS i perioden 2004-2008

Egenkapitalforrentning					
År	2004	2005	2006	2007	2008
AG	0,96%	1,41%	6,79%	4,00%	-9,20%
FGEAR	1,97	1,84	1,05	0,36	0,67
SPREAD	-2,38%	-1,82%	1,88%	0,88%	-11,61%
EKF	-3,75%	-1,94%	8,77%	4,32%	-17,00%

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Af tabel 4-1 fremgår det, at egenkapitalens forrentning først bliver positiv i 2006, hvor den topper med 8,77 %. Niveauet for egenkapitalens forrentning skal ses i forhold til ejernes afkastkrav. Det skyldes, at der ved opførelse af egenkapitalforrentningen er taget højde for omkostninger til fremmedkapitalen. Ved at fratrække ejernes afkastkrav fra egenkapitalforrentning er det samtidig muligt at beregne merafkastet for ejerne (risidualindkomsten), jf. (Plenborg; 2007). Da afkastkravet til egenkapitalen er 9,4 %, jf. afsnit 5.2.2, har SAS ikke været en fornuftig investering i analyseperioden. En ting er, at

SAS ikke formår at tjene penge i dårlige tider, hvad værre er, at de ikke opnår en større forrentning i gode tider.

Afkastningsgraden dekomponeres nedenfor for at finde årsagen til den manglende forrentning af egenkapitalen, mens den finansielle gearing vil blive dekomponeret i afsnit 4.7.

4.4 Afkastningsgrad

Afkastningsgraden (benævnes også return on invested capital, ROIC) er det overordnede rentabilitetsmål for driften. Nøgletallet udtrykker forrentningen af den investerede kapital i procent og bør sammenlignes med afkast fra alternative investeringer med samme risiko jf. (Plenborg; 2007). Afkastningsgraden beregnes som følger:

$$AG = \frac{DO}{NDA} * 100$$

Hvor:

- AG = Afkastningsgrad
- DO = Driftsoverskuddet (resultat af primær drift efter skat)
- NDA = Netto drifts aktiver (investeret kapital)

Af tabel 4-2 fremgår det, at AG igennem analyseperioden har udviklet sig positivt fra 2004 til 2006. Markedet begynder at vende i løbet af 2007, hvilket afkastningsgraden bærer præg af. År 2008 bliver et helt igennem elendigt år for SAS, der resulterer i en kraftigt reduceret afkastningsgrad.

Tabel 4-2: Illustrerer afkastningsgraden for SAS i perioden 2004-2008

Afkastningsgrad					
År	2004	2005	2006	2007	2008
DO	315	463	1.985	914	(1.986)
NDA	32.846	32.877	29.222	22.851	21.598
AG	0,96%	1,41%	6,79%	4,00%	-9,20%

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Afkastningsgraden kan sammenholdes med kapitalomkostningerne (WACC). Som det fremgår af afsnit 5.2.2, er WACC beregnet til 7,4 %. Dvs. at selv ikke i det bedste år i analyseperioden, er det lykkedes SAS at opnå en indtjening, der er større end omkostningerne til kapitalen, hvilket ikke kun er et problem for SAS, men for industrien som helhed, jf. figur 3-11. For at få en endnu dybere forståelse

af, hvordan SAS udnytter sine ressourcer, dekomponeres afkastningsgraden til hhv. overskudsgrad og aktivernes omsætningshastighed.

4.5 Overskudsgrad

Overskudsgraden benævnes af og til driftsmarginal eller profitmargin. Overskudsgraden beskriver indtægts-/omkostningsforholdet og udtrykker driftsresultatet per omsat krone i procent jf. (Plenborg; 2007). Alt andet lige er det attraktivt med en høj overskudsgrad. Overskudsgraden beregnes som følger:

$$OG = \frac{DO}{Omsætning} * 100$$

Hvor:

- OG = Overskudsgrad
- DO = Driftsoverskuddet (resultat af primær drift efter skat)

Af tabel 4.3 fremgår dekomponeringen af overskudsgraden. Samme tendens som vi så ved afkastningsgraden gør sig gældende her med en generelt lav overskudsgrad, der topper med 3,27 % i 2006.

Tabel 4-3: Illustrerer overskudsgraden for SAS i perioden 2004-2008

Overskudsgrad					
År	2004	2005	2006	2007	2008
DO	(1.197)	463	1.985	914	(1.986)
Omsætning	58.093	61.887	60.777	52.251	53.195
OG	-2,06%	0,75%	3,27%	1,75%	-3,73%

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Generelt følges fald og stigninger i omsætningen med fald og stigninger i driftsoverskuddet. For yderligere detaljer se commonsize analyse og trendanalyse, der fremgår af bilag 3.

4.6 Aktivernes omsætningshastighed

Aktivernes omsætningshastighed fortæller noget om omsætningshastigheden for den investerede kapital. Omsætningshastigheden udtrykker en virksomheds evne til at tilpasse investeret kapital til et givet niveau for omsætningen jf. (Plenborg; 2007). Alt andet lige er det attraktivt at have en høj omsætningshastighed for investeret kapital.

Aktivernes omsætningshastighed beregnes som følger:

$$AOH = \frac{Omsætning}{NDA} * 100$$

Hvor:

- AOH = Aktivernes omsætningshastighed
- NDA = Netto drifts aktiver (Investeret kapital)

Af tabel 4-4 fremgår dekomponeringen af aktivernes omsætningshastighed.

Tabel 4-4: Illustrerer aktivernes omsætningshastighed for SAS i perioden 2004-2008

Omsætningshastighed					
År	2004	2005	2006	2007	2008
Omsætning	58.093	61.887	60.777	52.251	53.195
NDA	32.846	32.877	29.222	22.851	21.598
AOH	1,8	1,9	2,1	2,3	2,5

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Fra 2004 til 2008 stiger omsætningshastigheden med ca. 39 %. En stigning i aktivernes omsætningshastighed viser en positiv udvikling i virksomhedens evne til at bruge aktiverne til at generere omsætning. Denne udvikling er imidlertid også det, der er med til at forstærke den uheldige udvikling i 2008, hvor afkastningsgraden bliver - 9,20 %. Sagt på en anden måde, en stigning i omsætningshastigheden er en positiv ting, så længe overskudsgraden er positiv, hvilket desværre ikke var tilfældet for SAS i 2008. For yderligere detaljer se commonsize analyse og trend analyse, der fremgår af bilag 4.

4.7 Finansiell gearing

Indtil nu har fokus været på driften af virksomheden og virksomhedens evne til at skabe værdi. I den sidste del af regnskabsanalysen fokuserer jeg på, hvordan virksomheden er finansieret. Den finansielle gearing (FGEAR) er et nøgletal, der fortæller, hvordan finansieringen af aktiverne er sammensat, dvs. hvor meget der er finansieret via hhv. gæld og egenkapital. Jo større finansiell gearing des højere grad er aktiverne finansieret via fremmedfinansiering. Af tabel 4-5 fremgår det, at den finansielle gearing har været stødt faldende siden 2004, hvor den var 1,97, til i år 2008, hvor den var 0,67. Dette svarer til et fald på ca. 66 %, hvilket vil sige, at SAS har nedbragt den finansielle gearing i et betydeligt omfang.

Dette skyldes en reduktion i netto finansielle forpligtelser på ca. 60 % fra 2004-2008 med en stabil egenkapital, jf. tabel 4-5.

Tabel 4-5: Finansiell gearing og spread

Finansiell gearing og spread					
År	2004	2005	2006	2007	2008
NFF	21.802	21.315	14.988	6.082	8.683
EK	11.036	11.270	13.935	16.748	12.906
MIN	8	293	300	21	10
FGEAR	1,97	1,84	1,05	0,36	0,67

År	2004	2005	2006	2007	2008
NFO	729	688	736	190	209
NFF	21.802	21.315	14.988	6.082	8.683
r	3,34%	3,23%	4,91%	3,12%	2,41%

SPREAD	-2,38%	-1,82%	1,88%	0,88%	-11,61%
---------------	---------------	---------------	--------------	--------------	----------------

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

En anden faktor, som den finansielle gearing skal analyseres ud fra, er spredningen (SPREAD'et) mellem AG og "r". "r" er udtryk for den gennemsnitlige rente på den rentebærende gæld og beregnes ud fra de netto finansielle omkostninger som en andel af den rentebærende gæld.

Spread'et har været stigende fra 2004-2006, hvilket er yderst positivt. Desværre er det reduceret markant fra 2006-2008, hvor 2008 viser, at SAS er i en håbløs finansiell situation, hvor der tapes ca. 11 % på alt fremmedkapital.

Til at måle en virksomheds evne til at møde de kortsigtede forpligtelser på, benyttes EBITDAR (earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, and rental expenses) holdt op imod rentekomkostningerne og lejeudgifterne. Dette tal fortæller noget om virksomhedens evne til at møde dens kendte fremtidige forpligtelser, inklusiv effekten fra operationel leasing (Koller et.al; 2005) jf. tabel 4-6.

Tabel 4-6: Dækning

Følsomhed i forhold til dækning					
År	2004	2005	2006	2007	2008
EBITDAR	4.581	6.304	6.704	5.352	3.255
Renteomkostninger	1.041	955	981	253	279
Leje omkostninger(leasing)	2.689	3.133	3.526	2.578	2.282
EBITDAR/renter+leje	1,2	1,5	1,5	1,9	1,3

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Dvs. SAS er tæt på ikke at kunne dække sine kortsigtede forpligtelser.

4.8 Sammenfatning - regnskabsanalyse

SAS har ikke været en god investering for ejerne i analyseperioden fra år 2004-2008. Selv i 2006, hvor SAS toppede med en forretning af egenkapitalen på 8,77 %, nåede SAS ikke afkastkravet til egenkapitalen på 9,4 % p.a. Det samme udviklingsmønster gør sig gældende for afkastningsgraden, der ligeledes toppede i 2006 med et afkast på 6,79 %. Afkastningsgraden skal holdes op mod en WACC på 7,4 %. Dvs. at selv det år i analyseperioden hvor SAS har haft den bedste indtjeningsmargin, har SAS destrueret værdi. Overskudsgraden følger samme mønster, mens aktivernes omsætningshastighed er blevet forbedret fra 1,8 i 2004 til 2,5 i 2008, hvilket er et skridt i den rigtige retning.

Rent risikomæssigt og dækningsmæssigt er SAS ikke videre stabil. EBITDAR set i forhold til de kortsigtede forpligtelser dækker kun med en faktor 1,3 i 2008.

5 Værdisætning

På baggrund af strategi- og regnskabsanalysen vil udviklingen i de finansielle value drivers blive forecastet. Resultatet vil være et proforma cash flow estimat, på baggrund af hvilket værdiansættelsen af SAS vil blive foretaget ved brug af den indirekte cashflow model kaldet DCF-modellen. Herefter vil værdiens følsomhed over for markedsforhold og SAS' performance blive evalueret.

5.1 *Forecasting af value drivers*

Cash flowet bestemmes af en række handlinger og beslutninger, som virksomheden træffer, såvel som af de muligheder, som samfundet, teknologien mv. giver. En model til estimering af virksomhedens værdi vil derfor ofte være en forsimples af virkeligheden, jf. (Christensen og Pedersen; 2003). Denne forsimples kommer til udtryk ved, at værdifastsættelsen foretages på baggrund af nogle udvalgte parametre, der vil blive refereret til som value drivers. Ideen med value drivers er, at ramme hvad der skaber værdi for SAS.

Følgende drivere skal estimeres:

- Salgsvækst
- EBIT- margen
- Rente, før skat
- Effektiv skat
- Afskrivning på anlægsaktiver som % af total mængde anlægsaktiver
- Anlægsaktiver som % af salg
- Varebeholdning som % af salg
- Tilgodehavender som % af salg
- Driftslikviditet som % af salg
- Ikke rentebærende gæld som % af salg
- Rentebærende gæld som % af total mængde driftsaktiver

Baseret på information fra strategianalysen og regnskabsanalysen foretages en selvstændig analyse af de to parametre: salgsvækst, EBIT- margen.

Salgsvækst

Grundet den økonomiske krise vil SAS' vækstrate være faldende de næste par år. Dertil kommer, at den nye Core SAS strategi vil have en negativ effekt på væksten ved forventet fuld implementering i år 2010. Nedenfor beskrives først omsætningsudviklingen forecastet på baggrund af strategianalysen, efterfulgt af implikationerne fra Core SAS.

Baseret på strategianalysen forventes SAS at have en omsætningstilbagegang på 17 % i 2009, en yderligere omsætningstilbagegang i 2010 på 5 %, hvorefter markedet forventes at vende ifølge IATA. I 2011 forventes SAS at have en markedsvækst på 10 %, og i 2012 en markedsvækst på 15 %, så omsætningen i 2012 forventes tilbage på 2008 niveau. Herfra forventes væksten langsomt at indfinde sig på et naturligt leje, med en vækst på 8 % i 2013, og 4 % i 2014, før den ender på de 3,8 % i 2015-2016. Terminalværdien forventes at ligge på 3,5 % p.a.

Derudover forventes SAS at have et yderligere fald i omsætningen på ca. 24 % som følge af implementeringen af den nye Core SAS strategi i 2010 jf. (Årsrapport fra 2008). Dvs. den samlede omsætningstilbagegang i 2010 bliver 29 %.

EBIT- margin

SAS har gennem de seneste fem år haft en gennemsnitlig EBIT-margin på 1,1 %. Med den laveste margin på 1,6 % i 2004 og den højeste margin på 2,5 % i 2007. Fra strategianalysen ved vi imidlertid, at den nuværende krise på mange måder minder om krisen i 2001, hvorfor det er interessant at se på SAS' EBIT margin helt tilbage fra 1999, jf. tabel 5-1.

Tabel 5-1: Historisk EBIT- margin

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
3,7%	4,3%	-2,0%	0,4%	-2,7%	-1,6%	1,2%	2,0%	2,5%	-1,2%

Kilde: Egen beregning på baggrund af SAS' årsregnskaber

Fra strategianalysen ved vi, at:

- Olieprisen forventes at falde med 59 % fra 2008-2009 for derefter at stige med 25 % fra 2009-2010. Det vil for SAS' vedkommende sige, at der i 2009 kan ske en reduktion i de totale omkostninger på ca. 20 %, og i 2010 en stigning på ca. 9 % (i forhold til 2009).
- SAS har haft særligt fokus på at sikre fordelagtige aftaler med fagforeninger i 2008, hvor det er lykkedes at sikre en fremtidig årlig besparelse på 1.300 MSEK. Hvilket svarer til en reduktion i de samlede omkostninger på ca. 1,3 %.

Alt andet lige burde dette betyde en faldende omkostningsprocent og dermed en højere EBIT- margin. Desværre fører den økonomiske afmatning ikke blot til faldende oliepriser men også til faldende load faktor (den andel af flysæde kilometre der er besat). Dvs. der er ligeledes en mindre kapacitetsudnyttelse.

Tages den historiske EBIT- margin i perioden efter krisen i 2001 med i betragtningen, estimeres det, at EBIT- margin vil falde til -2,5 % i 2009, hvorefter den hurtigt vil rette sig op til 2 % i 2010 takket være implementeringen af CORE SAS. I 2011 forventes EBIT- margin at blive 3 %, og i 2012 forventes EBIT- margin at blive 4 %, hvor den vil holde sig et par år for dernæst at falde jævnt og i 2016 lægge sig på 2,5 %. EBIT- margin for terminalværdien, vil blive sat til 2 %, da intet tyder på mindre konkurrence i industrien i fremtiden, hvorfor der ikke er nogen argumenter for, at SAS skulle være i stand til at øge deres EBIT margin på lang sigt.

Udvikling i resterende parametre – baseret på regnskabsanalysen:

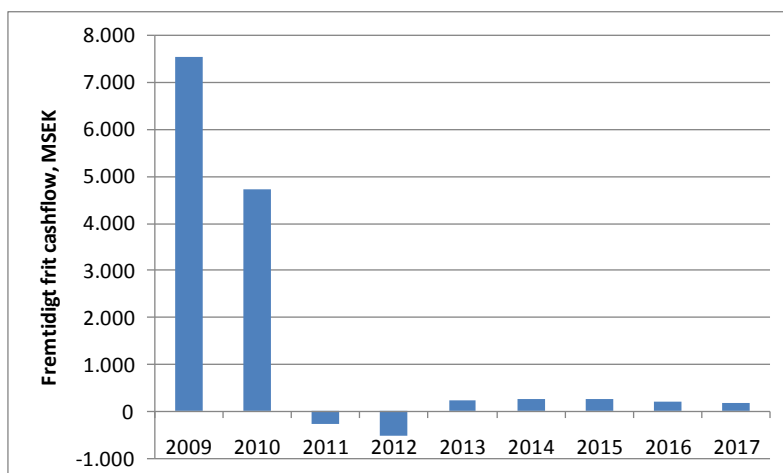
- Rente niveauet antages at være 7 % som beskrevet senere i afsnit 5.2.2 når WACC beregnes
- Virksomhedsskatten er sat til 25 %
- Afskrivning på anlægsaktiver som % af total mængde anlægsaktiver er sat til 6 %
- Anlægsaktiver som % af salg er sat til 50 %
- Varebeholdning som % af salg er sat til 1,7 %
- Tilgodehavender som % af salg er sat til 14 %
- Driftslikviditet som % af salg er sat til 2,5 %
- Ikke rentebærende gæld som % af salg er sat til 35 %
- Rentebærende gæld som % af total mængde driftsaktiver er sat til 22 %

Alle forecast antagelserne fremgår af bilag 5

5.1 Fremstilling af forventet cashflow

Med udgangspunkt i de estimerede value drivers, er der udarbejdet en forecastet resultatopgørelse og balance, der fremgår af bilag 6 og 7, samt en forecastet pengestrømsopgørelse som fremgår af bilag 8. Forecastene dækker perioden for årene 2009-2017. Det frie cash flow til virksomheden for perioden fremgår nedenfor, jf. figur 5-1

Figur 5-1: Forventet frit cashflow til virksomheden 2009-2017



Kilde: Egen fabrikation

Det frie cashflow er ekstraordinært stort de første to år. Det skyldes, at vi antager, at SAS vil være i stand til at reducere mængden af anlægsaktiver efterhånden som omsætningen falder. Salg af driftsaktiver skaber en stor mængde cash flow, og da indtjeningsmargin i 2009 er negativ, betyder et fald i omsætningen blot, at driften bidrager med et mindre negativt resultat. I 2010 falder omsætningen drastisk grundet implementeringen af Core SAS, hvilket igen giver et frit cash flow under antagelse af, at det er muligt at frasælge en del af anlægsaktiverne. Fra 2011 og forventes vækst i markedet. Grundet den forventede lave EBIT- margin skaber det imidlertid ikke noget nævneværdigt cash flow til virksomheden.

5.2 Værdiansættelse baseret på DCF-metoden

Værdiansættelsen vil blive baseret på ovenstående estimerede frie cash flow. Efter en kort gennemgang af valget af værdiansættelsesmetode, vil kapitalomkostningerne (WACC) blive estimeret på baggrund af afkastkravet for hhv. fremmed- og egenkapitalen, såvel som SAS' risikoprofil. Dernæst vil værdiansættelsen af SAS blive foretaget ud fra et basis scenarie. Senere foretages en følsomhedsanalyse på de vigtigste antagelser bag værdiansættelsen.

5.2.1 Valg af værdiansættelsesmodel

Værdiansættelsesmodellerne klassificeres efter, om de benyttes til værdiansættelse af egenkapitalen eller virksomheden. De direkte værdiansættelsesmodeller fokuserer på at værdisætte egenkapitalen direkte. De indirekte værdiansættelsesmodeller fokuserer på at værdisætte hele virksomheden for dernæst at fratrække værdien af långivernes fordringer for at komme frem til egenkapitalværdien. De fleste analytikere foretrækker den indirekte model, fordi den fokuserer på driftsaktiviteten som eneste

value driver (Elling og Sørensen, 2005). I følgende værdiansættelse benyttes den indirekte cashflow model kaldet DCF-modellen.

5.2.2 Beregning af kapitalomkostninger (WACC)

SAS' kapitalomkostninger bestemmes som et vægtet gennemsnit af egenkapitalomkostningerne og fremmedkapitalomkostningerne givet ved:

$$WACC = k_g \cdot \frac{V_0^{NFF}}{V_0^E + V_0^{NFF}} \cdot (1 - t) + k_e \cdot \frac{V_0^E}{V_0^E + V_0^{NFF}}$$

Hvor:

- WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
- K_g = Finansielle omkostninger (fremmedkapitalens afkastningskrav) før skat
- K_e = Ejernes afkastkrav (renteomkostningerne forbundet med egenkapitalen)
- V_0^{NFF} = Markedsværdi af nettofinansielle forpligtelser (rentebærende gæld)
- V_0^E = Markedsværdi af egenkapitalen
- t = Virksomhedens skattesats

Baseret på nedenstående estimering af omkostninger forbundet med fremmedkapitalen og egenkapitalen beregnes WACC til 7,4 % p.a., jf. bilag 9.

Til sammenligning har Lufthansa opgivet en WACC på 7,9 % jf. deres seneste årsrapport.

Fremmedkapitalomkostninger:

Fremmedkapitalomkostningerne eller lånerenten bør i princippet baseres på den løbende markedsrente. Det vil sige på den rente virksomheden kan låne til i dag. Afkastkravet til fremmedkapitalen kan estimeres på følgende tre måder:

- Risikofri rente plus virksomhedsspecifikt risikotillæg
- Lånerenten som listet i virksomhedens årsrapport
- Lånerenten baseret på et gennemsnit af den effektive rente (NFO) på eksisterende gæld (NFF)

Afkastkravet med fokus på risikotillæg kan estimeres som:

$$k_g = (r_f + r_s)$$

Hvor:

- k_g = Finansielle omkostninger (fremmedkapitalens afkastningskrav) før skat
- r_f = Risikofri rente
- r_s = Selskabsspecifikt risikotillæg

Ifølge årsrapporten for 2008 har SAS en credit rating B hos Standard & Poors. Dette svarer til et risikotillæg på 3,67 %, jf. (Plenborg; 2007), hvilket giver et afkastkrav til fremmedkapitalen på 7,67 %

Lånerenten baseret på et gennemsnit af den effektive rente på eksisterende gæld for de sidste 5 år giver en lånerente på 6,4 % p.a.

På den baggrund antages det forventede afkastkrav til fremmedkapitalen at være på 7,0 %.

Egenkapitalomkostninger:

Værdien af egenkapitalen beregnes ved at diskontere pengestrømme, som tilfalder ejerne med egenkapitalomkostningerne, k_e , der svarer til ejernes afkastkrav ved en alternativ investering til samme risiko. Egenkapitalomkostningerne bestemmes via CAPM modellens "Security Market Line". Ved anvendelse af CAPM modellen sikres, at diskonteringsfaktoren afspejler den til cashflowet hørende risiko, jf. (Christensen og Pedersen; 2003). Egenkapitalomkostningen (k_e) beregnes som følger:

$$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Hvor:

- k_e = Ejernes afkastkrav
- r_f = Risikofri rente
- β = Beta (systematisk risiko)
- r_m = Forventet afkast for markedet

Baseret på nedenstående estimering af den risikofrie rente, systematiske risiko og forventet afkast på markedsporteføljen bliver egenkapitalomkostningerne 9,4 % p.a.

Estimering af den risikofrie rente:

Teoretisk set er den risikofrie rente lig med renten på nul-kuponobligationer, hvor der ikke er nogen konkurs- eller reinvesteringsrisiko. I praksis anbefales det at anvende den effektive rente for den toneangivende 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente jf. (Elling og Sørensen, 2005)

En approksimation til den risikofrie rente er:

- en 9-årig statsobligation på 3,61 % (4 % Danske Stat St. Lån 2017, kurs 102,8), jf. (www.omxnordicexchange.com)
- en 16-årig statsobligation på 4,14 % (7 % Danske Stat St. Lån 2024, kurs 132,0), jf. (www.omxnordicexchange.com)
- en 31-årig statsobligation på 4,18 % (4,5 % Danske Stat St. Lån 2039, kurs 105,5), jf. (www.omxnordicexchange.com)

Det antages herefter, at den risiko frie rente er 4,0 %.

Estimering af systematisk risiko – Beta

For alle aktier gælder, at jo større risiko – målt ved beta - des større tilsvarende risikopræmie. Det vil alt andet lige sige, at det forventede afkast for en risikofyldt aktie er større end den forventede afkast for en mindre risikobehæftet aktie.

Tabel 5-2: Tolkning af Beta

$\beta = 0$	Risikofri investering
$0 < \beta < 1$	Investering med mindre risiko end markedsporteføljen
$\beta = 1$	Risiko som markedsporteføljen
$\beta > 1$	Investering med større risiko end markedsporteføljen

Kilde: Egen beregning baseret på figur i Elling og Sørensen, 2005.

Der er flere forskellige metoder til estimering af beta. Beta kan enten estimeres ved hjælp af en regressionsanalyse mellem den historiske samvariation mellem den enkelte akties afkast og afkastet på aktiemarkedet ved hjælp af commonsense metode, der består i en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko, eller ved at forudsige beta ud fra fundamentale faktorer. Uanset hvilken model der bruges, vil den være behæftet med en stor usikkerhed, hvorfor det antages at beta værdien beregnet af Reuters, Euroinvestor og SAS selv vil være et godt estimat:

- Beta for SAS angives af Reuters til 1,4 jf. (www.reuters.com)
- Beta for SAS angives af Euroinvestor til 1,35 jf. (www.euroinvestor.dk)
- Beta for SAS opgivet af SAS til 1,33, målt i forhold til FTSE World Market Index

På den baggrund antages den forventede risiko at afspejle en betaværdi på 1,36.

Estimering af afkast for markedsporteføljen:

Afkastet for markedsporteføljen estimeres for at kunne beregne risikopræmien. Risikopræmien er det tillæg, som investorerne kræver for at investere i aktier relativt til at investere i risikofri aktiver som statsobligationer (Elling og Sørensen; 2005).

Nedenfor fremstår fire bud på en approksimation til afkastet på markedsporteføljen:

- Den forventede forrentning af en markedsportefølje bestående af danske aktier kan sættes til 8,20 %, jf. (Christensen og Pedersen; 2003).
- I følge (Koller; 2005) bliver market risk premium estimeret til mellem 3,5 % og 5 %. Kombineret med at den risikofrie rente er 4,0 % giver det en forrentning af markedsporteføljen på mellem 7,5 % til 9,0 %.
- Den skønnede risikopræmie blandt investorer er 4 % jf. (Elling og Sørensen; 2005) svarende til et afkast for markedsporteføljen på 8 %.
- Risikopræmien estimeret ud fra historiske data fra 1925-1997 giver en historisk risikopræmie på det danske marked på ca. 3 %, jf. (Elling og Sørensen; 2005), svarende til et afkast for markedsporteføljen på 7 %.

På ovenstående baggrund antages det, at den forventede risikopræmie er 4 %, og den forventede forrentning af markedsporteføljen bliver dermed 8,0 % p.a.

Fastlæggelse af kapitalstruktur:

Der skal benyttes markedsværdier for egenkapitalen og nettogælden ved fastlæggelse af kapitalstrukturen (Elling og Sørensen; 2005). Dette er imidlertid et problem, idet vi endnu ikke har kendskab til markedsværdierne, da estimeringen af markedsværdierne jo netop er formålet med hele værdiansættelsen. Denne cirkel problematik kan løses på tre måder:

1. Ved at estimere WACC ud fra den nuværende kapitalstruktur, hvor markedsværdien af egenkapital antages at være lig med balanceværdien.

2. Ved at estimere WACC ud fra nuværende kapitalstruktur, men hvor WACC genberegnes ud fra den fundne markedsværdi af egenkapitalen, hvorefter egenkapitalværdien genberegnes, hvorefter WACC genberegnes og så fremdeles. Dette gøres indtil både WACC og værdien af egenkapitalen ligger fast.
3. Ved at skønne over en langsigtet (target) kapital struktur for virksomheden.

Til værdiansættelsen af SAS benyttes metode 3, da opdragsgiver på analysen har oplyst, at targetstrukturen vil være en gearing på 1, dvs. 50 % fremmedkapital og 50 % egenkapital.

5.2.3 Værdiansættelse

DCF metoden er blevet udbredt, bl.a. fordi den er særdeles fleksibel med hensyn til hvilke parametre der inddrages eller udelades. Værdien af egenkapitalen er givet ved:

$$V_0^E = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC-g)*(1+WACC)^T} - NFF_0$$

Hvor:

- V_0^E = Egenkapitalværdien
- FCFF = Frit cash flow til virksomheden
- WACC = Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger
- g = Langsigtet vækstrate
- NFF_0 = Netto finansielle forpligtelser

DCF-model beregningerne giver en estimeret egenkapitalværdi af SAS på -653 MSEK, hvilket giver en pris pr. aktie på -3,97 SEK, jf. bilag 10.

I basisscenariet kommer 81 % af værdien fra budgetperioden og kun 19 % af værdien fra terminal perioden, hvilket er en smule atypisk. Ofte ses nemlig, at op mod 75-80 % af værdien kommer fra terminalperioden. Årsagen er, at SAS' indtjening er så dårlig på lang sigt. Dertil kommer, at det cashflow SAS formår at generer til virksomheden i 2009 og 2010, alene baserer sig på frasalgt af anlægsaktiver i nedgangsperioden.

5.3 Følsomhedsanalyse

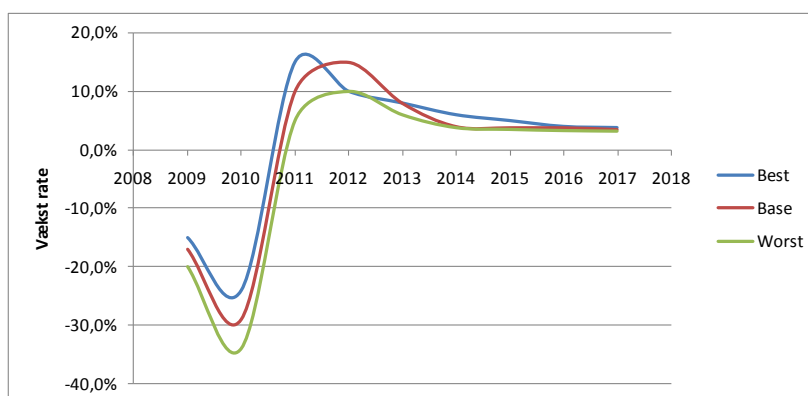
Der er gjort en række antagelser undervejs i beregningerne. For at kompensere for disse usikkerheder laves en følsomhedsanalyse, der vurderer usikkerhederne på de mest kritiske forudsætninger. Analysen bruges til at give det bedste bud på en mulig variation i værdiansættelsen.

De tre vigtigste antagelser bag værdiansættelsen er vækstraten, EBIT- margin og WACC. For hver af de tre drivere er der opstillet ét positivt og ét negativt scenarie, som vil ligge til grund for følsomhedsanalysen, jf. bilag 11.

Følsomheden over for variation i vækstraten:

Først analyseres følsomheden overfor vækstraten, hvor alle andre antagelser forbliver som basisscenariet. Der er lavet et positivt og et negativt scenarie. Det positive scenarie antager, at den økonomiske krise allerede vender tidligt i 2010, så omsætningen (hvis vi ser bort fra Core SAS) kan fastholdes. Dertil kommer at det positive scenarie har en vækst i terminalværdien på 3,8 % i stedet for 3,5 %. Det negative scenarie antager, at 2010 bliver hårdere end forventet, og SAS får reduceret omsætningen med 5 % i forhold til basis scenariet, fordi SAS vil tabe markedsandele. Desuden forventes væksten i terminalværdien at være 3,2 % i stedet for 3,5 %. Den forecastede vækst rate for de tre scenarier fremgår af figur 5-3.

Figur 5-3: Forecastet vækst rate – tre scenarier



Kilde: Egen fabrikation.

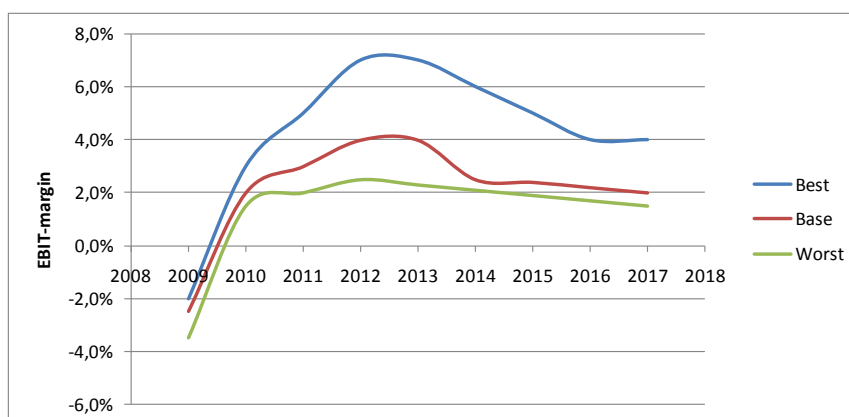
Hvis det optimistiske vækstscenarie bliver lagt til grund for beregningen, vil værdien af egenkapitalen falde til -2.024 MSEK, og prisen per aktie vil falde til -12,30 SEK. Hvis det pessimistiske vækstscenarie bliver lagt til grund, vil værdien af egenkapitalen stige til 943 MSEK, og prisen per aktie vil stige til 5,47 SEK. Dvs. med den forventede indtjeningsmargin taber SAS penge, hvis de øger omsætningen,

dvs. at det skaber mere værdi for aktionærerne, hvis SAS reducerer omsætningen, antaget de kan sælge anlægningsaktiverne.

Følsomheden over for variation i EBIT-margen:

Dernæst analyseres følsomheden over for EBIT-margenen, hvor alle andre antagelser forbliver som basis scenariet. Der er lavet et positivt og et negativt scenarie. Det positive scenarie antager at Core SAS for held med at øge EBIT margen til rekord højre 7 % i 2012, hvor basis scenariet topper på 4 %. Lige som det har en EBIT-margin i terminalværdien på 4,0 % i stedet for 2,0 %. Det negative scenarie antager, at den nye tilpasning med Core SAS gør, at SAS kan nå den samme indtjeningsmargen som blev opnået i 2007 igen i 2012, men aldrig kommer højere. Desuden forventes EBIT-margin i terminalværdien at være 1,5 % i stedet for 2,0 %. Den forecastede EBIT-margin for de tre scenarier fremgår af figur 5-4.

Figur 5-4: Forecastet EBIT-margin – tre scenarier



Kilde: Egen fabrikation.

Hvis det optimistiske scenarie for EBIT-margenen lægges til grund, vil værdien af egenkapitalen stige til 13.347 MSEK, og prisen per aktie vil stige til 81,14 SEK. Hvis det pessimistiske scenarie for EBIT-margenen lægges til grund, vil værdien falde til -4.835 MSEK, og prisen per aktie være -29,39 SEK.

Følsomheden over for variation i WACC:

WACC antages at være 7,4 % i vores basisscenarie. For at kunne lave en følsomhedsanalyse på WACC, udarbejdes en følsomhedsanalyse på β og r_f , der er to vigtige komponenter i forbindelse med bestemmelsen af WACC, hvor alle andre antagelser forbliver som basisscenariet, jf. tabel 5-5.

Tabel 5-5: Følsomhedsanalyse på β og r_f

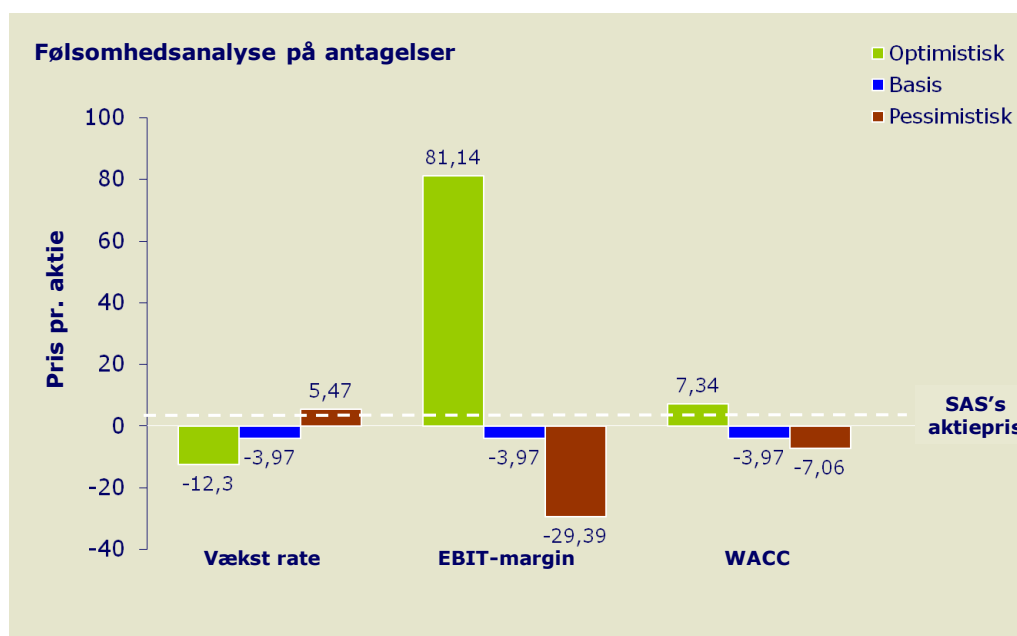
		β						
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
r_f	2,5%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%
	3,0%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,4%	7,6%
	3,5%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%
	4,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%
	4,5%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,3%
	5,0%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%
	5,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%
	6,0%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%

Kilde: Egen fabrikation

For at analysere følsomheden overfor variation i WACC ønskes værdien af SAS beregnet med en WACC på henholdsvis 6,1 % og 7,7 %, jf. tabel 5-3. Da vi ved, at Lufthansa estimerer deres WACC i seneste årsrapport til 7,9 %, udvides følsomhedsanalysen til at dække WACC lig 7,9 %.

Hvis WACC falder til 6,1 %, vil egenkapitalværdien stige til 1.208 MSEK, og prisen per aktie vil stige til 7,34 SEK. Hvis WACC stiger til 7,9 % vil egenkapitalværdien falde til -1.162 MSEK, og prisen per aktie vil falde til -7,06 SEK, jf. figur 5-6.

Figur 5-6: Følsomhedsanalyse på antagelser vedr. vækstrate, EBIT- margin og WACC



Kilde: Egen fabrikation

Følsomheden på EBIT- margin er den parameter, der giver de klart største udsving i værdiansættelsen af SAS. Hvis det antages, at vækstraten forbliver som i basisscenariet, og SAS' ledelse har 10 % sandsynlighed for at sikre, at der opnås en indtjeningsmargin svarende til det positive EBIT-scenarier, vil en vægtet aktiekurs mellem basisscenariet og det positive EBIT scenarier kunne beregnes som følger:

$$\text{Estimeret aktiepris} = (10 \% * 81,14) + (90 \% * -3,97) = 8,114 + (-3,573) = 4,54 \text{ SEK}$$

Prisen for én SAS aktie er 4,15 SEK (per.14.april 2009)

5.4 Verificering ved hjælp af multiple

En enkel teknik, som mange aktieanalytikere anvender til at søge efter overvurderede, undervurderede eller fair prissatte aktier, er brugen af prismultiple. Prismultiple er nøgletal, som er relativt enkle at beregne og kommunikere til andre. De består i, at markedsprisen (P) på en aktie sættes i forhold til værdien af det, man køber målt ved værdiindikatorer som overskud (E) og egenkapital (B) opgjort pr. aktie. Hvis den aktuelle P/E og P/B er lavere end normtallet for det valgte prismultiple, taler dette umiddelbart for, at aktien er undervurderet og et potentielt købs emne jf. (Elling og Sørensen, 2005). Nedenfor gennemgås de to multiple P/E og P/B, hvorefter SAS' værdi estimeres baseret på multiple.

P/E værdi:

P/E- multiplen beregnes som følger:

$$P/E = \frac{\text{Pris pr. aktie}}{\text{EPS}}$$

Hvor:

- P/E = Price/Earnings
- Pris pr. aktie = Noteret børskurs på vurderingstidspunktet
- EPS = Earnings per share (resultat pr. aktie)

EPS er resultatet efter skat og minoriteter pr. aktie. EPS kan enten findes ud fra sidste periodes regnskab, eller som den estimerede indtjening pr. aktie for den fremtidige periode.

P/E kan fortolkes på tre måder

- Prisen investor skal give for én krone af virksomhedens overskud
- Angivelse af Pay-Back perioden (det antal år der går, før man har tjent sin investering hjem)
- Den reciprokke værdi (EPS/P) udtrykker forrentningen af investeringen

De sidste to måder at fortolke nøgletallet på forudsætter, at selskabets indtjening er uændret i al fremtid. Dette er en urealistisk forudsætning, da man altid vil kunne risikere at salgspriser og/eller enhedsomkostninger ændrer sig, eller at der samfundsøkonomisk sker ændringer, som påvirker virksomheden.

P/B værdi:

Dette nøgletal sætter markedsprisen af virksomheden pr. aktie i forhold til den bogførte eller regnskabsmæssige værdi af virksomheden pr. aktie. P/B kaldes også for kurs/indre værdi (K/I). K/I beregnes som følger:

$$K/I = \frac{\text{Pris pr. aktie}}{\text{Indre værdi}}$$

Hvor

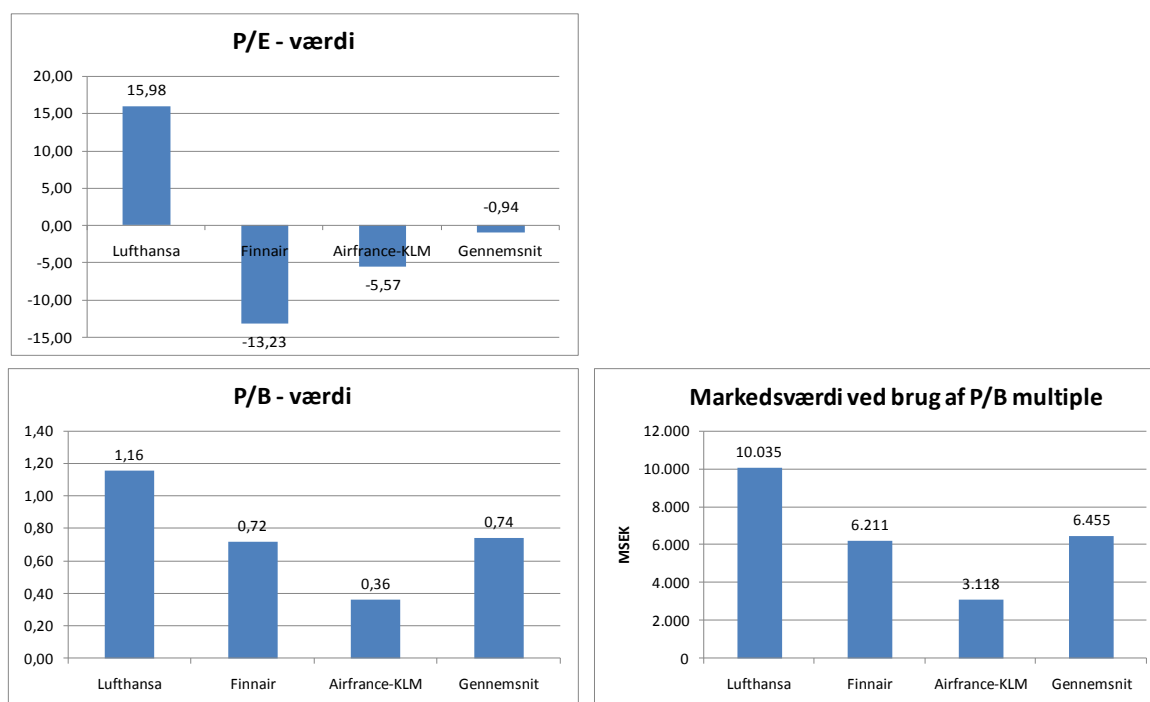
- K/I = Kurs/Indre værdi
- Pris pr. aktie = Noteret børskurs på vurderingstidspunktet
- Indre værdi = Egenkapital ultimo divideret med antal aktier ultimo

Beregninger:

En af udfordringerne med brugen af multiple er, at de forudsætter, at ens virksomheder vil have samme multiple. Dette vil kun være tilfældet, hvis markederne var efficiente. Dertil kommer, at sammenligning af multiple- værdier kun giver mening, såfremt virksomhederne er helt ens, dvs. sammenligning mellem virksomheder med samme risikoprofil og vækstopotentiale.

I SAS' tilfælde er det en udfordring at finde sammenlignelige virksomheder, der har samme forretningsenheder, gearing, generel risikoprofil og vækstopotentiale. Til en grov sammenligning gennemgås forholdstallene for Lufthansa, Finnair og Airfrance-KLM, jf. figur 5-7.

Figur 5-7: P/E og P/B multiple



Kilde: Egen fabrikation baseret på informationer fra www.reuters.com (14. april 2009)

Som det fremgår af figur 5-7, giver det ikke meget mening at bruge P/E multiple til at estimere SAS' værdi, når de er negative. Vi kan til gengæld bruge P/B multiple ud fra hvilken, SAS får en markedsværdi af egenkapitalen på mellem 3.118 MSEK baseret på Air France- KLM og 10.035 MSEK baseret på Lufthansa.

5.5 Delkonklusion - værdiansættelse

Værdiansættelsen af egenkapitalen baseret på DCF modellen gav et spænd i værdien fra -4.835 MSEK til 13.347 MSEK afhængigt af forskellige scenarier; mens multipleanalysen gav en estimeret værdi på mellem 3.118 MSEK baseret på Air France- KLM, og 10.035 MSEK baseret på Lufthansa. Dvs. parametrene bag følsomhedsanalysen er fornuftige. Baseret på basisscenariet er værdien af egenkapitalen beregnet til -653 MSEK, hvilket giver at prisen per SAS aktie bør være -3,97 SEK.

6 Konklusion

Formålet med rapporten har været, at undersøge om SAS' aktie er undervurderet. Ifølge basisscenariet bør prisen per aktie være -3,97 SEK. På baggrund af følsomhedsanalysen er prisen for en SAS aktie estimeret til at ligge mellem -29,39 SEK og 81,14 SEK.

En indsnævring af følsomhedsanalyse med fokus på den vigtigste parameter EBIT- margin viste, at hvis det antages, at der er 90 % sandsynlighed for at vækstraten forbliver som basis scenariet, og der er 10 % sandsynlighed for, at der opnås en indtjeningsmargin svarende til det positive EBIT- scenario, bør prisen for en SAS aktie være 4,54 SEK.

SAS' aktie blev pr. 14. april 2009 handlet til kurs 4,15.

Spørgsmålet om hvorvidt SAS aktien er over- eller undervurderet afhænger således i høj grad af, om man tror på, at ledelsen i SAS har blot den mindste chance for at øge indtjeningen som afspejlet i det positive EBIT- margin scenarie.

Taget i betragtning at strategianalysen viste, at industrien som helhed ikke er attraktiv, og at SAS performer dårligere end konkurrenterne, baseret på de tre vigtigste indtjeningsparametre, konkluderes følgende:

SAS' aktie er IKKE undervurderet.

I bedste fald er aktien fair prissat, i værste fald er den prissat for højt og dermed overvurderet.

7 Kildeangivelse

Andkær og Geertsen (2002). *Luftfart i Europa, slotallokering i et industriøkonomisk og konkurrence-retligt perspektiv*, 2002, kandidatafhandling Handelshøjskolen i København.

Airbus Global Market Forecast 2007-2026

Boeings Current Market Outlook 2008-2027

British Airways årsrapport 2007/2008

Christensen, M. og Pedersen, F (2003). *"Aktie investering – teori og praktisk anvendelse"*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, 2. Udgave.

EasyJet årsrapport 2007/2008

Elling O, Jens og Sørensen, Ole (2005). *"Regnskabsanalyse og værdiansættelse - en praktisk tilgang"*, Gjellerup, 2.udg.

Finnair årsrapport 2008

Gale, Thomson (2009). *"Air Transportation"* Encyclopedia of Global Industries. Online Edition. Thomson Gale, 2007. Reproduced in Business and Company Resource Center. Farmington Hills, Mich.:Gale Group. 2009. <http://galenet.galegroup.com.esc-web.lib.cbs.dk/servlet/BCRC>

Haberberg, Adrian and Rieple, Alison (2001). *"The strategic management of organizations"*, Financial Times Prentice Hall.

Koller, Tim and Goedhart, Marc and Wessels, David (2005) *"Valuation - measuring and managing the value of companies"*, McKinsey & Company, Fourth Edition

Norwegian årsrapport 2007

Plenborg, Thomas og Petersen V, Christian (2007) "*Regnskabsanalyse for beslutningstagere*", Thomson, 1. udg, 2. oplag.

Porter, Michael E. (1980) "*Competitive Strategy*", FREE PRESS.

SAS årsrapporter 1999-2008

Ziegler, Thomas (2009). Artikel i børsen, 23. februar 2009. *Luftfarten frygter kollaps for dansk indenrigsflyvning*.

www.airport-technology.com

www.iata.org

www.eiu.com

www.euroinvestor.dk

www.omxnordicexchange.com

www.reuters.com

8 Bilag

Bilag 1. Egenkapitalopgørelse - reformuleret

År	Finansiel/Drift	2004*	2005	2006	2007	2008
Egenkapital primo (Dec 31)		12.926	12.512	12.081	16.388	17.149
Transaktion med ejerne						
Betalt udbytte		-	-	-	-	-
Transaktion med ejerne samlet		-	-	-	-	-
Totalindkomst						
Opkøb	D	(17)				
Nyudstedelse af aktier for Rezidor SAS	D		519			
Salg af aktieposition Rezidor Hotel Group	D			(650)		
Ændrede regnskabsprincipper for affilierede/tilknyttede virksomheder	D		(34)	(154)	(27)	
Ændring i ejerandele	D					38
Ændringer i "translation reserve" for året	D	(100)	(167)	(25)	(40)	
Ændringer i "fair value reserve" for året	D			508	(508)	
Ændringer i hedging reserve for året	D			(156)	815	(1.516)
Skat af egenkapitalbevægelser	D		(1.004)	44	(115)	322
Translation differences	D					(251)
Justeringer i henhold til IAS 39	D	1.468				
Hedge reserve transferred to income	D					(1.027)
Tax on items transferred to income	D					288
Total indkomst posteret direkte på egenkapitalen (DIRTY SURPLUS)		1.351	(686)	(433)	125	(2.146)
Ikke resultatførte driftsposter (DIRTY SURPLUS)		1.351	(686)	(433)	125	(2.146)
Ikke resultatførte finansielle poster (DIRTY SURPLUS)						
Netto indkomst for året		(1.765)	255	4.740	636	(6.321)
Total indkomst		(414)	(431)	4.307	761	(8.467)
Egenkapital ultimo (Dec 31)		12.512	12.081	16.388	17.149	8.682

* Tallene er taget fra årsregnskabet for 2005, da regnskabsprincipperne for årsregnskabet 2004 var

Bilag 2. Balancen - reformuleret

	2004*	2005	2006	2007	2008
Immaterielle aktiver					
Immaterielle aktiver	3.246	3.862	2.932	1.226	1.092
	3.246	3.862	2.932	1.226	1.092
Materielle anlægsaktiver					
Grunde og bygninger	1.807	1.257	684	568	513
Fly	16.837	14.681	11.330	10.766	11.037
Reserve motorer og reservedele	3.128	1.526	1.383	1.211	1.185
Service udstyr til fly	218	210	215	226	220
Andet udstyr og køretøjer	1.565	1.213	634	308	318
Byggeri under udførelse	204	148	378	172	232
Forudbetaling relateret til materielle anlægsaktiver	359	422	317	185	627
	24.118	19.457	14.941	13.436	14.132
Finansielle anlægsaktiver					
Egenkapital i associerede virksomheder	691	1.214	1.012	1.063	622
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	229	228	189	170	0
Andre beholdninger af værdipapirer	126	214	601	5	5
Pensionsaktiver	7.421	8.363	8.805	9.496	9.658
Udskudte skatteaktiver	1.394	1.524	1.378	690	921
Andre finansielle tilgodehavender	1.233	1.577	1.331	577	410
	11.094	13.120	13.316	12.001	11.616
Anlægsaktiver i alt	38.458	36.439	31.189	26.663	26.840
Varebeholdninger					
Reservedele og lagre	1.265	1.038	993	849	819
Forudbetaling til leverandør	24	27	3	1	1
	1.289	1.065	996	850	820
Tilgodehavender					
Tilgodehavender fra salg	4.574	4.568	3.918	1.951	1.851
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	104	1.620	357	510	479
Andre tilgodehavender	2.735	3.892	2.767	2.637	2.661
Forudbetalte udgifter	2.046	1.748	1.134	1.070	1.009
	9.459	11.828	8.176	6.168	6.000
Driftslikviditet	1.246	1.419	1.686	1.583	1.911
Aktiver tilbageholdt til salg	0	0	0	6.198	3.921
Driftsaktiver	50.452	50.751	42.047	41.462	39.492
Driftsforpligtelser					
Hensættelse til pension	42	56	57	59	0
Hensættelse til udskudt skat	3.194	3.617	3.473	3.755	2.988
Andre hensættelser	854	697	603	691	768
Foubetaling fra kunder	137	123	181	20	7
Leverandører af varer og tjenesteydelser	4.579	4.358	3.350	2.108	2.068
Gæld til associerede virksomheder	7	183	169	94	0
Selskabsskat	70	99	43	5	110
Ubrugte billetter	2.981	3.038	3.395	3.842	3.299
Nuværende andel af andre hensættelser	166	273	318	190	148
Forudbetalt indkomst	5.433	5.326	4.744	5.149	4.274
Gæld der kan relateres til virksomheder tilbageholdt til	0	0	0	5.323	2.465
Anden gæld	143	73	178	61	334
Driftsforpligtelser (DF) - Ikke rentebærende gæld	17.606	17.843	16.511	21.297	16.461
Netto drifts aktiver (NDA)	32.846	32.908	25.536	20.165	23.031
Finansielle forpligtelser					
Prioritetsgæld (efterstillede lån)	742	771	716	693	953
Obligations lån	6.176	7.355	7.135	2.079	2.212
Andre lån	14.042	11.039	5.685	3.936	10.535
Kreditinstitutter i øvrigt	800	3.183	841	1.615	872
Bank gæld	5.479	3.828	2.043	421	1.189
Anden gæld	1.912	1.916	1.845	1.580	2.460
Finansielle forpligtelser - Rentebærende gæld	29.151	28.092	18.265	10.324	18.221
Finansielle aktiver					
Kortsigtede investeringer	7.349	7.265	9.117	7.308	3.872
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	21.802	20.827	9.148	3.016	14.349
Minoritetsinteresser	8	577	22	19	0
Egenkapital før minoritetsinteresser (EK til moderselskabets aktionærer)	11.036	11.504	16.366	17.130	8.682
Investeret kapital	32.846	32.908	25.536	20.165	23.031

* Tallene er taget fra årsregnskabet for 2005, da regnskabsprincipperne gældende for årsregnskabet 2004 var anderledes.

Bilag 3. Analyse af resultatopgørelsen

Trend og common size analyse af resultatopgørelsen:

COMMON-SIZE ANALYSIS					
	2004	2005	2006	2007	2008
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
	33,7	33,1	29,8	33,1	34,1
	58,6	57,0	59,3	56,8	59,8
	0,2	0,3	0,1	0,1	0,0
	7,9	10,2	11,0	10,2	6,1
	4,6	5,1	5,8	4,9	4,3
	3,3	5,1	5,2	5,3	1,8
	4,9	3,9	3,2	2,8	3,0
	-1,6	1,2	2,0	2,5	-1,2
	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,3
	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
	0,0	0,0	7,5	-0,2	-10,0
	2,3	-1,1	-0,7	0,2	-4,0
	1,0	1,1	8,9	2,5	-15,4
	0,4	0,5	-1,3	0,7	2,6
	0,0	0,2	1,9	-0,1	-2,5
	0,5	0,4	8,3	1,8	-15,5
	0,5	0,6	10,2	1,8	-18,0
	</				

Bilag 4. Analyse af balancen

Trend og common size analyse af balancen:

Reformuleret Balance

TREND ANALYSIS

COMMON-SIZE ANALYSIS

	2004	2005	2006	2007	2008		2004	2005	2006	2007	2008
Immaterielle aktiver											
Immaterielle aktiver	100	119	90	38	34		6,4	7,6	7,0	3,0	2,8
	100	119	90	38	34		6,4	7,6	7,0	3,0	2,8
Materielle anlægsaktiver											
Grunde og bygninger	100	70	38	31	28		3,6	2,5	1,6	1,4	1,3
Fly	100	87	67	64	66		33,4	28,9	26,9	26,0	27,9
Reserve motorer og reservedele	100	49	44	39	38		6,2	3,0	3,3	2,9	3,0
Service udstyr til fly	100	96	99	104	101		0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Andet udstyr og køretøjer	100	78	41	20	20		3,1	2,4	1,5	0,7	0,8
Byggeri under udførelse	100	73	185	84	114		0,4	0,3	0,9	0,4	0,6
Forudbetaling relateret til materielle anlægsaktiver	100	118	88	52	175		0,7	0,8	0,8	0,4	1,6
	100	81	62	56	59		47,8	38,3	35,5	32,4	35,8
Finansielle anlægsaktiver											
Egenkapital i associerede virksomheder	100	176	146	154	90		1,4	2,4	2,4	2,6	1,6
Tilgodehavender hos associerede virksomheder	100	100	83	74	0		0,5	0,4	0,4	0,4	0,0
Andre beholdninger af værdipapirer	100	170	477	4	4		0,2	0,4	1,4	0,0	0,0
Pensionsaktiver	100	113	119	128	130		14,7	16,5	20,9	22,9	24,5
Udskudte skatteaktiver	100	109	99	49	66		2,8	3,0	3,3	1,7	2,3
Andre finansielle tilgodehavender	100	128	108	47	33		2,4	3,1	3,2	1,4	1,0
	100	118	120	108	105		22,0	25,9	31,7	28,9	29,4
Anlægsaktiver i alt	100	95	81	69	70		76,2	71,8	74,2	64,3	68,0
Varebeholdninger											
Reserve dele og lagre	100	82	78	67	65		2,5	2,0	2,4	2,0	2,1
Forudbetaling til leverandør	100	113	13	4	4		0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
	100	83	77	66	64		2,6	2,1	2,4	2,1	2,1
Tilgodehavender											
Tilgodehavender fra salg	100	100	86	43	40		9,1	9,0	9,3	4,7	4,7
Tilgodehavender fra associerede virksomheder	100	1558	343	490	461		0,2	3,2	0,8	1,2	1,2
Andre tilgodehavender	100	142	101	96	97		5,4	7,7	6,6	6,4	6,7
Forudbetalte udgifter	100	85	55	52	49		4,1	3,4	2,7	2,6	2,6
	100	125	86	65	63		18,7	23,3	19,4	14,9	15,2
Driftslikviditet	100	114	135	127	153		2,5	2,8	4,0	3,8	4,8
Aktiver tilbageholdt til salg	100	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		0,0	0,0	0,0	14,9	9,9
Driftsaktiver	100	101	83	82	78		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Driftsforpligtelser											
Hensættelse til pension	100	133	136	140	0		0,1	0,2	0,2	0,3	0,0
Hensættelse til udskudt skat	100	113	109	118	94		9,7	11,0	13,6	18,6	13,0
Andre hensættelser	100	82	71	81	90		2,6	2,1	2,4	3,4	3,3
Foubetaling fra kunder	100	90	132	15	5		0,4	0,4	0,7	0,1	0,0
Leverandør af varer og tjenesteydelser	100	95	73	46	45		13,9	13,2	13,1	10,5	9,0
Gæld til associerede virksomheder	100	2614	2414	1343	0		0,0	0,6	0,7	0,5	0,0
Selskabsskat	100	141	61	7	157		0,2	0,3	0,2	0,0	0,5
Ubrugte billetter	100	102	114	129	111		9,1	9,2	13,3	19,1	14,3
Nuværende andel af andre hensættelser	100	164	192	114	89		0,5	0,8	1,2	0,9	0,6
Forudbetalt indkomst	100	98	87	95	79		16,5	16,2	18,6	25,5	18,6
Gæld der kan relateres til virksomheder tilbageholdt til	100	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		0,0	0,0	0,0	26,4	10,7
Anden gæld	100	51	124	43	234		0,7	0,4	1,9	2,0	2,3
Driftsforpligtelser (DF) - Ikke rentebærende gæld	100	101	94	121	93		53,6	54,2	64,7	105,6	71,5
Netto drifts aktiver (NDA)	100	100	78	61	70		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Finansielle forpligtelser											
Prioritetsgæld (efterstillede lån)	100	104	96	93	128		3,4	3,7	7,8	23,0	6,6
Obligations lån	100	119	116	34	36		28,3	35,3	78,0	68,9	15,4
Andre lån	100	79	40	28	75		64,4	53,0	62,1	130,5	73,4
Kreditinstitutter i øvrigt	100	398	105	202	109		3,7	15,3	9,2	53,5	6,1
Bank gæld	100	70	37	8	22		25,1	18,4	22,3	14,0	8,3
Anden gæld	100	100	96	83	129		8,8	9,2	20,2	52,4	17,1
Finansielle forpligtelser - Rentebærende gæld	100	96	63	35	63		133,7	134,9	199,7	342,3	127,0
Finansielle aktiver											
Kortsigtede investeringer	100	99	124	99	53		33,7	34,9	99,7	242,3	27,0
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	100	96	42	14	66		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Minoritetsinteresser	100	7213	275	238	0						
Egenkapital før minoritetsinteresser (EK til moderselskabets aktionærer)	100	104	148	155	79						

Bilag 5. Forecast af antagelser

Nedenfor fremgår forecast af value drivers:

	2004	2005	2006	2007	2008	Average	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Salgsvækst ekskl. Tilkøb i 2005/2006 og 2006/2007	0,0%	6,5%	-1,8%	-14,0%	1,8%	-1,9%	-17%	-29%	10%	15%	8,0%	4,0%	3,8%	3,8%	3,5%
EBIT Margin (overskudsgrad)															
before special items	-1,6%	1,2%	2,0%	2,5%	-1,2%	1,1%	-2,5%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%
Rente(interest rate), før skat	4,8%	4,6%	10,7%	8,4%	1,9%	6,4%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Effektiv skat	14,1%	-60,8%	2,9%	27,3%	0,3%	-7,6%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Afskrivning på anlægsaktiver %															
af total mængde anlægsaktiver	0,0%	6,4%	5,8%	5,1%	5,9%	5,8%	5,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Anlægsaktiver som % af salg	0,0%	60,5%	55,6%	55,4%	50,3%	55,4%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%	55,0%
Varebeholdning som % af salg	0,0%	1,9%	1,7%	1,8%	1,6%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%
Tilgodehavender som % af salg	0,0%	17,2%	16,5%	13,7%	11,4%	14,7%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Driftslikviditet som % af salget	0,0%	2,2%	2,6%	3,1%	3,3%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Ikke rentebærende gæld(DF)															
som % af salg	0,0%	28,6%	28,3%	36,2%	35,5%	32,1%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Rentebærende gæld (NFF) som															
% af total mængde driftsaktiver	0,0%	42,0%	35,6%	14,7%	22,0%	28,6%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%

Bilag 6. Resultatopgørelse - proforma

Nedenfor fremgår proforma resultatopgørelsen:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto omsætning	44.152	31.348	34.483	39.655	42.827	44.540	46.233	47.990	49.670
Driftsomkostninger inkl. leasing	43.975	29.780	32.414	36.879	39.829	42.091	43.736	45.494	47.186
Afskrivninger	1.280	940	1.034	1.190	1.285	1.336	1.387	1.440	1.490
Resultat af drift (EBIT inkl. special items)	-1.104	627	1.034	1.586	1.713	1.114	1.110	1.056	993
Netto renteomkostninger før skat	464	329	362	416	450	468	486	504	522
Resultat før skat	-1.568	298	672	1.170	1.263	646	624	552	472
Skat af årets resultat	-392	74	168	292	316	161	156	138	118
Totalindkomst før minoritetsinteresser	-1.176	223	504	877	947	484	468	414	354

Bilag 7. Balance - proforma

Nedenfor fremgår proforma balancen:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Anlægsaktiver	22.076	15.674	17.241	19.827	21.414	22.270	23.117	23.995	24.835
Varebeholdninger	751	533	586	674	728	757	786	816	844
Tilgodehavender	6.181	4.389	4.828	5.552	5.996	6.236	6.473	6.719	6.954
Driftslikviditet	1.104	784	862	991	1.071	1.114	1.156	1.200	1.242
Driftsaktiver	30.112	21.379	23.517	27.045	29.208	30.377	31.531	32.729	33.875
Driftsforpligtelser (DF) - ikke rentebærende	15.453	10.972	12.069	13.879	14.990	15.589	16.182	16.796	17.384
Netto drifts aktiver (NDA)	14.658	10.407	11.448	13.165	14.219	14.787	15.349	15.933	16.490
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	6.625	4.703	5.174	5.950	6.426	6.683	6.937	7.200	7.452
Egenkapital før minoritetsinteresser	8.034	5.704	6.274	7.216	7.793	8.105	8.413	8.732	9.038
Investeret kapital (skal svare til NDA)	14.658	10.407	11.448	13.165	14.219	14.787	15.349	15.933	16.490

Bilag 8. Pengestrømsopgørelse - proforma

Nedenfor fremgår proforma pengestrømsopgørelsen:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal værdi 2017
EBIT	-1.104	627	1.034	1.586	1.713	1.114	1.110	1.056	993
afskrivninger(+)	1.280	940	1.034	1.190	1.285	1.336	1.387	1.440	1.490
EBITDA	177	1.567	2.069	2.776	2.998	2.450	2.497	2.495	2.483
Skat (af primær drift)	276	-157	-259	-397	-428	-278	-277	-264	-248
Ændring i driftsaktiver	8.100	7.792	-3.172	-4.717	-3.448	-2.505	-2.541	-2.638	-2.636
Ændringer i ikke rentebærende gæld	-1.008	-4.481	1.097	1.810	1.110	600	592	615	588
Frit cash flow (til virksomheden)	7.545	4.721	-265	-528	232	266	270	209	187
Netto renteomkostninger	-464	-329	-362	-416	-450	-468	-486	-504	-522
Skatteskjold, renteudgifter	116	82	91	104	112	117	121	126	130
Ændringer i rentebærende gæld(NFF)	-7.724	-1.921	470	776	476	257	254	264	252
Frit cashflow til aktionærer	-528	2.553	-66	-64	370	173	160	94	48
Dividender	528	-2.553	66	64	-370	-173	-160	-94	-48
Cash surplus	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Bilag 9. Beregning af WACC

Nedenfor fremgår beregningen af de vægtede kapitalomkostninger:

WACC Beregning		Følsomhedsanalyse							
		$k_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$							
9,4% k_e	Omkostninger ved egenkapitalen								
4,0% r_f	Den risikofri rente								
1,36 β	Beta (systematisk risiko)								
8,0% r_m	Forventet afkast for markedet								
		$WACC = k_d \cdot \frac{D}{D+E} \cdot (1-t) + k_e \cdot \frac{E}{D+E}$							
7,35% WACC	Weighted Average Cost of Capital								
7,0% K_d	renteomkostningerne forbundet med fremmedkapitalen, før skat								
9,4% K_e	renteomkostningerne forbundet med egenkapitalen								
8 D	markedsværdien af virksomhedens rentebæ								
8 E	værdien af egenkapitalen								
25% t	virksomhedens skattesats								

		β						
		0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4
r_f	2,5%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	7,2%	7,5%	7,7%
	3,0%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,4%	7,6%
	3,5%	6,2%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%	7,3%	7,5%
	4,0%	6,2%	6,4%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,4%
	4,5%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	7,0%	7,2%	7,3%
	5,0%	6,3%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,1%	7,2%
	5,5%	6,4%	6,5%	6,6%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%
	6,0%	6,4%	6,5%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%
	6,5%	6,5%	6,6%	6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	6,9%

Bilag 10. Værdiansættelse

Nedenfor fremgår værdiansættelsen baseret på forventet frit cashflow:

									Terminal værdi
MSEK	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
FCF	7545	4721	-265	-528	232	266	270	209	187
WACC	7,4%								
Diskonteringsfaktor	0,93	0,87	0,81	0,75	0,70	0,65	0,61	0,53	0,53
Nutidsværdi(PV)	7028	4097	-214	-397	162	174	165	110	0
Nutidsværdi af budgetperiode	11125								
Terminal værdi	2571								2571
Værdi af virksomhed	13696								
-Værdi af fremmedkapital (NFF)	14349								
Værdi af egenkapital	-653								

Antal aktier 164.500.000

Estimeret pris per aktie (SEK) -3,97

Bilag 11. Følsomhedsanalyse

Nedenfor fremgår tallene bag følsomhedsanalysen:

Sales growth	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
Best	-15,0%	-24,0%	15,0%	10,0%	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,8%
Base	-17,0%	-29,0%	10,0%	15,0%	8,0%	4,0%	3,8%	3,8%	3,5%
Worst	-20,0%	-34,0%	5,0%	10,0%	6,0%	3,8%	3,5%	3,3%	3,2%

EBIT	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Terminal
Best	-2,0%	3,0%	5,0%	7,0%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Base	-2,5%	2,0%	3,0%	4,0%	4,0%	2,5%	2,4%	2,2%	2,0%
Worst	-3,5%	1,5%	2,0%	2,5%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%

WACC	
Best	6,1%
Base	7,4%
Worst	7,9%