

Handelshøjskolen i København, Institut for Finansiering og Regnskab

Cand.merc. Finansiering og Regnskab

Kandidatafhandling

Værdiansættelse af SAS AB – en strategisk og regnskabsmæssig analyse

Ekstern lektor: Carsten Kyhnauv

Udarbejdet af:

Andreas William Hansen

210482-XXXX

Afleveringsdato: 16. april 2010

2010

Copenhagen Business School

Executive summary:

The purpose of this thesis is to determine the fair market value of one Scandinavian Airlines/SAS AB stock, including an analysis of the key factors and value-drivers that significantly influences the stock's price. The analysis was done on the basis of both a strategic and a financial model-approach.

The global economic crisis has made the airline business an extremely challenging industry. As for many other airline companies the future of SAS seems uncertain, as a lot of elements are expected to influence the direction of the company:

1. As a direct consequence of the economic slowdown the demand for air transport has declined strongly – both from private and business people. This is not expected to change in the short to medium run.
2. SAS is still a company with very high costs, making it look inefficient relative to its competitors.
3. Competition is expected to intensify as more low-cost airlines enters the industry
4. In the short run SAS needs to invest heavily in its fleet, something which will have a significant negative cash flow effect
5. IAS19 is being revised by IASB. One expected result from this revision is that accumulated actuarial gains or losses on the SAS company pension scheme must be recognized in their entirety in shareholders' equity. Currently the funding ratio of the pension scheme is significantly below one. The result will come into effect on January 1st 2013 at the earliest.

Part of these problems have temporary been solved by an injection of capital in 2009, and a new injection of capital in the spring of 2010. One of the prerequisites for SAS' survival and future operation is successful implementation of Core SAS. This strategy implies overall savings and focus on the business segment in its core market in Scandinavia. Past savings and the attempt to close the cost-gap to its competitors is also recognized. The improvement and strengthening of competitiveness will implicitly raise the earnings power, but until SAS is able to catch up with the efficiency level of its competitors the pressure will remain.

At the moment it almost appears unlikely that SAS can ever lower its costs to the level of its competitors. The decline in demand due to the economic slowdown has changed the preferences for many customers to the cheap seats at the low-cost airlines. In addition to this, two other factors have proven to affect SAS negatively. The analysis revealed the fact that state ownership possibly has a negative impact on earnings. Short-haul routes also seem to have a lower return than long-haul routes, which is in contradiction with SAS reducing its long-haul network.

Among the factors that may pull the stock price higher are good traffic figures and a realization of the savings. An increase in the yield stronger than expected should also support the share price, as will a

decline in oil prices or the US dollar by improving earnings. Finally, a turnaround in the economic conditions naturally increases the demand from business travelers.

The stock price was on April 1, 2010 traded at SEK 2.70, reflecting a normalized EBIT margin of 4.83% in the DCF model, which has been the primary valuation model used in this thesis. Historically, SAS has had an EBIT margin of 2.5-3%, and therefore it can be questioned that an EBIT margin of 4.83% is feasible. In the annual report SAS expects a long-term EBIT margin of 7%. This seems too optimistic. The average EBIT margins of the competitors of SAS have averaged 3.63% in the last 10 years. This appears more realistic and has been implemented as the foundation of the base scenario of the analysis. Together with the other assumptions of the DCF model this leads to a stock price of only SEK 0.37.

The conclusion is that currently the financial markets implicitly value the SAS AB stock on the basis of too optimistic a scenario for the future profitability of the company. The problems with large fixed costs, high wages, accumulated actuarial losses, implementation of a new strategy, intense competition, extensive safety requirements, risk of accidents, high oil prices and a customer segment who's preferences mainly regard the price, are according to this analysis, underestimated by the market.

Indholdsfortegnelse

1 Indledning.....	1
1.1 Problemformulering.....	2
1.2 Data, teori-, model- og metodevalg	4
1.2.1 Data og information	4
1.2.2 Teori.....	4
1.2.3 Model- og metodevalg	5
1.3 Afgrænsning.....	5
1.4 Kildekritik	6
2 Præsentation af SAS.....	6
2.1 Historie	6
2.2 Økonomisk udvikling	8
2.3 SAS' markeder.....	9
2.4 Ledelse, ejerstruktur og koncernoversigt	10
2.5 Resterende Core SAS strategi	11
3 Strategisk analyse	13
3.1 Luftfartsbranchen – en cyklisk industri.....	14
3.2 Enhedsomkostningernes struktur, udvikling og indvirkning	20
3.3 Billetpriserne og belægningsgraden	26
3.4 Udbud og efterspørgsel samt flådetilpasning	29
3.5 Konkurrencesituationen, barrierer og konsolidering	33
3.6 Hvilken forretningsmodel er optimal og hvordan passer SAS' strategi herpå?	41
3.7 Statsejet luftfartsselskaber: Profitabel og konkurrenceforvridende?	46
3.8 Problemer i værdikæden for luftfartstransport	49
3.9 Konklusion på strategisk analyse	50
4 Regnskabsanalyse	52
4.1 Regnskabskvalitet.....	52

4.2	Risikostyring af brændstofspriser og valuta	52
4.3	Leasing	53
4.4	Investeringsbehov	54
4.5	Flyflåden	55
4.6	Omstruktureringsomkostninger	55
4.7	Kapitalstruktur og kapitaludvidelse	56
4.8	Kreditfaciliteter	58
4.9	Pensionsforpligtelser	59
4.10	Kapitalandele i affilierede selskaber	61
4.11	Skat	62
4.12	Konklusion på regnskabsanalyse	62
5	Scenarier	64
5.1	Basis scenarie	64
5.2	Optimistisk scenarie	65
5.3	Pessimistisk scenarie	65
6	Budgettering	65
7	Værdiansættelse	68
7.1	DCF-modellen	68
7.1.1	WACC	70
7.2	Substansværdimetoden	75
7.3	Relativ værdiansættelse	75
8	Følsomhedsanalyse	76
9	Konklusion	78
10	Perspektivering	79
11	Litteraturliste	82
12	Bilag	90

1 Indledning

Scandinavian Airlines System (SAS) har i mange år haft et velrenommeret selskab, hvor medarbejderne var stolte over at arbejde og passagererne tilfredse og loyale. SAS fremstod som et velfungerende, pålideligt og respektabelt selskab, hvor man var den primære repræsentant på det skandinaviske marked. I og med Danmark, Sverige og Norge samtidigt ejer 50 % har medarbejderne følt en vis sikkerhed overfor deres job. Denne ejerstruktur har samtidigt gjort, at passagererne har haft en nationalfølelse og betragtet SAS som "deres" luftfartsselskab.

Ovenstående betragtning af SAS er ikke den samme i dag. År 2008 endte med underskud på mere end SEK 6 mia. Ved fremlæggelsen af halvårsregnskabet havde SAS tabt yderligere SEK 1,8 mia., og det er alene en kapitalindsprøjtning på SEK 6 mia. fra ejerne, herunder de tre nordiske stater, der sikrer, at SAS ikke står i en reel tvangslignende situation (SAS 2009-2Q). Samme scenarie har gentaget sig ved fremlæggelsen af 4. kvartal 2009. Et underskud på SEK 1,3 mia., hvilket var SEK 1 mia. mere end analytikerne havde forventet¹. 1. kvartal 2010 fortsatte med presset på indtjeningen. Derfor er det nødvendigt med endnu en kapitalindsprøjtning på SEK 5 mia. fra aktionærerne².

SAS har haft mere end vanskeligt ved at erkende, at monopoltiden er ovre. At tiden, da man havde eneret til at beflyve særlige og særdeles givtige ruter, er forbi. Gennem de seneste år har der været en stor forandring i luftfartsbranchen angående intensiteten i konkurrencen. Indtjeningsgrundlaget er indsnævret af den primære årsag, at nye luftfartsselskaber med en anden forretningsmodel baseret udelukkende på lav pris er opstået. Samtidig passer lavprisselskabernes strategi bedre ind i den nuværende økonomiske krise. Dermed har disse selskabers opstående medført konkurser blandt nationale luftfartsselskaber som Belgiens Sabena og Schweiziske Swiss Air³.

Konkurserne har medført en vis usikkerhed blandt SAS personalets ellers så "sikre" job. Det har altid været og er en offentlig hemmelighed, at det tidligere var godt, faktisk rigtig godt, at være medarbejder i SAS. Fagforeningerne havde tilkæmpet sig fordelagtige forhold for deres medlemmer. Fagforeningerne, medarbejderne og ledelsen har dog indset at der skal ske ændringer hvis SAS skal overleve denne krise⁴.

Krisen har været opbygget over de seneste år, hvilket ses af forskellige formulerede strategi- og spareplaner som Turnaround 2005, Profit 08 og Strategy 2011. En ny omfattende omstruktureringsplan kaldet Core SAS blev formuleret i februar 2009. Denne plan skal barbere yderligere milliarder af udgifterne,

¹ "SAS tabte 1 mia. mere end ventet" – borsen.dk, 9. februar 2010

² "SAS skuffer stærkt – ny nødhjælp fra aktionærer" – borsen.dk, 9. februar 2010

³ "Alitalia på randen af konkurs" – Dr.dk, 14. maj 2008

⁴ "Ansatte bakker op om SAS-besparelser" – epn.dk, 9. februar 2010

koste tusindvis af medarbejdere jobbet og bringe SAS tilbage på rette spor (SAS 2009-1Q). Ved kvartalsfremlæggelse i februar 2010 af 4. kvartal 2009 fremgik det, at Core SAS i sig selv ikke var nok, og at både fyringer og en ny kapitaludvidelse er nødvendig for selskabets overlevelse⁵.

SAS koncernen står derved overfor en udfordrende fremtid og befinder sig midt i selskabets mest livstruende krise. En kapitalindsprøjtning fra ejerne løste midlertidigt likviditetsproblemerne i 2009 og en ny kapitalindsprøjtning her i foråret 2010 vil igen midlertidigt løse likviditetsproblemerne. Herforuden er konkurrenceintensiteten øget via stadig pres fra lavprisselskaberne der æder dele af SAS' kundegruppe og samtidigt udvider deres rutenetværk. Desuden står SAS tilbage med for høje omkostninger via modstræbende og vrede medarbejdere, en relativ gammel flåde, og endnu en ny strategi som skal implementeres. Det ligner en afgørende stund for ledelsen. Virkelighedens verden skal bringes ind i SAS uanset hvor ondt det kommer til at gøre⁶.

Tiltroen fra investorerne til SAS målt i aktiekursen har også været nedadgående de seneste to år, og ratingbureauet Moody's sænkede i august 2009 kreditvurderingen for SAS, som svarer til, at det er "spekulativt" at låne penge til SAS, og at der er høj kreditrisiko⁷. Allerede i oktober revurderede Moody's denne rating til "Caa1", hvilket er en skala der er reserveret til selskaber med meget høj kreditrisiko⁸. Efter fremlæggelse af 4. kvartalsregnskabet 2009 og SAS' melding om endnu en kapitalindsprøjtning overvejer Moody's at degradere SAS endnu engang⁹.

Ovenstående dårlige nyheder afspejles også i aktiekursen. I februar 2010 er SAS aktien blevet handlet til omkring kurs 2, hvilket er et tab på hele 90 % siden 2007¹⁰.

På baggrund af den vanskelige situation SAS befinder sig i og den seneste tids udvikling i aktiekursen, er det interessant at undersøge hvordan værdien af SAS påvirkes af forskellige scenarier og faktorer i fremtiden.

1.1 Problemformulering

Formålet med nærværende opgave er at give investor et bedre beslutningsgrundlag for eventuelt køb eller salg af SAS aktien. Derved formuleres følgende hovedspørgsmål:

- *Hvad er den teoretiske værdiansættelse af SAS AB og hvilke faktorer har betydende indvirkning på værdien?*

⁵ "SAS skuffer stærkt – ny nødhjælp fra aktionærer" – borsen.dk, 9. februar 2010

⁶ SAS - Fondsbørsmeddelelse 3. februar 2009 – "SAS Group launches Core SAS – renewed strategic approach for a competitive and profitable airline, including a right issue of SEK 6 billion

⁷ "Moody's sænker kreditvurdering af SAS" – Børsen.dk, 18. august 2009

⁸ "Moody's sænker sin kreditvurdering af SAS – igen" – Business.dk, 12. november 2009

⁹ "Moody's truer SAS med degradering" – epn.dk, 11. februar 2010

¹⁰ "SAS aktien i laveste kurs nogensinde" borsen.dk, 9. februar 2010

Ovenstående hovedspørgsmål søges operationaliseret ved hjælp af nogle underspørgsmål. Disse tager udgangspunkt i en fundamentalanalyse som indebærer en strategisk- og en regnskabsanalyse. En beslutning bør baseres på et grundigt analysearbejde, som inddrager virksomhedens strategiske, ledelsesmæssige og økonomiske forhold. Derfor vil følgende underspørgsmål søges besvaret i den strategiske analyse:

- *Hvad er den overordnede strategi ifølge SAS' egen beskrivelse?*
- *Hvilke samfundsmæssige forhold påvirker væsentlige value drivere?*
- *Hvilke branche- og markedsmæssige forhold påvirker væsentlige value drivere?*
- *Hvordan er SAS positioneret i forhold til de samfunds-, branche- og markedsmæssige forhold på kort og lang sigt?*

I forbindelse med den strategiske analyse vurderes benchmarking med konkurrenter som et vigtigt redskab til at identificere relative styrker og svagheder. Den strategiske analyses formål er hermed at give en pejling af det langsigtede vækst- og indtjeningspotentiale. Da SAS befinder sig i en omstruktureringstilstand bruges den strategiske analyse dog i stor grad til at få et indblik i SAS' situation efter denne omstrukturering.

Af mange analytikere bliver regnskabsanalysen betragtet som det vigtigste element i dannelsen af forventningerne til fremtiden. Analysen er baseret på historiske data, og er med til at give en god indikation af om forrige års forventninger er indfriet. Desuden fastlægger den samtidig det historiske niveau og identificerer eventuelle trends for væsentlige drivers. Regnskabsanalysen skal hermed afdække alle væsentlige økonomiske aspekter omkring en virksomhed, det vil sige evnen til at skabe værdi for aktionærerne, generere lønsom vækst og styre væsentlige driftsmæssige og finansielle risici. SAS' situation med omstrukturering gør, at de normale rentabilitets analyser ikke foretages. Da SAS er en "ny" virksomhed efter Core SAS og de nylige yderlige nævnte besparelser, vil regnskabsanalysen i stedet have fokus på enkelte regnskabsposter. Derfor opstilles følgende underspørgsmål:

- *Hvilke poster i regnskabet har en stor og relevant indflydelse på værdiansættelsen af SAS?*

Regnskabsanalysen understøtter den strategiske analyse omkring de relative styrker og svagheder i forhold til konkurrenterne, og i budgetteringsøjemed med til at underbygge forventningerne til fremtiden. Da rentabilitetsanalyserne ikke er med, er forholdet til konkurrenterne dog i højere grad beskrevet i den strategiske analyse. Dette har også medført at der er foretaget et større fokus på den strategiske analyse da denne på sin vis dækker en del af den regnskabsmæssige analyse.

Budgettet er input til værdiansættelsesmodellerne og danner derved grundlaget for den estimerede værdi. Kvaliteten af værdiansættelsen er derfor afhængig af kvaliteten af budgettet. Et budget af høj kvalitet er sikret ved, at alle væsentlige aspekter omkring en virksomheds fremtid bliver inddraget, det vil sige, at alle

væsentlige konklusioner fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse bliver inddraget i budgettet. Hermed opstilles de afsluttende underspørgsmål angående budgettering og værdiansættelsen:

- *Hvorledes udledes de data, der skal benyttes i værdiansættelsen?*
- *Hvordan opstilles og fremstilles budgettet?*
- *Hvilke scenarier er realistiske for SAS?*
- *Hvad er værdien af SAS i en prisfastsættelse vha. kapitalværdibaserede modeller, multipler og substansværdimetoden?*
- *Hvordan påvirkes værdiansættelsen af usikkerheden i de underliggende value drivere?*

Afslutningsvis opfølges og konkluderes der på hovedspørgsmålet, hvorefter en kort perspektivering foretages.

1.2 Data, teori-, model- og metodevalg

Afhandlingen bliver besvaret ud fra alene offentlig tilgængelig information. Analytikere er oftest i en lignende situation, og dermed er denne tilgang ikke helt virkelighedsfjern. Skæringsdatoen for medbragt data er sat til d. 5. april 2010.

1.2.1 Data og information

Opgaven vil blive besvaret ud fra information fra sekundærdata. Dette materiale er opnået via dataindsamling fra SAS egen hjemmeside, hvor årsrapporterne har været den primære ressourcekilde. Herudover har Copenhagen Business Schools bibliotek samt dennes adgang til diverse databaser tilvejebragt teoretiske artikler, teoretiske bøger samt fagbøger. Herudover er der anvendt forskellige avisartikler, databaser og publikationer, som er relateret til luftfartsbranchen.

1.2.2 Teori

Alle analyser vil blive udført ud fra ovenstående data og information. De udvalgte modeller og metoder der anvendes gennem opgaven vil være anerkendte af både teoretikere og praktikere. Præsentation af teori og begrundelse for anvendelse heraf, vil blive beskrevet kontinuert gennem opgaven hvor det findes naturligt og nødvendigt. Omfanget af præsentation afhænger altså af kompleksitet og relevans. Når der henvises til rapporter, teoretiske artikler og bøger skrives noten i selve opgaven. Ved andre henvisninger er der anvendt fodnote.

1.2.3 Model- og metodevalg

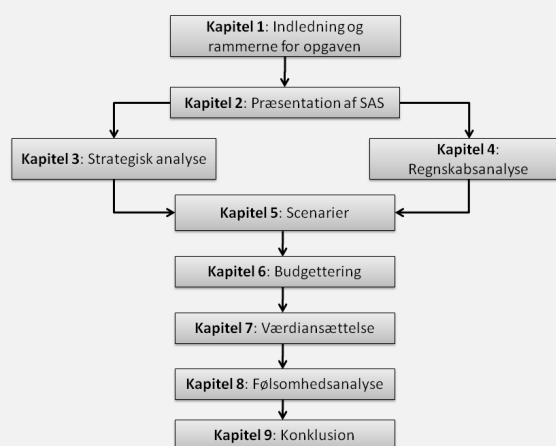
Afhandlingen er bygget op som en klassisk fundamentalanalyse, hvor en strategisk analyse sammenholdt med en regnskabsanalyse giver inputs til budgettet som udmønter sig i en værdiansættelse. I opgaven er der lagt vægt på en grafisk fremstilling for bedre at kunne forstå problemstillingen og analyserne. Da SAS gennemgår en omstrukturering er fokus vægtet mod den strategiske analyse da de historiske regnskabsanalyser ikke vil være brugbare i samme grad som under normale tilstande.

Når der i opgaven skrives SAS henvises der til koncernniveau, ellers vil betegnelsen Scandinavian Airlines Norge, Sverige, Danmark eller International blive anvendt.

I bilag 1 er vedlagt en ordliste, hvor forkortelser og fagudtryk uddybes.

Strukturen på opgaven kræver ikke en dyberegående forklaring. I figur 1 er fremgangsmåden præsenteret.

Figur 1: Oversigt over fremgangsmåde



Kilde: Egen tilvirkning

1.3 Afgrænsning

Afhandlingens begrænset fastsatte ramme gør, at der er blevet foretaget en prioritering, hvor det forudsættes at målgruppen har en generel viden indenfor økonomi, samt har arbejdet med teoretiske modeller indenfor værdiansættelse. Behandlingen af forudsætninger og berettigelse af teori og modeller vil derfor kun blive uddybet når det har afgørende indflydelse på konklusionerne.

Luftfarten vil i de kommende år have rettet fokus mere og mere mod bæredygtighed i henhold til klima og miljø. En dybere vurdering af strategien for fremtidig køb af flåde og hvilken effekt dette vil have afgrænses der fra. En dyberegående analyse af alternative transportformer såsom helikopter, højhastighedstog, skibstrafik afgrænses der også fra. Desuden har SAS i 2009 ført en stor markedsføringsstrategi overfor nye og eksisterende kunder, hvor denne effekt ikke vil blive behandlet i dybden. Corporate Governance er også meget oppe i tiden, men en dybere analyse af dette element er også fravalgt.

SAS har lanceret en ny strategi i 2009 som indebærer frasalg af ikke kerneaktiviteter, hvorfor hovedvægten af analysen er på lufttrafikken. Desuden har SAS størstedelen af sit fokus på passagerbranchen, hvilket gør, at fokus er på denne sektor.

1.4 Kildekritik

Meget af informationen og datagrundlaget er indsamlet via SAS' årsrapporter og SAS' egen hjemmeside. Derfor er der i opgaven taget en kritisk indgangsvinkel for at undgå en bias ved, at SAS forholder og udtaler sig for positivt over egne strategier, resultater og forhandlinger. Årsrapporterne må dog formodes, at være retvisende da SAS er et børsnoteret selskab og derved skal overholde årsregnskabsloven, IAS og reguleringer fremsat af staten.

I analysen refereres der til rapporten "Luftfarten i Skandinavien – værdi og betydning" fra 2004. Denne rapport er udarbejdet af blandt andet COWI, men udarbejdet for og finansieret af SAS. Konklusionerne i rapporten vil derfor blive vurderet kritisk.

Supplerende information indhentet fra diverse aviser, organisationers hjemmesider, andre luftfartsselskabers hjemmesider er udelukkende medtaget hvis det menes at informationen er objektiv.

2 Præsentation af SAS

Nedenstående afsnit vil indeholde en præsentation af SAS, hvilket indebærer SAS' historie, økonomiske udvikling, markeder, ledelse og ejerstruktur samt koncernoversigt. SAS' seneste strategi Core SAS præsenteres kontinuert gennem nedenstående kapitel, hvilket tilvejebringer et nutidsbillede af SAS' situation.

2.1 Historie

I 1946 opstod SAS da Det Danske Luftfartsselskab (DDL), Det Norske Luftfartsselskab (DNL) og Svensk Interkontinental Lufttrafik AB (SILA) gik sammen om SAS og skabte et interessekonsortium, der skulle etablere rutetrafik mellem Norden og USA. De tre selskaber var alle underskudsforretninger da alle aktiviteterne blev fusioneret i 1948. SAS fik hurtigt konsolideret sig til at være et af verdens største luftfartsselskaber i verden og fik etableret et godt omdømme for sikkerhed, teknisk standard og service (Horn & Willumsen, 2006:17-29).

I 1960 involverede SAS sig med Thai Airways Company, hvor de stiftede Thai Airways International som et joint venture. SAS blev købt ud i 1977, men samarbejdet eksisterer forsat gennem Star Alliance, der blev etableret i 1997 og omfatter 21 selskaber med 975 destinationer i 159 lande og dermed er den største globale alliance målt efter både omsætning og antal passagerer. Denne alliance og andre samarbejde gav SAS adgang til vigtige destinationer. Dette kombineret med forskellige alliancer, som det nuværende veludviklede joint venture med Lufthansa om flytrafik mellem Skandinavien og Tyskland, gjorde at SAS kunne tilbyde sine kunder adgang til destinationer selskabet ikke selv befløj (SAS 2008:22).

På 25 år – fra 1951, hvor SAS overtog de nationale selskabers indenrigstrafik, til 1976 – steg indenrigsflyvning i Skandinavien fra 106.000 passagerer til seks millioner passagerer. Indenrigsflytrafikken i Norge og Sverige er forsat betydelige som følge af de store afstande. I Danmark er flytrafikken reduceret betydeligt efter Storebæltsbroen blev bygget fra 1997-1998 og der samtidig blev oprettet IntercityLyn togforbindelser landsdelene imellem.

I 1960 er der yderligere ekspansion fra SAS med åbningen af deres første hotel, SAS Royal Hotel Copenhagen. I de seneste år er disse aktiviteter blevet frasolgt qua strategisk hensyn.

I 1981 blev Jan Carlzon administrerende direktør i SAS, og han besad posten i 12 år, hvilket er langt over gennemsnittet da hele 15 direktører har ageret siden 1946. Hans bedrift var, at han som den første i SAS' ledelse i mange år leverede den proaktive strategiplan "The Businessman's Airline", der satsede på forretningsfolket, som var kunden der kunne betale fuld pris for flybilletten og dermed øge indtægten pr. flysæde. Lanceringen af EuroClass indebar, at man nedlagde første klasse og koncentrerede sig om de tidligere økonomiklassepassagerer, der havde betalt fuld pris for billetten – oftest forretningsfolk og embedsmænd. EuroClass passagerer fik et højere serviceniveau end turistklassen hvilket blandt andet indebar lounge, mad og drikke. Samtidig indførte Carlzon hyppige afgang, præcision, service – og "lidt oveni". Den gamle flåde blev frisket op med maling og nyt interiør og i 1983 blev SAS "Airline of the Year". To år efter havde selskabet for første gang nogensinde et overskud på over en milliard svenske kroner (Horn & Willumsen, 2006:33-34; SAS 2008).

Den næste form for tiltag var i starten af 90'erne hvor der blev foretaget besparelser på tre milliarder svenske kroner, og den nye direktør Jan Reinås fik til opgave at slanke SAS, strukturelt og operationelt. Hans plan indeholdt radikal strukturplan, der skulle rendyrke SAS' kerneprodukt - luftfart. Samtidig skulle der yderligere spares tre milliarder over de kommende to år. Efterfølgeren blev Jan Stenberg, som med afsæt i "det bedste resultat for SAS nogensinde i 1995" snart glemte omkostningsbesparelserne og i stedet satte fokus på Total Quality Management. I årene under Stenberg forsvandt fokus altså som så ofte før fra kunderne og omkostningssiden, og der blev således i 1996 ansat 1600 flere medarbejdere, og yderligere 1450 medarbejdere i 1997. Koncerndirektør Vagn Sørensen var bekymret over udviklingen allerede i 1996 hvor overskuddet var på SEK 1,8 mia. Dette skyldtes at overskuddet i 1995 havde været på SEK 2,6 mia. og trenden dermed var negativ, mens der var en økonomisk vækst i Skandinavien. Selvom SAS generede overskud frem til 2000, var der visse faresignaler. Indtægterne var under pres grundet stigende konkurrence i luften. Desuden steg omkostningerne mere end produktionen (Horn & Willumsen 2006:37-40).

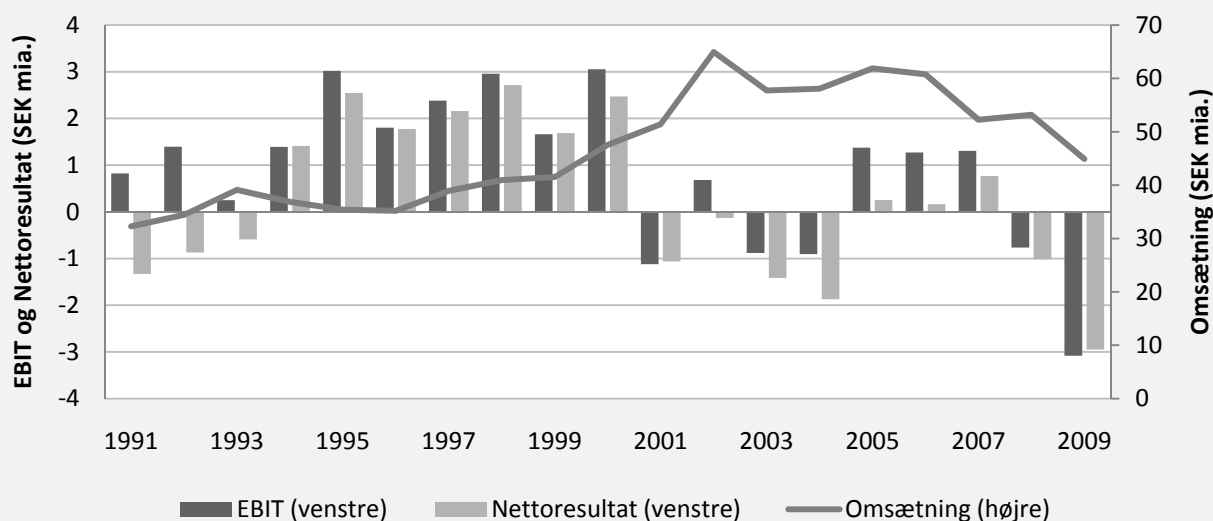
Den ovenstående beskrivelse med spareplaner og skiftende ledelse fortsatte ind i årtusindeskiftet og kulminerede med katastrofens år 2001. Vigende salg, en alvorlig kartelsag, terrorhandlingen i USA 11.

september og den største flykatastrofe i SAS' historie. Oddsene var ikke gode for SAS, men den ene spareplan efter den anden medførte at SAS skar SEK 14 mia. af omkostninger i perioden 2001-2005, hvilket gjorde SAS sparede sig til overskud i 2005. Denne spareplan blev døbt Turnaround 2005 og reducerede enhedsomkostningerne med ca. 30 %. Efterfølgende blev Strategy 2011 introduceret, hvor hovedpointerne var omkostningsreduktioner på 2,8 milliarder svenske kroner, frasalg af datterselskabet Spanair og samtidig salg af aktieposterne i Air Greenland og British Midland. Derefter blev Profit 2008 lanceret hvor essensen var en flådereduktion på 10 %. Seneste tiltag har været Core SAS, lanceret i februar 2009, som vil blive uddybet løbende i de kommende afsnit for at tilvejebringe et nutidsbillede af SAS (Horn & Willumsen, 2006:41-47; SAS Group – Facts, History; SAS 2008).

2.2 Økonomisk udvikling

For at få et bedre indtryk af den økonomiske situation gennem de seneste to årtier er EBIT, nettoresultat og omsætning afbilledet i Figur 2. I perioden fra 1991-2002 steg omsætningen med 100 %, og frem til 2008 faldt omsætningen, så den samlede omsætning i perioden 1991-2009 har haft en vækst på 65 %. I 2009 har SAS med Core SAS dog nedbragt omsætningen via nedlæggelse af diverse ruter og aktiviteter. Den forholdsvis konstante stigning i omsætningen har ikke medført en stigning i EBIT og nettoresultatet. De to sidstnævnte har været meget volatile i de senere år efter en konstant og positiv udvikling i årene 1994-2000. En grundigere analyse af de bagvedliggende faktorer vil derfor senere blive analyseret for at finde sammenhæng og årsagsforklaringer. Seneste år, 2009, gav et underskud på ca. SEK 3 mia. med en

Figur 2: EBIT, nettoresultat og omsætning for SAS 1991-2009



Kilde: SAS Årsrapport 1991-2008; SAS 2009-4Q (Egen tilvirkning)

omsætning på SEK 44 mia.

2.3 SAS' markeder

SAS har altid haft sit primære marked på det skandinaviske marked. I tidens løb er der opkøbt selskaber og ekspanderet med nye ruter. Da de opnåede resultater ikke har afspejlet forventningerne har den nuværende strategi Core SAS igen sat sit fokus på det nordiske hjemmemarked. Dette tiltag er en ud af fem hovedelementer der skal være med til at gøre SAS profitabel igen.

1) Fokus på det nordiske hjemmemarked

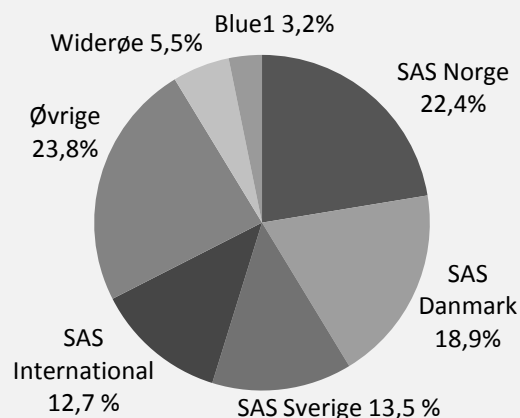
I figur 3 vises omsætningssplittet, hvor det fremgår at ca. 55 % af SAS' omsætning genereres i Scandinavien

Airlines. Medregnes luftfartsselskaberne Widerøe og Blue1 er det hele 2/3 af omsætningen der stammer fra flytrafikken. Den resterende omsætning genereres primært ud fra SAS Aviation Service, hvilket inkluderer SAS Ground Service, SAS Tech og SAS Cargo. I offentliggørelse af første element i Core SAS nævnes samtidig at fokus nu skal være rettet mod kerneaktiviteten lufttrafik, hvilket medfører en løbende outsourcing for dele af SAS Aviation Service de kommende år. Dette tiltag virker fornuftig og i overensstemmelse med tabel 1, hvor det ses at størstedelen af indtjeningen netop stammer fra transporten af passagerer (SAS 2008:36-39).

I figur 4 ses den geografiske fordeling af passagerernes rejser, og rejser i eller imellem Skandinavien står for 56,1 % af volumen. Europa står for 39,3 % og de interkontinentale ruter for 4,6 %.

Hovedmarkedet er derved Skandinavien og Europa, og for at kunne implementere større fokus på det nordiske

Figur 3: Omsætningssplit for SAS 2009



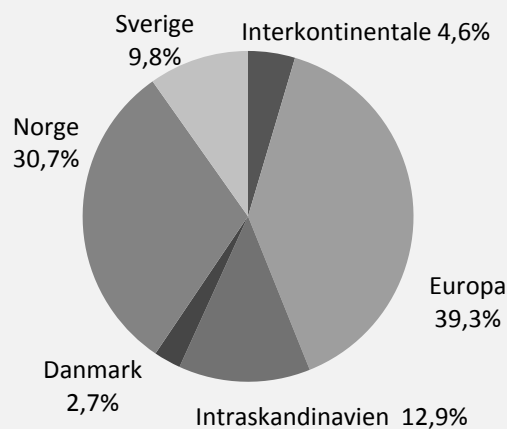
Kilde: SAS Årsrapport 2008 (Egen tilvirkning)

Tabel 1: Indtjeningssplit Okt-Okt 08-09

Sektor	Andel
Passenger revenue	72,3%
Charter revenue	4,5%
Cargo and mail revenue	2,7%
Other traffic revenue	3,9%
Other operating revenue	16,6%

Kilde: SAS 2009 3Q (Egen tilvirkning)

Figur 4: Passagersplit for SAS Group 2009



Kilde: SAS Group, IR, Traffic & Capacity (Egen tilvirkning)

marked har SAS foretaget frasalg og nedlagt oversøiske ruter. Siden strategiplanen i februar har SAS frasolgt airBaltic, Cubic og senest BMI. SAS ejer stadig aktieposter i Air Greenland, Estonian, Skyways, Trust og cargoselskabet Spirit, og her ønskes der forsat frasalg.

Ydermere var det underskudsgivende Spanair netop blevet solgt inden præsentationen af Core SAS (besad stadig 19,9 %, men er frasolgt nu)¹¹. I 2008 blev SAS' hotelkæde Rezidor Hotel Group også solgt fra (SAS 2008:75).

Core SAS' andet element præsenteres som:

2) Fokus på forretningsrejsende og styrke kommercielle tilbud (SAS 2008:8)

Her vil der fokuseres på at flåden skal nedbringes med 10 % og rutenettet med 40 %. Da selskaber er solgt fra og ruter nedlagt hænger dette element fint sammen med første element. Fokus på forretningsrejsende vil ske gennem udvidet fleksibilitet og rutevalg på hjemmemarkedet. Dele af Core SAS minder om Jan Carlzons proaktive strategi "The Businessman's Airline", som viste sig at være vellykket på det daværende tidspunkt. SAS har også sin overvægt i business segmentet som står for 60 % af flyvningerne. Fritidsrejsende står for 35 % og de resterende 5 % er charter rejsende (SAS 2008).

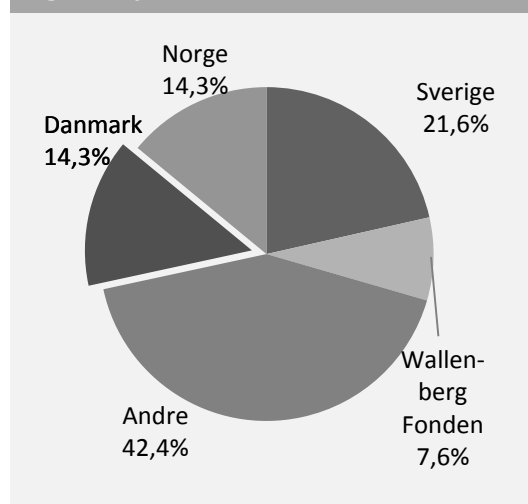
2.4 Ledelse, ejerstruktur og koncernoversigt

Siden 2007 har Mats Jansson stået i spidsen for SAS, og har siden sin tiltrædelse stået overfor store udfordringer for at bringe SAS tilbage på ret kurs – og er arkitekten bag den nye strategi Core SAS.

I 2001 blev SAS omdannet til et aktieselskab, SAS AB, hvor 50% forblev statsejet. De 50 % blev fordelt med den svenske stats ejerskab af 3/7 og de sidste 4/7 ligeligt fordelt mellem Danmark og Norge. De resterende 50 % blev solgt til private aktionærer, hvor størstedelen i dag er institutionelt samt skandinavisk ejet.

Wallenberg fonden er største private aktionær med 7,6 % ellers er de resterende forholdsvis mindre aktionærer (SAS 2008:25-26), samme er gældende efter aktieemissionen i foråret 2009.

Figur 5: Ejerstruktur i SAS (2009)



Kilde: SAS, Årsrapport 2009 (Egen tilvirkning)

¹¹ "SAS: Frasalg godt for vores strategi" – Business.dk, 1. oktober 2009

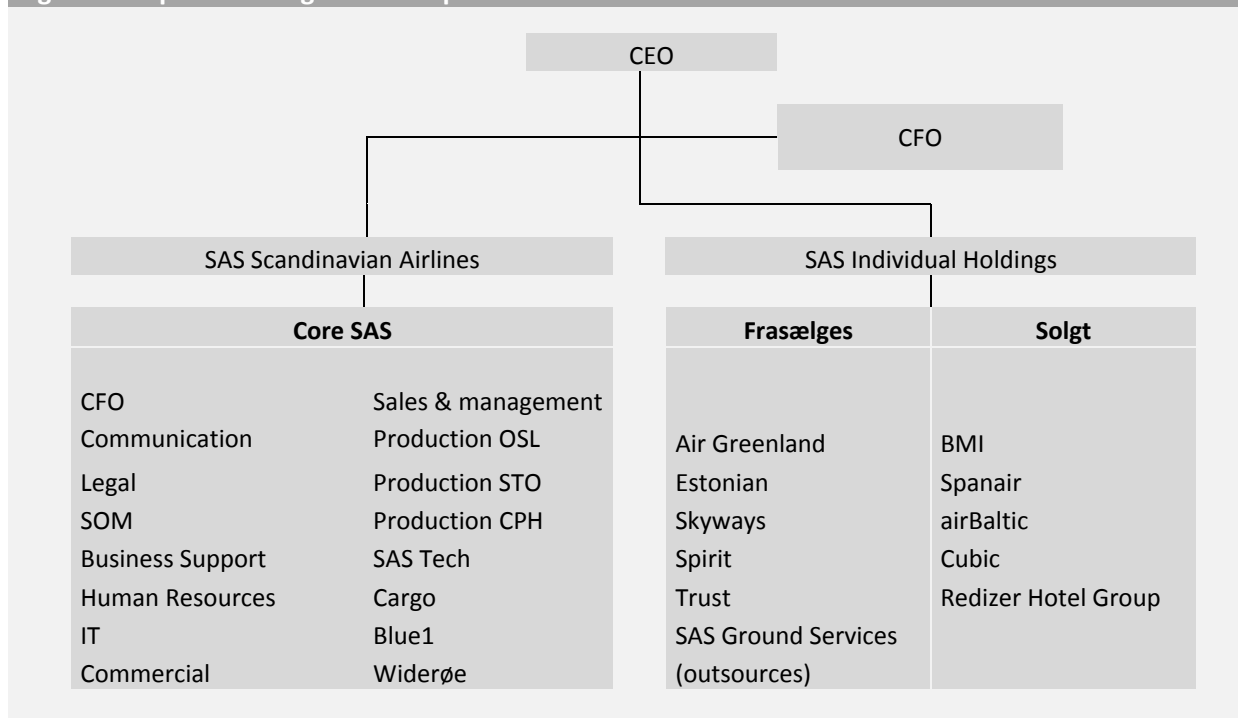
I 2004 blev alle SAS' aktiviteter samlet under SAS Group. SAS' luftfartsselskaber blev organiseret under Scandinavian Airlines Business, der omfatter: Scandinavian Airlines Danmark, SAS Braathens (nu Scandinavian Airlines Norge), Scandinavian Airlines Sverige og Scandinavian Airlines International.

Core SAS' tredje element omhandler en forenkling af organisationen og en kulturel turnaround.

3) Strømlining af organisationen og en kundeorienteret kultur (SAS 2008:8)

Efter frasalg af selskaber og ikke kerneaktiviteter vil den mere simplificerede organisationsstruktur være som i nedenstående figur 6.

Figur 6: Simplificeret organisation qua Core SAS



Kilde: SAS Årsrapport (Egen tilvirkning)

2.5 Resterende Core SAS strategi

De to sidste punkter i Core SAS strategi vil blive behandlet i det følgende afsnit. Det første element vedrører kapitalstrukturen og fremsættes som følger:

4) Styrke kapitalstrukturen

Mere konkret blev der i februar 2009 foretaget en aktieemission som tilførte SAS omkring SEK 6 mia., hvilket forbedrede asset/equity ratioen med 30 %. Aktieemissionens primære formål var at generere kapital til anvendelse af implementeringen af Core SAS. Foruden den bedre kapitalstruktur har SAS fået forhandlet forlængelse på plads af kreditfaciliteter på i alt SEK 6,5 mia. (SAS 2009 2Q; SAS 2008:13). Som tidligere nævnt er SAS efter et hårdt 2009 blevet nødsaget til at foretage samme akt, hvor aktieemissionen lyder på SEK 5 mia., og forlængelse af kreditfaciliteterne er på SEK 5 mia. (SAS 2009-4Q).

Sidste punkt har til formål at bibringe en bedre omkostningsbase.

5) Forbedret omkostningsbase

Efter offentliggørelsen af et massivt underskud for 2008 på SEK 6,3 mia., fyrede SAS 3000 ansatte.

Herudover vil 5600 få nye arbejdsgivere som følge af udlicitering. Desuden bliver flyruterne skåret ned med henholdsvis 10 % på de korte ruter og 18 % på langdistanceruterne. Desuden har SAS fremlagt yderligere fyringer af 1000 medarbejder i løbet af 2009 og i marts 2010 ekstra 300¹². For at få et bedre indblik i hvordan besparelserne skal indhentes er dette skitseret i tabel 2. SAS har med den foregående strategi Stragey 2011 startet besparelserne som skulle

være på i alt SEK 2,8 mia. Af disse er SEK 1,8 mia.

blevet implementeret, og den sidste SEK 1 mia.

implementeres i Core SAS. Udover denne

besparelse på SEK 1 mia., har der været

besparelser på SEK 1,3 mia. fra fornyet aftale

med fagforeningerne. Ifølge Core SAS bliver de

samlede besparelser på det nye

omkostningsprogram SEK 1,7 mia. Efter

implementeringen af Core SAS viser benchmarkingen mod relevante konkurrenter dog stadig et gap på SEK

1 mia., hvilket på sigt er SAS' intension at lukke via kollektive aftaler (SAS 2008:11; SAS Group - Strategy 2011:15)¹³.

Afslutningsvis inddrages de ovenstående besparelser i indtjeningen hvilket er gengivet i tabel 3. Tabellens

tal er fra pressemeddelelse om Core SAS⁵ plus senere

pressemeddelelser, hvor der er oplyst hvordan år

2008 ville have været påvirket ved implementering af

Core SAS. Udgangspunktet er resultat før skat hvor

problembarnet Spanair er medregnet med et

underskud på hele SEK 2,2 mia. Spanair er frasolgt i

forbindelse med Core SAS' mere fokus på det

nordiske hjemmemarked, og Spanairs samt andre

selskabers frasalg vil forbedre indtjeningen med SEK

2,5 mia. Fokus på forretningsrejsende generer SEK

Tabel 2: Omkostningsgap efter Core SAS

Omkostningsgap ved start af Strategy 11	6,8
- Implementeret besparelse Strategy 11	-1,8
Omkostningsgap ved start af Core SAS	5,0
- Ikke realiseret besparelse Strategy 11	-1,0
- Aftale med fagforeninger Core SAS	-1,3
- Besparelsesprogram Core SAS	-1,7
Omkostningsgap efter Core SAS	1,0

Kilde: SAS Årsrapport 2009 (Egen tilvirkning)

Tabel 3: Forventet indtjening efter Core SAS

EBT (incl. Spanair)	-2,6
+ Fokus på Nordisk hjemmemarked	2,5
+ Fokus på forretningsrejsende	0,8
+ Aftale med fagforeninger	1,3
+ Besparelse fra Strategy 11	1,0
+ Besparelsesprogram Core SAS	1,7
Resultat efter Core SAS	4,7
Total Core SAS effekt	7,3
+/- effekt fra den økonomiske krise	? ?

Kilde: SAS Årsrapport 2009⁵ (Egen tilvirkning)

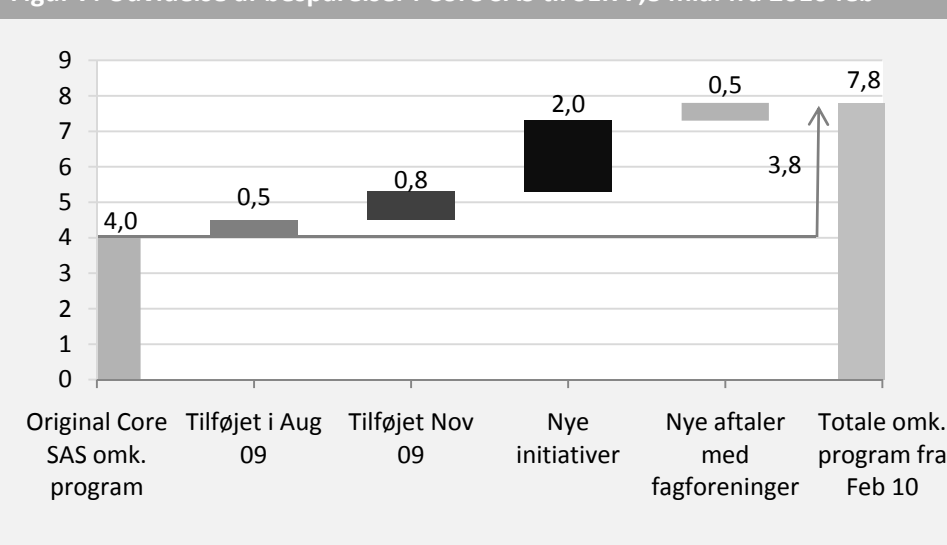
¹² "SAS nedlægger 300 flere jobs end ventet" – epn.dk, 15. marts 2010

¹³ SAS - Fondsbørsmeddelelse 3. februar 2009 – "SAS Group launches Core SAS – renewed strategic approach for a competitive and profitable airline, including a right issue of SEK 6 billion".

0,8 mia., og Core SAS' besparelserprogram forbedrer indtjeningen med i alt SEK 4 mia. Alle effekterne fra Core SAS vil dermed forbedre indtjeningen med samlet SEK 7,3 mia., hvilket i 2008 kunne have forbedret resultatet før skat fra et underskud på SEK 2,6 mia. til et overskud før skat på SEK 5,2 mia. Hvorvidt indtjeningseffekterne på henholdsvis SEK 2,5 mia. fra fokus på det nordiske marked og SEK 0,8 mia. via det forretningsrejsende fokus er realiserbare vil blive analyseret dybere i det kommende afsnit. Det største spørgsmål er den nuværende økonomiske krises effekt på økonomien, lufttrafikken og dermed SAS.

I figur 7 fremgår det, at SAS løbende har udvidet besparelser i 2009, hvormed de får besparelser på i alt SEK 7,8 mia. og derved næsten fordobler Core SAS' udgangspunkt på SEK 4 mia. i besparelser. Tiltagene har været nødtvunget qua effekterne fra den økonomiske krise har været endnu værre

Figur 7: Udvidelse af besparelser i Core SAS til SEK 7,8 mia. fra 2010 feb



Kilde: SAS, Analyst material 4. kvartal 2009

end frygtet og luftfartsbranchen har stået overfor et af de mest udfordrende år i luftfartsbranchens historie. Seneste besparelse er en aftale med fem fagforeninger i starten af marts 2010 på SEK 500 mio.¹⁴. Disse effekter vil blive analyseret dybere i det kommende afsnit, samt hvordan SAS tilpasser sig denne situation.

3 Strategisk analyse

Den strategiske analyse er nødvendig i og med at verden er foranderlig og dynamisk, hvorved de historiske trends i de finansielle værdidrivere ikke uden videre kan ekstrapoleres til de kommende perioder. I en dynamisk verden kræves en analyse af de bagvedliggende faktorer der har størst indflydelse på de finansielle værdidrivere, for at forventningerne til fremtiden bliver realistiske, og de dermed kan anvendes i budgetteringen og værdiansættelse.

Den strategiske analyse vil ikke anvende de klassiske strategiske analysemodeller slavisk. Kendskab til modeller som PESTLE, Porters Five Forces, Porters generiske strategier etc. har dog gjort det nemmere at få

¹⁴ "SAS-aftalen en vigtig dråbe i havet" – borsen.dk, 12. marts 2010

en mere struktureret gennemgang af omverdenen, branchen og SAS, for derefter at fokusere på de relevante elementer der påvirker Key Performance Indicators (KPI'erne). Hvis det er hensigtsmæssigt vil modellerne blive inddraget, ellers er fokus på at genere relevante konklusioner fra praksis frem for teoretiske scenarier.

En undersøgelse foretaget blandt IATA-medlemmer identificerede de mest kritiske finansielle faktorer luftfartsbranchen stod overfor ifølge dem selv. Her var de to vigtigste årsager kontrol over omkostningerne samt adgang til kapitalmarkederne. Herudover blev der nævnt valutaeksponering, flåde erstatning og køb af nye fly, generelle tab i industrien og inkonsistent profit, samt lav yield til dækning af finansieringen (Morrell, P. S. 1988). SAS fremhæver selv vigtige KPI'ere som udviklingen i økonomien, efterspørgslen (RPK), belægningsgraden (% af ASK - loadfactor), konkurrencen, enhedsomkostninger og indtjeningen (yield) (SAS – Investor Road Show). Nærværende kapitel vil derfor forsøge at komme bag disse nøgelfaktorer og analysere hvad der driver disse. Afslutningsvis vil der blive konkluderet på kapitlet med en oversigt over udviklingen i KPI'erne.

Gennemgangen vil både inddrage data fra luftfartsbranchen globalt via IATA, europæisk via AEA samt specifikt for SAS og konkurrenterne. Dette skal være med til at give et bredt, dækkende og indsigtsfuldt helhedsbillede af faktorerne der påvirker SAS.

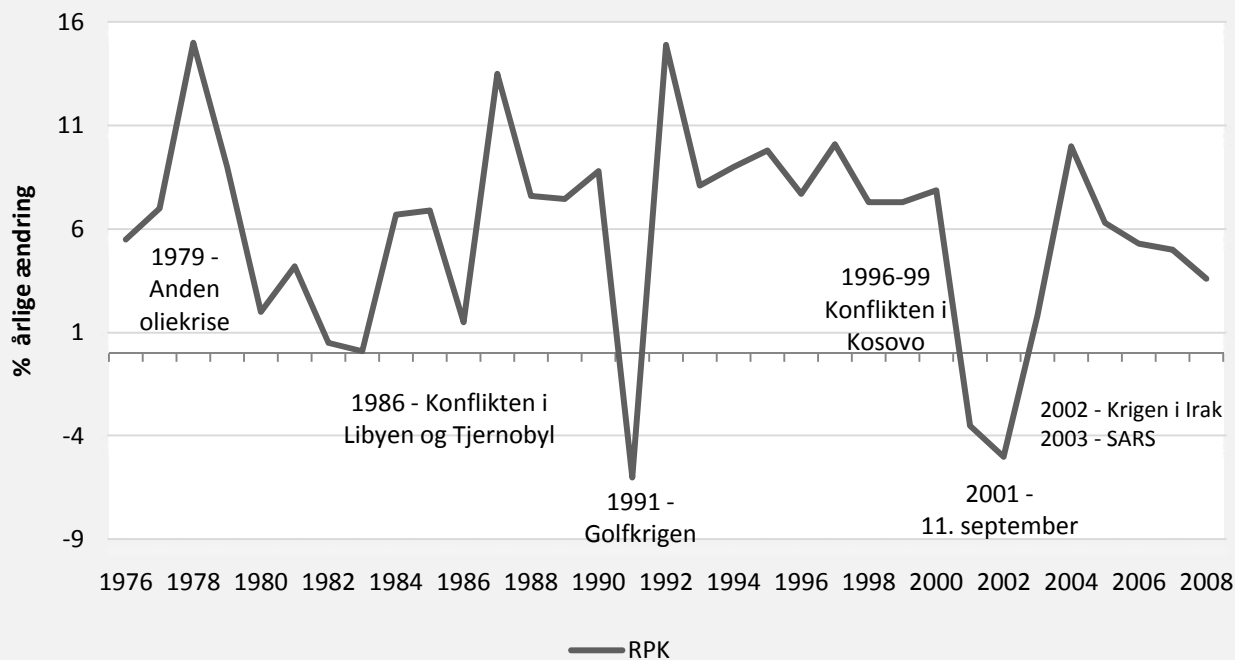
3.1 Luftfartsbranchen – en cyklisk industri

Luftfartsbranchen er en meget konjunkturfølsom industri, hvilket gør, at indtjeningen afhænger af de makroøkonomiske trends (Koller T. et al 2005:671). I figur 8 ses udviklingen i RPK over tid for AEA selskaberne. Det fremgår tydeligt, at flytrafikken påvirkes af mange faktorer såsom politiske konflikter, krig, terror, råvarepriser, sygdomsudbrud etc. Dette er alle begivenheder som er uundgåelige, men samtidig umulige at forudsige.

Angående terror er der efter 11. september 2001 blevet indført yderligere sikkerhedsforanstaltninger, hvilket har krævet ekstra omkostningerne for lufthavnene og luftfartsselskaberne. Disse omkostninger menes dog at være på et niveau, hvor luftfartsselskaberne ikke vil komme til at betale yderligere, men i stedet vil blive finansieret af staterne selv, hvis de ønsker yderligere sikkerhed. Derfor vil denne omkostning ikke blive gennemgået yderligere. Samtidig er der andre enhedsomkostninger der har betydelig mere effekt på resultaterne for SAS, hvorved disse i stedet analyseres i senere afsnit.

Den førnævnte chokeffekt synes ud fra figur 8, næste side, ikke at være en længerevarende nedtur, men et hurtigt tilbagevende til normalt niveau. Derved skal der analyseres dybere når en forklaring på hvorfor luftfartsbranchens langsigtede afkast både er marginal og cyklisk.

Figur 8: Historisk udvikling i den europæiske RPK, AEA

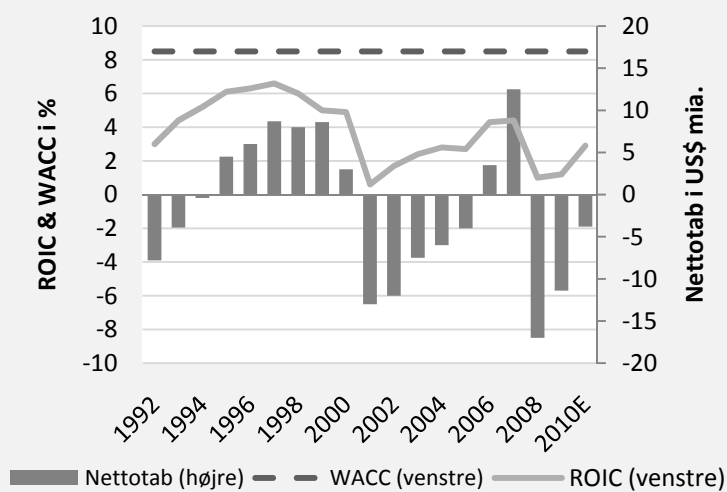


Kilde: AEA – State of the Industry 2008; Horn, P., & Willumsen, J. W. (2006:97) (Egen tilvirkning)

Over de sidste fire årtier, er 5-6 års afkast blevet afløst af to til fire med underskud. Luftfartsbranchen er af natur ustabil, hvilket skyldes, at det er en industri der konstant bliver ændret qua udvikling og restriktioner – både internt og eksternt. (Doganis, R., 2006:7). I figur 9 kan den cykliske natur tydeligt ses i perioden 1992-2010E¹⁵. I årene 1992-1994 var der et nettotab for medlemmerne af IATA. Efter 1994 begyndte væksten i efterspørgsel at accelererer igen og omkostningsbesparelserne udført under kriseårene fik sin indvirkning. Dette medførte at luftfartsselskaberne igen skabte profit helt frem til år 2000.

I år 2001 begyndte en ny nedtur for luftfartsbranchen i fire år, og denne nedtur

Figur 9: Udvikling i nettotab, ROIC og WACC for den globale luftfartsbranche, IATA



Kilde: IATA - Airline industry outlook, September 2009
(Egen tilvirkning)

¹⁵ 2010E henviser til at det er et estimeret forecast

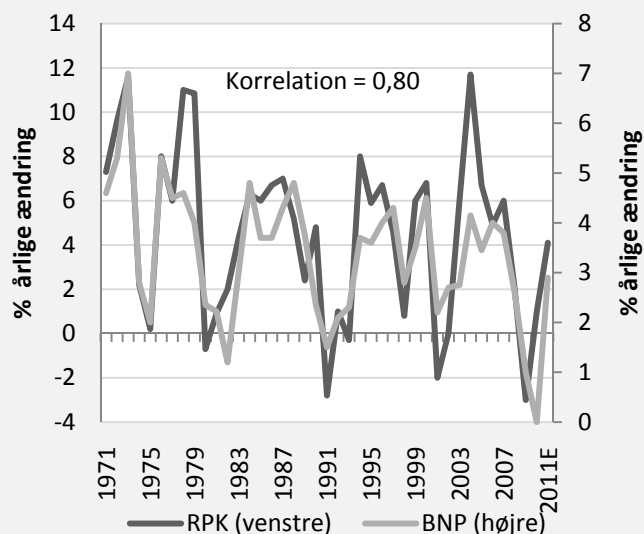
blev forværret markant af en tidligere nævnt chokeffekt – terrorangrebet 11. september 2001. I tidligere cyklusser var hovedårsagen en sænkning i tempoet for de store økonomier (Doganis, R. 2006:9). Allerede i 2000 var der advarselssignaler på grund af laver tempo i økonomien, men denne blev dog sløret eller ignoreret af en overordnet profit i hele industrien.

Først i 2006 blev hele industrien igen profitable blot for at møde skæbneåret 2008, hvor hele verdensøkonomien mødte den værste krise siden 1930'erne og som den stadig befinder sig i. Både krisen i 2000 og den nuværende krise blev ekstra hårdt ramt af de bedst betalende gæster – business rejsende – pga. henholdsvis dot.com boblen og omkostningsbesparelser samt likviditetsbegrænsning.

I figur 9 ses, at afkastet på den investerede kapital (ROIC) ikke lever op til det forventede afkast (WACC), som ifølge IATA ligger på ca. 8-9 % for luftfartsbranchen. Denne iagttagelse er overraskende i det henseende at der reelt destrueres værdi hvert eneste år, og spreadet har siden 2001 været markant. Grunden til den lave ROIC siden år 2000 skyldes primært en stor overkapacitet. Specielt på de internationale long-haul ruter er konkurrencen øget efter en deregulering af mange ruter. Desuden har luftfartsbranchen haft en vækst i globale alliancer, hvilket har medført, at der via udnyttelse af selskabernes forskellige rutenetværk kan udbydes en masse alternative medium- og long-haul ruter i samarbejde. Samtidig har der været og er nationale selskaber, flag carriers, som kan mistænkes for ikke at optimere industrien, men i stedet har nationale interesser i form af infrastruktur, fastholdelse af jobs etc. og derigennem forlænger levetiden på konkurstruede selskaber. Denne overkapacitet er med til at presse yielden ned da luftfartsselskaberne dermed er i konkurrence om markedsandelene. Ydermere er low-cost selskaberne frembrudt, som tager store markedsandele og tvinger de traditionelle selskaber til at nedlægge ruter. Der er altså flere faktorer der presser yielden ned. Situationen forværres blot ved at omkostningerne samtidigt er begyndt at stige. Luftfartsselskaberne har gennem det seneste årti mødt udfordringer, og fremtiden i luftfartsbranchen ser hård ud. Alle de førnævnte faktorer vil blive analyseret i dybden.

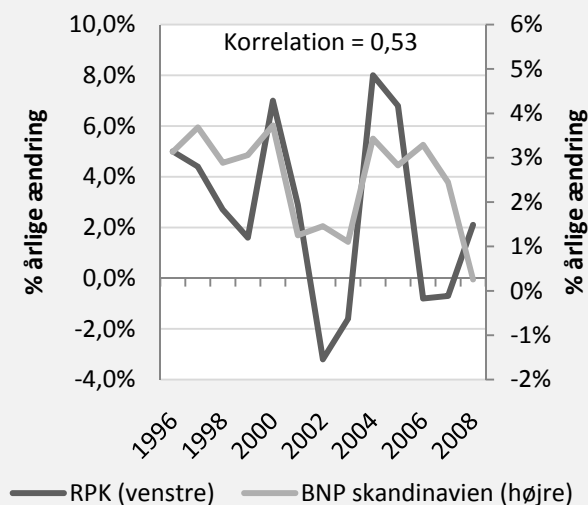
Luftfartsbranchen blev tidligere beskrevet som en meget konjunkturfølsom industri. I figur 10, næste side, fremgår det, at der er en historisk sammenhæng mellem BNP og efterspørgslen udtrykt ved RPK. Med en korrelation på 0,80 følger væksten i den globale lufttrafik udviklingen i verdens BNP. En tommelfingerregel er, at lufttrafikken stiger dobbelt så hurtigt som BNP (R. Doganis, 2006:17). Ifølge IATA har der i perioden 1971-2007 været en gennemsnitlig stigning i den globale RPK med 1,6 gange BNP, hvor denne faktor de senere år er blevet mindre (IATA – Economic Briefing 2008). Logisk giver dette god mening, i og med at flytrafikken bliver mere mættet jo flere selskaber og ruter der opstår. I figur 11 er sammenhængen mellem RPK og BNP i Skandinavien for SAS afbilledet. Korrelationen er her noget lavere 0,53 over de seneste 12 år. En forklaring kan være SAS' forskellige strategier eller blot det faktum, at der analyseres på et mere deaggregeret niveau i forhold til verden som helhed. Et godt estimat for efterspørgslen må dog siges at være udviklingen i BNP.

Figur 10: Udvikling i RPK og BNP globalt, IATA



Kilde: IATA – Economic Briefing 2008, december

Figur 11: Udvikling i RPK og BNP for henholdsvis SAS og Skandinavien.

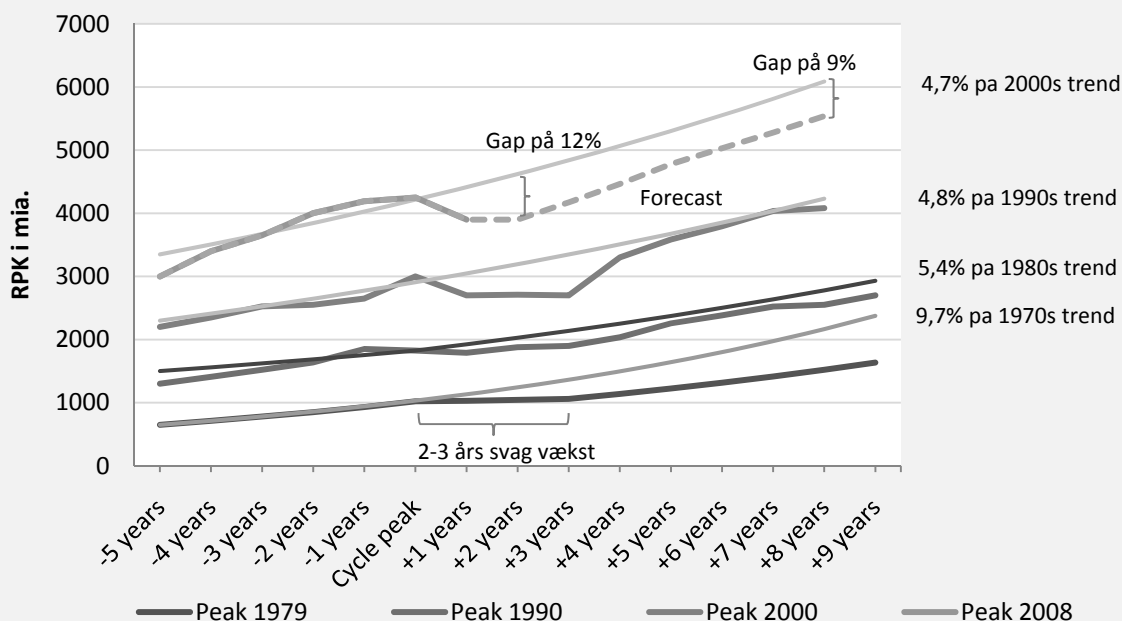


Kilde: SAS Traffic Capacity samt årsrapporter

Efter at have fundet en estimator i BNP, er det nærliggende at analysere de underliggende drivere for denne. Derfor analyseres den internationale makroverden for at få et bedre billede af de kommende års udvikling samt den langsigtede vækst.

I figur 12 ses udviklingen i den globale RPK op til en cyklisk top og årene efter. Varigheden har typisk stået

Figur 12: Udvikling i global RPK i mia. før og efter en "cycle peak"



Kilde: IATA Economic Briefing December 2008 (Egen tilvirkning)

på i tre år for luftfartssektoren, hvor der i årene enten har været en negativ, nul, eller meget svag vækst i den globale RPK. Herudover iagttages der, at den historiske erfaring har været, at volumen sjældent vender tilbage til den tidligere trend eller peak-to-peak vækst. En vækst på over 4 % forventes der derfor ikke før år 2011. Økonomiske forecasts antyder at luftfartstrafikken på mellemlang sigt vil være under den tidligere trend. I 2010 vil der være et gap på trendlinjen og den estimerede reelle udvikling, hvilket vil blive indsnævret løbende og ende med et gap i 2016 på 9 %.

Da varigheden typisk har været to til tre år før luftfartssektoren har stabiliseret væksten betragtes denne periode for det korte sigt.

Kort sigt

Følgende afsnit bygger på OECD Economic Outlook, November 2009 og IMF, The World Economic Outlook, oktober 2009, hvor IMF er den mest pessimistiske. Afsnittet er opbygget med forfatterens "egen" mening af markedet ud fra disse rapporter. Efter en dyb recession befinder verdensøkonomien sig i begyndelsen af et konjunkturopsving. Aktivitetsfremgangen har været undervejs siden foråret, hvor en række konjunkturindikatorer bundende, privatforbruget i USA blev stabiliseret, og industriproduktionen i Asien begyndte at stige. Økonomien er bl.a. trukket ud af recessionen af historisk store finans- og pengepolitiske lempelser, herunder massiv støtte til den finansielle sektor, og endnu er der ikke tegn på, at økonomien er på vej ind i en periode med selv bærende vækst, drevet af den private efterspørgsel. Opsvinget er således skrøbeligt, og den næste store økonomisk-politiske udfordring bliver at iværksætte en intelligent exit-strategi for den ekspansive økonomiske politik.

De omfattende politiske indgreb har, sammen med de forbedrede udsigter for realøkonomien, bidraget til at øge risikovilligheden blandt investorerne. Kurserne på børsnoterede aktier er steget kraftigt siden 2009-bunden i marts, ligesom spændet mellem renten på obligationer udstedt af virksomheder og statsobligationer er indsnævret markant. Markedernes mere stabile tilstand bærer imidlertid fortsat præg af myndighedernes understøttende indgreb, og forholdene er stadig et stykke fra at være normaliserede. Der er endnu stor usikkerhed omkring det videre vækstforløb. Baseret på de historiske erfaringer med recessioner, som er globale og kendetegnet ved finansiell uro og vigende boligmarkeder, forventes det kommende opsving at blive langsomt.

På den anden side er der også forhold, som peger på, at opsvinget kan være stærkt i de nærmeste kvartaler. Blandt de stærkeste cykliske kræfter til at kickstarte økonomien er en stor lagertilpasning i industrien. Lagerændringer bidrager ofte stærkt til den samlede vækst ved en konjunkturvending, da virksomhederne typisk har svært ved at justere produktionen i takt med efterspørgslen. Under den aktuelle krise har industrien skåret så kraftigt i lagrene, at produktionen var blevet markant mindre end salget. Det er ikke holdbart i længden, hvorfor det midlertidigt har været nødvendigt at øge produktionen mærkbart – både mhp. retableringen af lagre og tilpasningen af produktionen til efterspørgslen.

Desuden er effekterne af de rekordstore hjælpepakker endnu ikke slået fuldt igennem på økonomien. USA har allerede gennemført skattelettelser, mens Europa kun lige er begyndt at få en virkning af pakkerne, ligesom finanspolitikken generelt er lempet kraftigt i Japan og emerging markets-landene i Asien. Globalt er de pengepolitiske renter historisk lave, og der tages fortsat ekstraordinære tiltag for at stabilisere interbank- og kreditmarkederne.

For 2010 ventes en vækst i det globale BNP på 3,5 % mod omkring 5 % i perioden 2004-2007.

Opsvinget eller den øget aktivitet i 4. kvartal 2009 og 1. kvartal 2010 er primært kommet fra de midlertidige bidrag fra lagre og økonomiske stimuli. På lidt længere sigt (2.-4. kvartal 2010) er det privatforbruget og erhvervsinvesteringerne, der skal trække økonomien. Her er vækstpotentialet mere afdæmpet, hvorfor tempoet forventes at aftage til et niveau, der er lidt under det normale. I 2011 forventes væksten at stige, men vil først normaliseres i 2012.

Forventningerne om en lidt svagere end normal vækst bygger bl.a. på, at ledighedsstigningen vil fortsætte et godt stykke ind i 2010 og måske 2011, hvilket vil lægge en dæmper på privatforbruget. Dertil kommer, at den finansielle sektor sandsynligvis fortsat vil være tilbageholdene med at låne ud. I tabel 4 er den ovenstående analyse af BNP sammenholdt med landenes egne forventninger gengivet for perioden 2009-2011. SAS' omsætningssplit, jf. figur 3, er medtaget for at få en samlet vækst for koncernen som afspejler hvilke markeder SAS agerer på. Herved estimeres en vækst på 1,08 % for 2010 og 1,93 % for 2011. Strategien Core SAS har dog stor betydning for KPI'erne, da SAS bl.a. reducerer kapaciteten med 20 % via flådereduktion (SAS Group, Investor Road Show - February 2009). Effekten heraf fremgår af SAS' regnskab for 4. kvartal 2009, hvor omsætningen for hele året er faldet med 15,0 %. I værdiansættelsen tages der selvfølgelig højde for dette.

Mellemlang og lang sigt

Efter implementeringen af Core SAS forventes udviklingen for SAS igen at følge udviklingen i økonomien. I figur 12 fremgik det, at tre år efter en cyklisk top ville der være et gap på 12 % for RPK i forhold til trenden. Dette skulle ifølge IATA indsnævres til 9 % i 2016, hvorved der er en lille stigning i væksten foruden trenden på lang sigt. I tabel 5, næste side, er BNP væksten udregnet på samme måde som i tabel 4. Her er væksten i BNP for perioden 1994-2008 anvendt, og ydermere er andelen for EU og "verden's" andel sænket med 10 % og ligeligt fordelt på Danmark, Sverige og Norge. Dette skyldes, at SAS igen satser på kernemarkedet

Tabel 4: Vægtet BNP vækst - kort sigt

Område	Vækst i %	Andel af omsætning	Vægtet vækst
Sverige 2010E	1,17	13,5%	0,16
Sverige 2011E	2,50	13,5%	0,34
Norge 2010E	1,27	27,9%	0,36
Norge 2011E	1,82	27,9%	0,51
Danmark 2010E	0,92	18,9%	0,17
Danmark 2011E	1,51	18,9%	0,29
EU og verden 2010E	1,00	39,7%	0,340
EU og verden 2011E	2,00	39,7%	0,79
Samlet 2010E	1,00	100,0%	1,08%
Samlet 2011E	1,00	100,0%	1,93%

Kilde: IMF & OECD data (Egen tilvirkning)

Skandinavien og dermed får større andel her. Den langsigtede vækst beregnes herved til 2,63 %. Til sammenligning har Airbus et estimat i væksten på RPK i Vesteuropa på 3,8 % p.a. over de næste 20 år (Airbus Global market forecast 2007-2026). For at tallene kan sammenlignes skal der tages højde for den tidligere nævnte multiplikator mellem RPK og BNP på 1,6, hvor tendensen de senere år havde været nedadgående. Sammenholdes dette med IATAs forventning om at megen af væksten i fremtiden vil komme fra østen, samt SAS' agerer på et mættet marked, vil der blive anvendt en multiplikator på 1 i forhold til BNP væksten. Dermed fås en vækst for SAS i RPK på 2,63 % hvilket er en anelse mere konservativt end Airbus' forventninger til Vesteuropa.

Tabel 5: Vægtet BNP vækst - lang sigt

Område	Vækst i %	Andel af omsætning	Vægtet vækst i %
Danmark (1994-2008)	1,95	22,2%	0,43
Sverige (1994-2008)	2,29	16,8%	0,38
Norge (1994-2008)	2,95	31,2%	0,92
EU og verden (historisk)	3,00	29,8%	0,89
Langsigtet vækst	1,00	100,0%	2,63

Kilde: IMF data – oktober (Egen tilvirkning)

3.2 Enhedsomkostningernes struktur, udvikling og indvirkning

I ovenstående blev luftfartsbranchen beskrevet som dynamisk og cyklisk. Grundlæggende er der tre nøglefaktorer som bestemmer om et luftfartsselskab er profitabelt eller ikke. Disse er enhedsomkostninger, billetpriserne (yield), og herudover belægningsgraden (loadfaktoren). Lave yields kan blive kompenseret af højere loadfactor, hvorved den totale yield overstiger omkostningerne. Omvendt vil en lav loadfactor kræve at yelden presses op for at genere samme output som tidligere. I begge tilfælde kan problemet dog løses ved at sænke enhedsomkostningerne (Doganis R., 2006:275). I følgende afsnit analyseres netop enhedsomkostninger og den generelle omkostningsstruktur, hvorefter yield og loadfaktoren analyseres i efterfølgende afsnit.

De forrige cyklusser har været kendetegnet ved, at når nedturen slog ind blev enhver form for nedskæring i omkostningerne foretaget hvis der var mulighed for det. Medarbejderfyringer, lønnedgang eller indefrysning af løn, udviklings- og træningsbudgetter droppet, flådefornyelse udsat, og nogle få tabsgivende ruter nedlukket etc. Herefter fulgte en optur og luftfartsselskaberne tjente igen penge, og ledelsen mistede igen fokus og presset på enhedsomkostninger og herefter steg de førnævnte faktorer igen. Nedskæringerne i enhedsomkostningerne har altså været en kortsigtet strategi. Via den internationale liberalisering og low-cost selskabernes opståen har disse medvirket og vil medvirke til øget pres på de fleste ruter og derved yelden. Omkostningsreducering bør derfor ikke længere være en kortsigtet strategi mod kriser, hvor yelden og load-faktoren falder. Det bør være en kontinuert og permanent proces for at skabe værdi (Doganis R. 2006:273).

Den langsigtede trend i den gennemsnitlige yield er på de fleste markeder nedadgående qua liberalisering og overkapacitet, hvor low-cost selskaberne har været med til presse priserne ned. En af de klassiske strategier på sådan en trend er ofte blandt analytikere at fokusere på omkostningerne. Analytikerne foreslår kapacitetsnedsættelse, hvilket vil stramme udbud-efterspørgsels forholdet, hvorved luftfartsselskaberne kan hæve yielden og herigennem skabe profit trods krisen. Men som det ses af figur 13 har yielden siden dereguleringen i de sene 70'ere fulgt enhedsomkostningerne med en korrelationskoefficient på 0,99.

Dette er i overensstemmelse med andre analyser som finder bevis for at luftfartsbranchen har en meget intens konkurrence og ikke er i stand til at skabe yields signifikant over

enhedsomkostningerne og derfor er en marginal industri. Yields steg fx markant i 2007-2008 grundet brændstofprisernes stigning (IATA Economic Briefing, december 2008).

Gennem 2009 er enhedsomkostningerne faldet markant qua faldet i olie og brændstofpriserne, og igen er yields fulgt med ned.

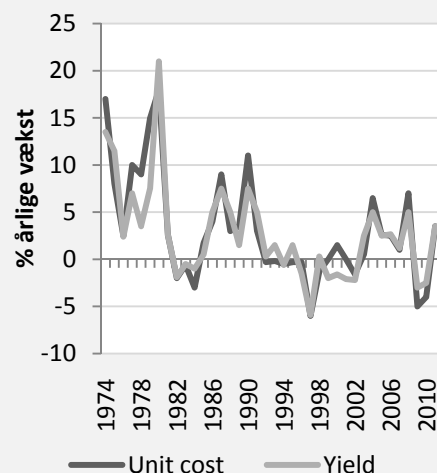
En undersøgelse af IATA fra oktober, hvor de forskellige luftfartsselskabers CFO'er udmelder deres vurdering af markedet over de seneste 3 måneder samt de kommende 12 måneder, var udmeldingen, at omkostninger var blevet sænket over de seneste 3 måneder samt at alle de tidligere besparelse begyndte at give frugt. Over de kommende 12 måneder frygtede majoriteten en yderligere stigning i olien qua en øget efterspørgsel på energi gennem økonomiens bedring.

Brændstoffets betydning og udvikling

I figur 14 ses de tre største enhedsomkostninger i form af brændstofsomkostninger, samt lønomkostninger til både direkte løn, men også indirekte til administrationsomkostningerne i forhold til salg af billetter. Først analyseres brændstof og efterfølgende lønomkostninger.

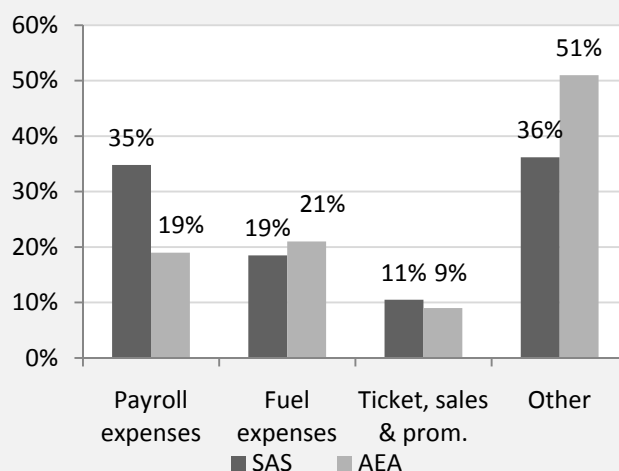
For både SAS og AEA selskaberne står brændstof for ca. 20% af de samlede omkostninger. SAS havde hedget 53% af olieforbruget primært via optioner, hvilket sparede SAS for i alt SEK 155,6

Figur 13: Enhedsomkostninger og yields, IATA



Kilde: IATA – Economic Briefing, December 2008 (Egen tilvirkning)

Figur 14: Omkostningsplit, AEA og SAS 2008



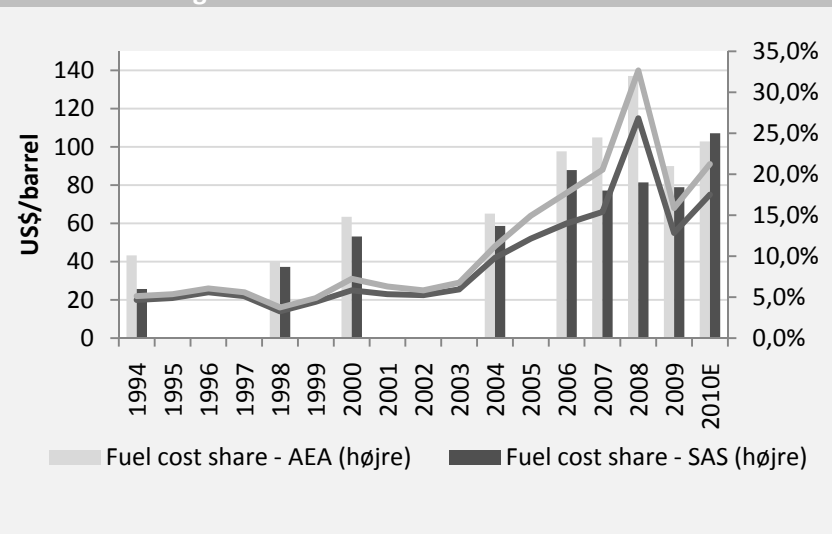
Kilde: AEA – State of the industry 2008; SAS årsrapport 2008

mio. Formålet med denne afdækning er at undgå en fastlåsning af for meget af det forventede forbrug qua ændringerne i olieprisen sker meget hurtigt (SAS 2008:30). SAS' hedging strategi har de senere år været at afdække 40-60% af risikoen ved indkøb af brændstof. SAS ser ikke sig selv som en olieekspert, og formålet er i stedet at følge en konsekvent strategi når de afdækker deres risici¹⁶. Ydermere er det velkendt at dollarkursen og olieprisen er negativt korreleret, hvilket historisk har været med til at minimere olieprisens stigninger for europæiske selskaber.

I figur 15 ses udviklingen i prisen for olie, og brændstofsprisen følger tæt denne udvikling. Fra 2003 har der været en støt stigning i prisen frem til efteråret 2008, hvor prisen kollapsede med en oliepris på ca. 140\$/tønne til en pris på 35\$/tønne (Euroinvestor – Crude Oil), hvilket skyldes at den finansielle krise opstod og efterspørgslen blev sat i stå. Gennem perioden fra 1994-2007 ses det tydeligt at brændstof har fået større og større andel af de samlede enhedsomkostninger.

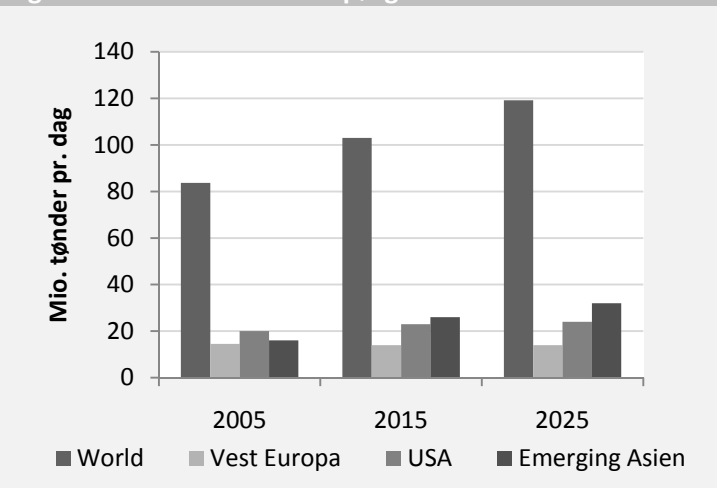
Den langsigtede afhængighed vil dog være stor da olie er en begrænset ressource. Verdens olieefterspørgsel er estimeret til en stigning fra 83,7 mio. tønner pr. dag (2005) til 119,2 mio. tønner pr. dag i 2025, jf. figur 16. Dette giver en årlige vækstrate på 1,48%. Olieefterspørgslen i emerging-landene i Asien vil vækste med approksimativt 2,96% og derved øge deres andel af verdens efterspørgslen fra 20,0% til 28,2% i

Figur 15: Udvikling i den årlige gennemsnitlige brændstovsværdi, og andel for SAS og AEA selskaberne



Kilde: AEA – State of the industry 2008; 2008 årsrapporter (Egen tilvirkning)

Figur 16: Verdens olieefterspørgsel



Kilde: AEA – Operation Economy of AEA Airlines 2007

¹⁶ "SAS er selv skyld i den akutte kris" – Business.dk, 14. juni 2008

2025. Det vestlige Europas olieefterspørgsel er estimeret til et lille fald. En stærk udsigt til efterspørgselsvækst sammenkoblet med den begrænsede udbudskapacitet indikerer prisstigninger for fremtiden.

Udbuddet af olie og dermed brændstofspriserne er bestemt eksternt af primært OPEC-landene. Samtidig er der et stort spekulativt element i prisen via efterspørgslen, da olie bliver handlet som aktier på børsen. Den eneste måde luftfartsselskaberne kan minimere denne omkostning er via at have så brændstofeffektiv flåde som muligt – hvilket gøres via at have så ny som muligt flåde. Hvor stor effekt dette har ses der nærmere på i senere afsnit om flåden.

Olieprisen var i marts 2010 tilbage på 80 \$/tønne. Med denne pris ses det i figur 15 at brændstoffet har en andel på omkring de 20 %, hvilket også forventes at blive det langsigtede niveau.

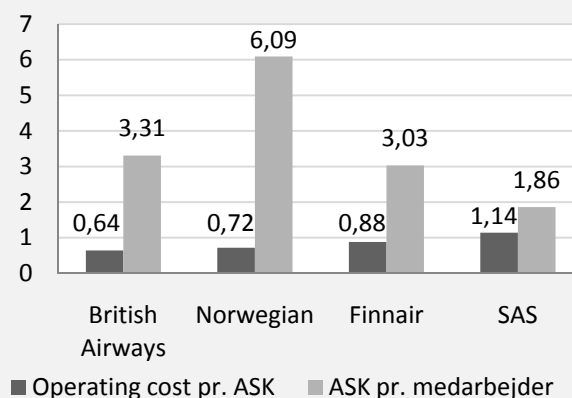
Lønomkostninger

Af figur 14 fremgår det at salget, billetudstedelse og distributionen står for i alt ca. 10 % for både SAS og AEA selskaberne. Denne enhedsomkostning er de senere år begyndt at foregå via internettet og automatiske check-in maskiner hvorved en del personale spares. I 2009 var der hele 40 % for SAS der enten brugte check-in via internettet eller check-in maskiner. Low-cost selskaberne har taget denne metode til sig, og af figur 14 ses det, at SAS også er ved at være på niveau med de resterende AEA selskaber. I præsentationen af 2. kvartalsregnskab 2009 fremgår det at "self service check-in" er steget fra 25% til 70% siden 2002.

Foruden brændstofsomkostningerne og salgs-, billetudstedelses- og distributionsomkostningerne er der en anden og meget væsentlig omkostning for især SAS. I figur 14 fremgik det at lønomkostningerne for SAS stod for hele 35% af enhedsomkostningerne, hvorimod AEA selskaberne kun brugte 19% på lønomkostninger. Da denne post netop er variabel og internt styret bør der ikke være denne markante forskel. Andre omkostninger som sikkerhed, forsikringer, grounding service, slots etc. er eksternt givet, og derfor er det måske netop forskellen i lønomkostningerne der kan kendetegne et profitabelt selskab fra et tabsgivende selskab. I figur 17 ses ASK pr. medarbejder for SAS og tre konkurrenter. Det fremgår igen, at SAS anvender relativt flere medarbejdere end deres medarbejdere.

Det kommer til udtryk ved at SAS ligger markant

Figur 17: Operating cost pr. ASK og ASK pr. medarbejder



Kilde: Årsrapporter 2008 (Egen tilvirkning)

under serviceselskaberne Finnair og British Airways, mens Norwegian virkelige er effektive i og med de har tre gange flere udbudte sæder pr. medarbejder end SAS. Herudover ses det også, at de samlede operationelle omkostninger pr. sæde for SAS overstiger de nærmeste konkurrenter. I forhold til Finnair og Norwegian har SAS et niveau der er 30% og 58% højere. Da British Airways har flere long-haul ruter, som giver laver omkostninger, udelades de fra denne sammenligning. I nedenstående uddybes forskellen i omkostningerne.

Forskellen på lønomkostningerne fik konsekvenser i februar med Core SAS. En markant nedskæring af ruterne og fokus på kerneområdet. I Tabel 6 ses det, at medarbejderstaben går fra 23.400 til 13.300 med Core SAS. I august blev der yderligere fremlagt mulige besparelser qua et markant underskud i halvårsregnskabet. Nedskæringer blev bekræftet ved fremlæggelsen af 4. kvartalsregnskabet, hvilket indebærer op mod 1.000 flere fyringer end Core SAS planmæssige fyringer. I marts 2010 blev der annonceret 300 fyringer udover de allerede ekstra 1.000 hvilket gør, at SAS gerne skal have en trimmet organisation på 13.300 medarbejder i løbet af 2010-11 (SAS – Press release 18. august 2009; SAS 2009-4Q). Foruden nedgangen i medarbejderstaben skal der også spares i lønningsniveauet, hvor der i Core SAS jf. tabel 2 indgås aftaler med fagforeningerne til en besparelse af SEK 1,8 mia. I februar 2009 ved fremlæggelsen af Core SAS var estimeret at der ville være et gap på SEK 1 mia. til konkurrenterne efter Core SAS.

Tabel 6: Udviklingen i arbejdsstyrker, SAS

Tidspunkt	Antal
SAS Group 2008	23.400
Efter Core SAS – 2010-11	14.600
Yderligere fyringer, august 2009	1.000
Yderligere fyringer, marts 2010	300
Ny - Efter Core SAS – 2010-11	13.300

Kilde: SAS årsrapport 2008

Ved pressemeddelelsen 18. august fremgik det, at dette gap var øget til SEK 2 mia. For at SAS kan overleve og konkurrere på lige vilkår med sine konkurrenter fremlagde de derfor besparelser på yderligere SEK 2 mia., primært på de kollektive aftaler, de førnævnte fyringer og effektivisering. I efteråret var fagforeningerne og SAS ved forhandlingsbordet flere gange uden resultat.

En af hovedkonkurrenterne for SAS er Norwegian, da SAS med deres nye strategi fokuserer mere på det skandinaviske hjemmemarked. SAS mener, at der bør tillægges en 15% præmie i forhold til Norwegians enhedsomkostninger på short-haul ruter, da man vurderer at have et mere differentieret produkt med mere service (SAS 2009:15).

Omkostningsniveauet skal altså ende på et niveau 15 % over Norwegians niveau, hvilket dog stadig er en reduktion på 22% for SAS vedkommende som det ses af figur 18, næste side. På long-haul ruterne har selskaberne mere ens struktur, og der indregnes derfor ikke en præmie. Besparelserne for SAS er her 20 % i forhold til at komme på niveau med konkurrenterne (SAS – Investor Roadshow 2009 februar).

Benchmarkingen i figur 18 indikerer et cost gap på approksimativt SEK 4 mia., hvilket også er Core SAS'

udgangspunkt med besparelserne. SAS har med udgangen af 4. kvartal 2009 gennemført 72 % af besparelserne på de SEK 4,5 mia. som strategiplanen Core SAS satte som første mål (SAS 2009-4Q).

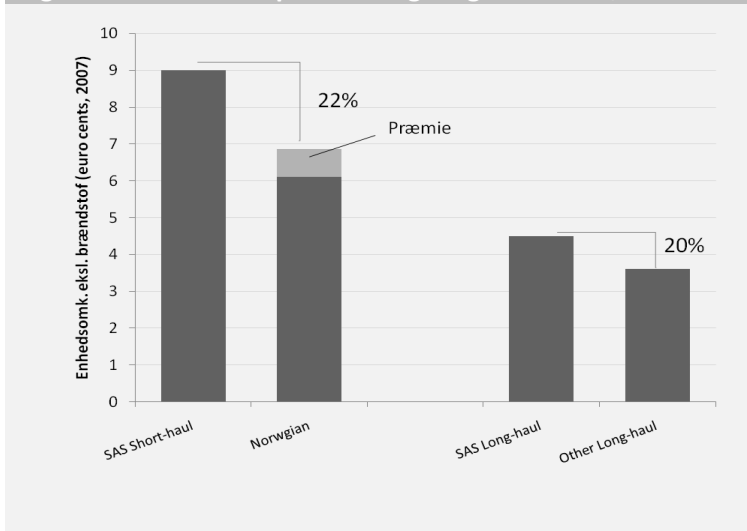
Hvorvidt besparelserne er realistiske afhænger af samarbejdet mellem ledelsen og fagforeningerne i SAS. En af de store stopklodser er, at SAS er nået op på 39 forskellige fagforeninger. En del af fagforeningerne er så integreret i SAS' nøgleaktiviteter, at strejker,

arbejdsnedlæggelser eller arbejde efter reglerne-aktioner kan blive ekstremt kostbare. Samtidigt har fagforeningerne traditionelt kunnet læne sig op ad socialdemokratiske regeringer, der på grund af det statslige ejerskab af SAS ikke havde noget større ønske om at gribe ind i en konflikt til fordel for arbejdsgiveren. Regeringernes redskab var derfor snarere at lade monopolsituationen finansiere den underforsyning af penge, som fagforeningernes krav indebar. Passagerne har betalt dette, og dem var der nok af som følge af den tidligere ikke-eksisterende eller meget begrænsede konkurrence.

Ud fra et fagforeningssynspunkt har det været en streg i regningen at EU satte en stopper for fagforeningernes begunstigede position, for nationale subsidier til luftfartsselskaber kom på listen over "don'ts" i EU-Kommissionens lange direktivliste. Ud over dette kom EU også med et konkurrencedirektiv, der åbnede nye muligheder for konkurrerende selskaber. Dermed blev den egentlig prisdannelse mere gennemsigtig, og det er blevet muligt for kunderne at se, hvor meget "fedt" SAS har slæbt rundt på i forhold til konkurrenterne og specielt i forhold til low-cost selskaberne (Horn & Willumsen 2006:67). Den nuværende krise har virkelig fået sat fokus på alt overflødig fedt, og både ledelsen i SAS og fagforeningerne er opmærksomme på at en aftale er nødvendig for overlevelse.

Ved fremlæggelsen af 4. kvartalsregnskabet fremgik det, at hvis ikke personalet accepterer yderligere besparelser på SEK 500 mio., vil SAS ikke få tilført den nye og nødvendig milliardindsprøjtning fra aktionærerne¹⁷. Presset for SAS' overlevelse har derfor været i fagforeningernes hænder, og det fremgik dog også, at der var indgået en hensigtserklæring om at nå besparelser på SEK 500 mio.¹⁸. Tidligere har de ansatte nærmest per automatik afvist besparelser og jobnedlæggelser, men krisen er nu så dybt forankret i

Figur 18: Benchmark på short- og long-haul ruter, SAS



Kilde: SAS Investor Roadshow 2009, februar (Egen tilvirkning)

¹⁷ "Piloter og stewardesser afgør SAS' skæbne" – borsen.dk, 9. februar 2010

¹⁸ "SAS piloter: Vi når sparemål" – borsen.dk 9 februar 2010

SAS, at der er forståelse for, at der skal spares¹⁹. SAS' kommunikationsdirektør udtaler selv, at SAS det seneste årti har haft højere omkostninger end konkurrenterne, men at med de nylige besparelsers gennemførelse, vil SAS langt om længe få et konkurrencedygtigt omkostningsniveau²⁰.

En ulempe med lønningerne i Danmark og Norge er, at den stærke danske og norske krone gør konkurrenceevnen betydelig dårligere i form af markant højere lønninger i forhold til især andre IATA selskaber. Med Core SAS' fokus på det nordiske marked har konkurrenterne dog samme problematik.

Når og hvis Core SAS bliver færdig implementeret bør SAS have rettet fokus mod enhedsomkostninger gennem hele cyklussen. Da SAS ikke har megen kontrol over prisen på brændstof, skal omkostningskontrollen være på de resterende områder hvor der kan opnås en signifikant reduktion. Medarbejderomkostninger er en af de poster hvor SAS kan og skal minimere omkostningerne i forhold til sine konkurrenter. En anden enhedsomkostning er salget, billetudstedelse og distribution, som de senere år er begyndt at foregå via internettet og automatiske check-in maskiner hvorved en del personale vil kunne spares. Endelig kan omkostningerne reduceres via operationelle og service ændringer, hvilket low-cost selskaberne er et godt eksempel på. Ydermere kan outsourcing også være en god mulighed (Doganis R. 2006:274). Ifølge Core SAS er fokus netop på ovenstående områder og SAS har derfor umiddelbart fokus på de rette områder. I præsentationen af SAS' 4. kvartalsregnskab 2009 fremgår det desuden at enhedsomkostningerne er 8,2 % lavere end 2008, hvilket er et udtryk af Core SAS implementeringen.

Hvorvidt SAS kan overleve afhænger derfor af om de kan få implementeret omkostningsbesparelserne og samtidig ændret kulturen. Besparelse af de første SEK 4,5 mia. ser ud til at være godt på vej med 72 % indfriet. De resterende besparelser hvor lønnedgangen er et vigtigt element har været mere usikker, men alternativet for fagforeningerne er i starten af 2010 ikke til at få øje på. Derfor blev en aftale også accepteret i marts, hvor ændring af overenskomst og reduktion i løn og pension blev forhandlet rimelig på plads da fagforeningerne har en interesse i at hjælpe SAS, for herved at undgå massefyringer ved en evt. konkurs²¹.

3.3 Billetpriserne og belægningsgraden

I foregående afsnit indledtes der med, at der er tre nøglefaktorer, som bestemmer om et luftfartsselskab er profitabelt eller ej. Ovenfor blev enhedsomkostninger analyseret og dette afsnit behandler indtægten pr. passager pr. kilometer (yield) og belægningsgraden (loadfactoren). I de kommende afsnit vil begge elementer dog blive inddraget da de hænger tæt sammen med den generelle forståelse af luftfartsbranchen.

¹⁹ "Fagforeningerne rækker hånden ud efter SAS" – business.dk, 9 februar 2010

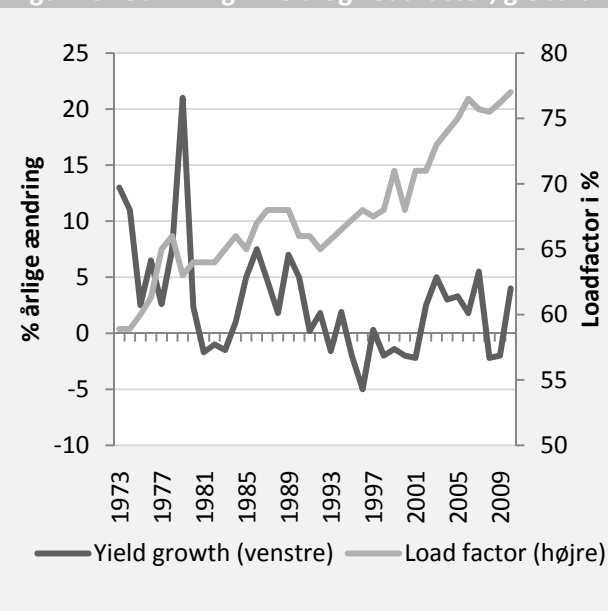
²⁰ "SAS: Endelige bliver vi konkurrencedygtige" – business.dk 9. februar 2010

²¹ "SAS-aftalen en vigtig dråbe i havet" – borsen.dk, 12. marts 2010

I makroanalysen fremgik det, at økonomien har været meget svag igennem 2009 og stadig er det. Effekterne fra den globale recession er synlige gennem hele luftfartsbranchen, og signifikante besparelsesprogrammer bliver implementeret for at afhjælpe det markante fald i yelden, som danner grundlaget for de store tab i luftfartsselskaberne. IATA indikerede i efteråret et samlet fald i yelden på helt op til 20-30% (SAS 2009, 3.Q). SAS' yield var markant forringet i de sidste tre kvartaler i 2009, hvor den var på henholdsvis, -8.2%, 7.6% og -9.4%.

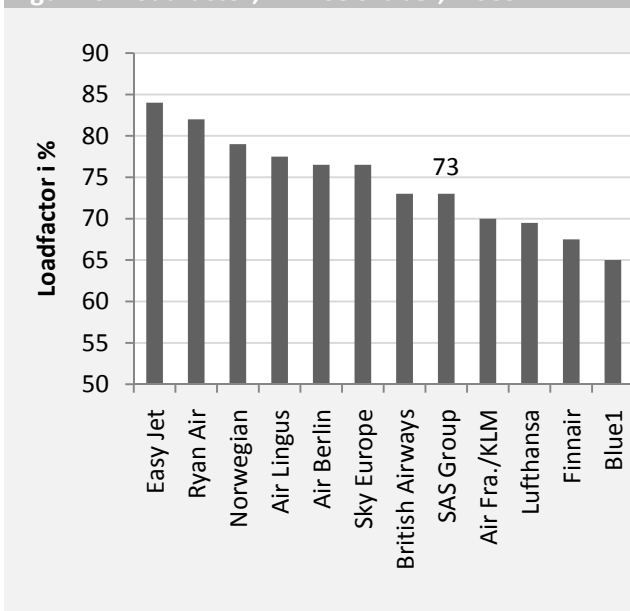
I figur 19 ses den historiske udvikling for loadfactor og yield på globalt plan, og der ses en ikke helt entydig, men dog negativ korrelation mellem disse faktorer. Denne tolkning hænger også fint sammen logisk, da en højere belægningsgrad ofte indebærer at der skal nedsættes i den gennemsnitlige pris for billetten.

Figur 19: Udvikling i Yield og Loadfactor, globalt



Kilde: IATA – Economic briefing, December (Egen tilvirkning)

Figur 20: Loadfactor, AEA selskaber, 2009



Kilde: Centre for Asia Pacific Aviation & Company reports (Egen tilvirkning)

Faldet i SAS' yield skyldes primært lavere efterspørgsel af forretningsrejsende og en øget konkurrence (SAS 2009, 3.Q og 4.Q). En af målene i Core SAS var netop at forsøge at få bedre fat i segmentet for forretningsrejsende og herved undgå at skulle konkurrere med lavprisselskaberne. Desværre for SAS har lavprisselskaberne udnyttet SAS' tilbagetrækning fra en række ruter og afgang. Flykapaciteten i Skandinavien vil i 2010 dermed være på samme niveau som ved Core SAS' præsentationen i februar 2009. I figur 20 ses loadfactoren for forskellige europæiske luftfartsselskaber og det er tydeligt at lavprisselskaberne ligger ca. 10 %-point over serviceselskaberne, hvilket skyldes de har lavere yields og dermed kræver mere gennemflow for at gå break-even. Med SAS' nye strategi er de primære konkurrenter Finnair, Air Berlin og Norwegian, hvor SAS har en loadfactor som er 10%-point bedre end Finnair. Netop

Finnair er det selskab der minder mest om SAS, og hermed har SAS en fordel med den højere loadfactor. I forhold til British Airways, Lufthansa og Air France/KLM er SAS' loadfactor også acceptabel.

Da SAS samtidig satser på forretningsrejsende, der ofte betaler fuld pris, kan de acceptere en lavere loadfactor. En anden faktor der har stor betydning er dog hvilke flyruter selskaberne besidder. Disse faktorer behandles i senere afsnit. SAS' loadfactor anses dog for at være acceptabel når det gælder sammenligningen med konkurrenterne.

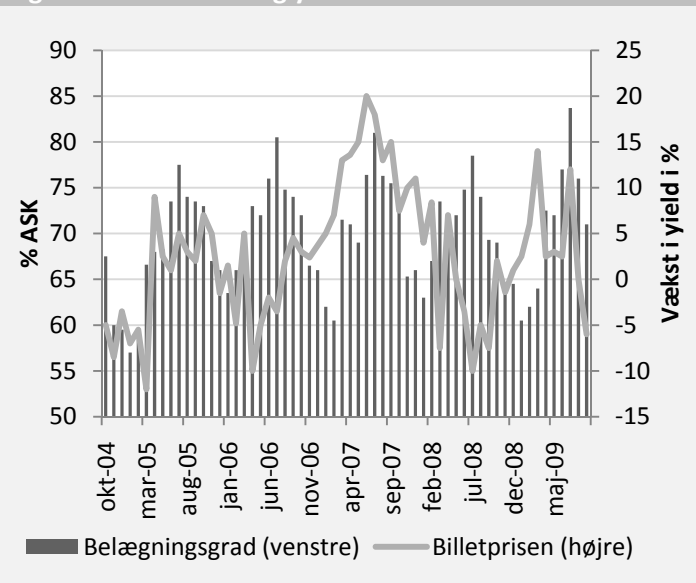
De seneste måneders trafiktal fra SAS jf. figur 21 viser lave yields, selvom SAS har fokus på de forretningsrejsende og har nedsat kapaciteten. Indtjeningen i form af yelden er faldet markant det seneste kvartal, og for hver procent billetpriserne falder, koster det SAS omkring SEK 330 mio. på resultatet før skat (SAS 2009). I perioden april til december 2009 er de gennemsnitlige billetpriser faldet 8 %.

Loadfactoren derimod er steget fra 73 % til 75 % i samme perioden. Effekten af én procent stigning i loadfactoren medfører SEK 360 mio. mere på bundlinjen før skat (SAS 2009).

Loadfactoren kan dermed ikke opveje faldet i yelden, hvorved SAS netop er nødt til at sænke det strukturelle omkostningsniveau, hvilket blev analyseret i forrige afsnit. Yeldens kontinuerede fald gennem 2009 vidner om den intense konkurrence der opleves i Skandinavien samt en historisk real økonomisk nedtur. Starten på 2010 har også vist svære betingelser for luftfartsbranchen og SAS, hvor SAS' trafiktal for februar ser noget svage ud. Det mest i øjenfaldende er et kraftigt fald i yelden på 10,5 % uden mærkbar stigning i loadfactoren, hvilket indikerer SAS' svære situation, og giver bekymring om den fremadrettede indtjening (SAS – Traffic and Capacity, marts).

Den tidligere omtalte undersøgelse af CFO'ernes holdning over de kommende måneder viser også deres forventninger til profitten, yelden og efterspørgslen. 73 % forventede i oktober at der ville ske en forbedring i profitten over de kommende 12 måneder, hvilket ikke indebærer at der kommer profit, men at der sker en forbedring i branchen. En af grundene skyldes her at over halvdelen af CFO'ernes forventning til yelden, er en stigning over det næste år, hvilket er første gang siden den finansielle krises start, at de hentyder dette. Loadfactorens stabilisering på et normalt niveau under normale omstændigheder vil desuden øge yelden. Normale omstændigheder er når efterspørgslen igen tilpasser sig udbuddet uden der

Figur 21: Loadfactor og yield for SAS



Kilde: SAS Group, IR, Traffic & Capacity
(Egen tilvirkning)

sættes fly i hangar (IATA- Economic Briefing, oktober 2009). Rejsebureauet Carlson Wagonlit Travel er enig i opfattelsen af dyrere billetpriser og derved bedre yield for flyselskaberne. De begrundet dette med, at erhvervslivet i både Danmark, men også i Europa igen er begyndt at købe flybilletter til deres medarbejdere, hvor der allerede i februar 2010 er bestilt 10 % flere billetter end forrige år²².

Luftfartens cykliske natur, SAS' interne udfordringer og krisens dybde gør det svært at forecaste SAS' indtjening. SAS' egen målsætning er en EBT-margin på 7 %, hvilket dog anses for meget optimistisk. I figur 1 fremgår det, at SAS historisk set ikke har realiseret en EBIT-margin på over 3 % siden 1991, hvilket derved inkluderer gode makroøkonomiske år. Selv SAS' konkurrenter har i perioden 1997-2006, jf. tabel 7, ikke formået at levere en EBIT-margin der svarer til et gennemsnit på 7 %. Lufthansa har som det bedste selskab haft tre år med en EBIT-margin over 7 %. Derfor synes SAS' mål om en EBT-margin på 7 % at være noget højt sat, især også da målet er efter renter.

Tages gennemsnittet af de fire første selskaber og mest sammenlignelige selskaber i tabel 7, har disse en gennemsnitlig

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Lufthansa	8,2	11	8,9	6,9	2,5	6,7	3,3	3,3	2	3
Finnair		4,7	3	7	0,8	3,6	-1,2	1,8	4,4	0,6
Air France/KLM					3,5	1,2	1	2	2,5	4
British Airways	5,8	5	0,9	4,1	1,3	3,8	5,4	7,2	8,3	8,8
Austrian Airlines	0	0	0,8	4,5	-4,8	1,6	2,8	3,1	-4,1	-3,5
Alitalia	4	6,8	-2,1	-4,9	n.a.	-2,5	-8,9	-17,5	-1	n.a.

Kilde: Årsrapporter

EBIT-margin på 3,63 over en 10-årig periode, hvor der dermed er en hel cyklus med. Derfor anses det mere realistisk med en fremtidig EBIT-margin på dette niveau.

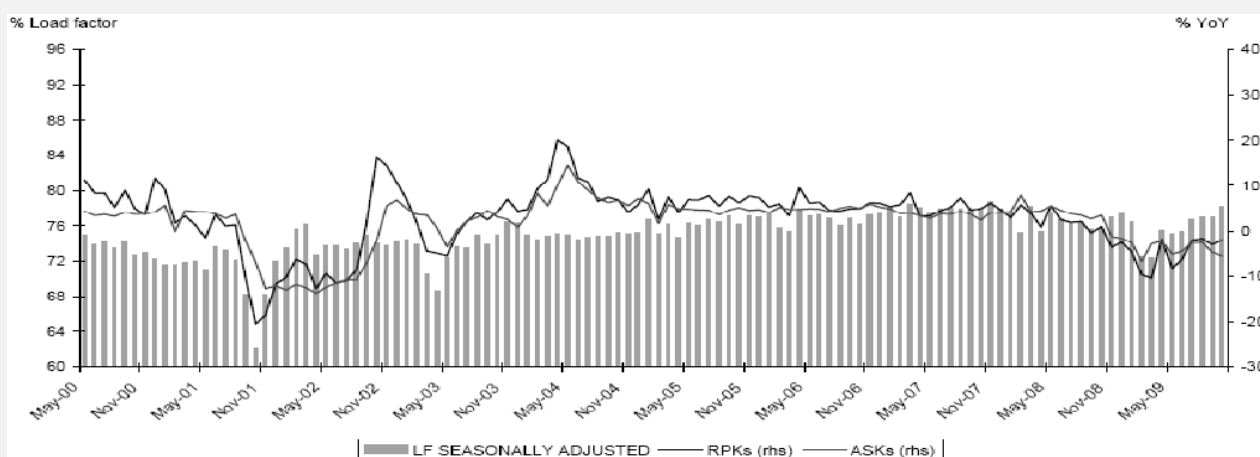
3.4 Udbud og efterspørgsel samt flådetilpasning

Inden for luftfartsbranchen betragtes RPK som sagt for efterspørgslen og ASK som udbuddet. I figur 22, næste side, ses den årlige ændring i både RPK og ASK for ruter i EU. Der er registreret en tydelig forbindelse mellem disse parametre, hvilket indikerer at luftfartsbranchen er god til at tilpasse sig markedet. Samme sammenhæng er efterprøvet for SAS' vedkommende og samme resultat blev opnået. SAS havde i 2009 et fald i ASK på 15,3 %, og et fald i RPK 15,7 % hvilket bekræfter den hurtige tilpasning. Det store fald skyldes kapacitetsnedsættelsen i forbindelse med Core SAS, hvor strategien er at mindske ASK med 20 % via reducere af flåden med 21 fly (SAS 2009 – Core SAS).

I figur 22 fremgår loadfactoren også som har vist en svag fremgang siden år 2000. I figur 18 kan sammen tendens observeres for SAS.

²² "Flybilletter bliver dyrere" – epn.dk, 8. marts 2010

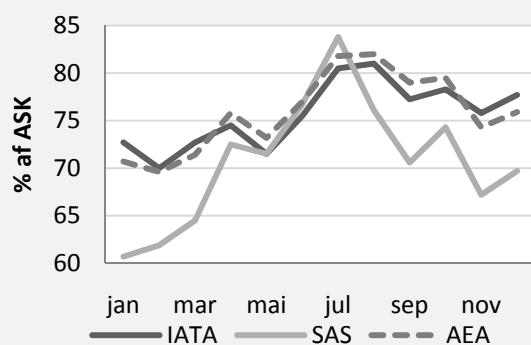
Figur 22: Passagertrafik, kapacitet og belægningsgrad for flyvninger i EU



Kilde: IATA – Traffic & Capacity – Economics – International Traffic Charts

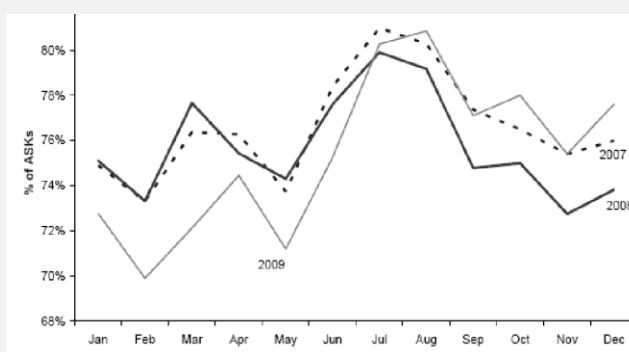
I figur 23 er udviklingen i loadfactoren for SAS, AEA-selskaberne og IATA-selskaberne skitseret. Desværre for SAS har de stadig en mindre loadfactor end gennemsnittet i både IATA- og AEA-selskaberne. Alt andet lige er en høj loadfactor positivt for bundlinjen, men den bør dog sammenholdes med yelden. Denne sammenhæng blev analyseret tidligere. I figur 23 ses det, at SAS har den højeste loadfactor henover sommeren, hvilket umiddelbart skyldes, at de har kørt lavpriskampagner både i foråret og i august. SAS har igen i november foretaget samme strategi²³. Den positive effekt fra den højere loadfactor bliver devalueret via den lavere yield. Samtidig er der en risiko for, at den langsigtede strategi tager skade via et forkert image af SAS, hvilket umiddelbart har været et af de tidligere problemer for SAS. De nuværende kampagner fortæller nok mere om en situation hvor likviditet er livsnødvendig end om en langsigtet strategi.

Figur 23: Udviklingen i loadfactor for 2009 for SAS, IATA- og AEA-selskaber



Kilde: IATA – Airlines financial monitor, januar 2010; AEA og SAS Traffic&Capacity report 2009 (Egen tilvirkning)

Figur 24: Udviklingen i loadfactor fra 2007-2009 for IATA-selskaber



Kilde: IATA – Airlines financial monitor, januar 2010 (Egen tilvirkning)

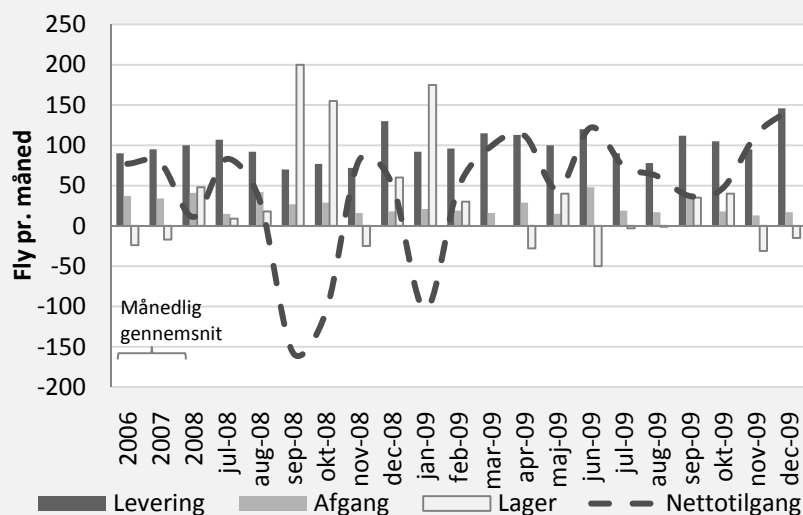
²³ "12 dages juleudsalg hos SAS" – travelmarket.dk 19. november

SAS' lavere loadfactor end de sammenlignelige serviceselskaber hænger sammen med de uprofitable short-haul ruter som SAS er i gang med at skille sig af med. Herudover fortæller det også noget om konkurrencen på markederne hvor SAS agerer. Da luftfartsbranchen er en så kapitaltung branche, hænger resultatet markant sammen med loadfactoren. Omkostningerne for at flyve med en lavere udnyttelsesgrad er ikke markant mindre end at flyve med et fuldt besat fly. De marginale enhedsomkostninger er begrænset, og derfor bidrager hvert ekstra solgt sæde til normal pris til et bedre nettodækningsbidrag. Over den seneste periode med indsnævret efterspørgsel kan der ofte på et dereguleret marked med overkapacitet forekomme en stor priskonkurrence, som kan forårsage konkurser, konsolideringer etc. Det amerikanske marked oplevede netop dette de første 10 år efter dereguleringen (Doganis R, 2006:32-39). SAS' mindre loadfactor end IATA- og AEA-selskaberne kan være et tegn på overkapacitet på det nordiske marked, hvilket bliver styrket ved at Finnair også har en markant lavere gennemsnitlig loadfactor jf. figur 20 afsnit 3.3. Sammenholdes dette med den nuværende priskrig på de danske ruter virker situationen yderst intens²⁴.

I figur 25 fremgår det, at loadfactoren i første halvår af 2009 har været med til at skabe de dårlige finansielle resultater for luftfartsselskaberne. Forbedringen af den finansielle performance i andet halvår, skyldes bl.a. den forstærkede loadfactor, som er en følge af en større efterspørgsel og kapacitetstilpasning.

Med hensyn til kapacitetstilpasning ses det i figur 25, at da finanskrisen indtraf i efteråret 2008 og frem til starten af 2009 blev en del fly sat ud af drift for at øge loadfactoren og yielden. Mod slutningen af 2009 var der det sædvanlige "end-year rush" hvilket var med til at give en nettotilgang i december på 144 nye fly. Igennem de seneste 11 måneder har der været en nettotilgang og i 2009 blev der i alt leveret 1245 nye fly, hvilket

Figur 25: Udviklingen i flykapaciteten 2006-2009



Kilde: IATA – Airlines financial monitor, januar 2010 (Egen tilvirkning)

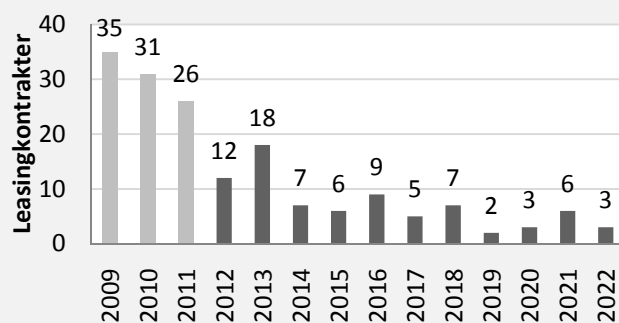
²⁴ "Priskrig i luften kommer danskerne til gode" - tgt.dk, 17. januar 2009

overgik lager og afgang/ophugning med hele 800 fly. Selvom der har været et fald i passagerantallet med 7% på globalt plan er flykapaciteten altså steget med 3 %²⁵. Sammenholdes dette med at det generelle niveau i luftfartsbranchens loadfactor er steget, må der alt andet lige være blevet skåret i de gennemsnitlige fløjne timer, hvilket IATA også selv indikerer. Dermed er frekvensen mindre og loadfactoren i sig selv giver dermed ikke nødvendigvis en øget indtjening.

Luftfartsbranchen er eksponeret overfor eksterne faktorer, hvorfor det er vigtigt at have en vis fleksibilitet i omkostningsstrukturen for at tilpasse sig efterspørgslen. En af de største udgifter for luftfartsselskaberne er selve flyene via køb eller leasing.

SAS' nuværende situation med en lavere loadfactor end gennemsnittet kan umiddelbart blive forbedret i den nærmeste fremtid. Med hensyn til kapacitetstilpasning har SAS med en kommende reduktion af ASK på 20 % (15,3 % i 2009) tilpasset sig finanskrisen. Denne fleksibilitet kan implementeres via at SAS leaser mange af deres fly. I figur 26 ses det, at der i 2009 udløb 35 kontrakter, og i de kommende to år, 2010 og 2011, er der yderligere 45 udløbende kontrakter. Da det umiddelbart kan være svært at afsætte fly i det nuværende marked, og SAS samtidig nedbringer kapaciteten, er disse udløb af kontrakter til SAS' fordel. Samtidig har SAS en ældre flåde end gennemsnittet af AEA selskaberne, jf. tabel 9, næste side næste side, hvilket ydermere vil gøre salg af fly sværere. Derfor er det essentielt at SAS har denne fleksibilitet for kapacitetstilpasning via udløb af deres leasingkontrakter.

Figur 26: Udløb af leasingkontrakter for SAS



Kilde: Investor Roadshow 2009: SAS 2009 (Egen tilvirkning)

I en krise som den nuværende presses

luftfartsbranchen over en bred kam. Tidligere blev der vist at brændstofsudgifterne er steget betydeligt, hvilket gør, at selskaber med en ældre flåde har større udgifter. Især SAS' gamle MD80'ere med en gennemsnitsalder på over 20 år er en klods om benet for dem, og derfor udtrykker SAS også selv at det netop er disse flytyper der først skal udskiftes. For at vise effekten er der i tabel 8 lavet et regneeksempel. Udgangspunktet er et fly med 141 pax, 1000 km fløjet, brændstofspris på

Tabel 8: Oversigt over SAS' flåde

Aircraft	Fuel price	Fuel price	l/seat km	Pax	Pris pr. 1000 km i \$
Airbus A319	90\$/barrel	0,77\$/l	0,029	141	3148,53
MD80'er	90\$/barrel	0,77\$/l	0,043	141	4668,51
Difference					1519,98
Difference i %					33%

Kilde: SAS årsrapport 2008 (Egen tilvirkning)

²⁵ Airlines financial monitor, januar 2010

\$90/barrel og flytype. Det fremgår, at forskellen på en Airbus A319 og en MD80 er en besparelse på \$1529 pr. 1000 km fløjet, hvilket i relative termer er en besparelse på 33 %. Foruden den økonomiske besparelse medfører en ny flåde også mindre udledning af CO₂. Dette element får mere og mere relevans på lang sigt da luftfartsbranchen står for 2 % af al udledning og på nuværende tidspunkt ikke er under kyoto aftalen²⁶. Lobbyister for luftfartsbranchen var også repræsenteret under COP15, og der er ingen tvivl om at udledningen vil stige i fremtiden qua u-landenes velstand. Men uden flytransporten vil der ikke kunne opnås den samme form for globaliseret økonomi. En yderligere tolkning på "Corporate Social Responsibility" elementet afholder jeg mig dog fra at uddybe og analysere.

Tabel 9: Oversigt over SAS' flåde

ircraft	Owned	Leased	Wet-leased	TOTAL	Leased Out	Parked	In Service	Age	On order
Airbus A330/340	5	6		11		2	9	7,6	
irbus A319/320/321	5	10		15	3		12	6,6	
Boeing 737 Classic		15		15		2	13	16,8	
Boing 737 NG	22	46		68	4		64	8,8	1
MD-82/87	28	17		45	6	13	26	20,2	
MD-90/B 717	8	5		13	8		5	11,6	
Avro RJ85		7		7			7	8,8	
Fokker 50		5		5			5	19,8	
Q100/300/400	25	16		41	4	7	30	12,4	3
ATR42/72			2	2			2	16,8	
Bombardier CRJ200			7	7			7	9,5	
Bombardier CRJ900 NG	11			11			11	0,6	1
Total Operating aircraft	104	127	9	240	25	24	191	12,0	5
Gennemsnitlige alder i flåden for AEA								10,0	

Kilde: SAS Analystmaterial 4. kvartal 2009

3.5 Konkurrencesituationen, barrierer og konsolidering

I det følgende vil der med udgangspunkt i Ferguson & Ferguson (1994:39-59) udarbejdes en analyse af markedskoncentrationen på SAS' marked for flytransport, samt hvilke barrierer der kan understøtte den fundne koncentration. Sidst i afsnittet behandles den nuværende konsolidering af luftfartsbranchen, samt SAS' tidligere ulovlige karteldannelse.

Afsnittet vil indebære en mere teoretisk tilgang end i de foregående afsnit. Markedskoncentrationen er en funktion af antallet af virksomheder og deres respektive andel af det totale output på et givent marked.

²⁶ "SAS skrotter sine udtjente brændstof-frådsere" – ing.dk, 4 januar 2008

Markedskoncentrationen er en interessant indikator, da den viser i hvilken udstrækning, udbuddet af en given ydelse eller service begrænser sig til få aktører. Det vil sige, at jo færre antal aktører, der er på markedet, og jo mere forskellig deres størrelse er, des mere koncentreret er markedet. Således har dette indflydelse på konkurrencen og dennes effektivitet, idet koncentrerede markeder typisk er mindre konkurrencebetonede. Billedet som markedskoncentrationen skal tegne er et øjebliksbillede. Således afgrænses der eksplicit fra at opfatte konkurrence som en *proces*, blandt andet for at undgå redundans i estimaterne på markedskoncentrationen (Ferguson & Ferguson 1994:38).

Valg af koncentrationsindeks

Der findes flere forskellige former for koncentrationsindeks, som på forskellig vis tegner et billede af markedsaktørernes fordeling på markedet mht. størrelse og antal (Ferguson & Ferguson 1994:40-43). Valg af koncentrationsindeks sker i

Herfindahl-Hirschman indekset (HHI)

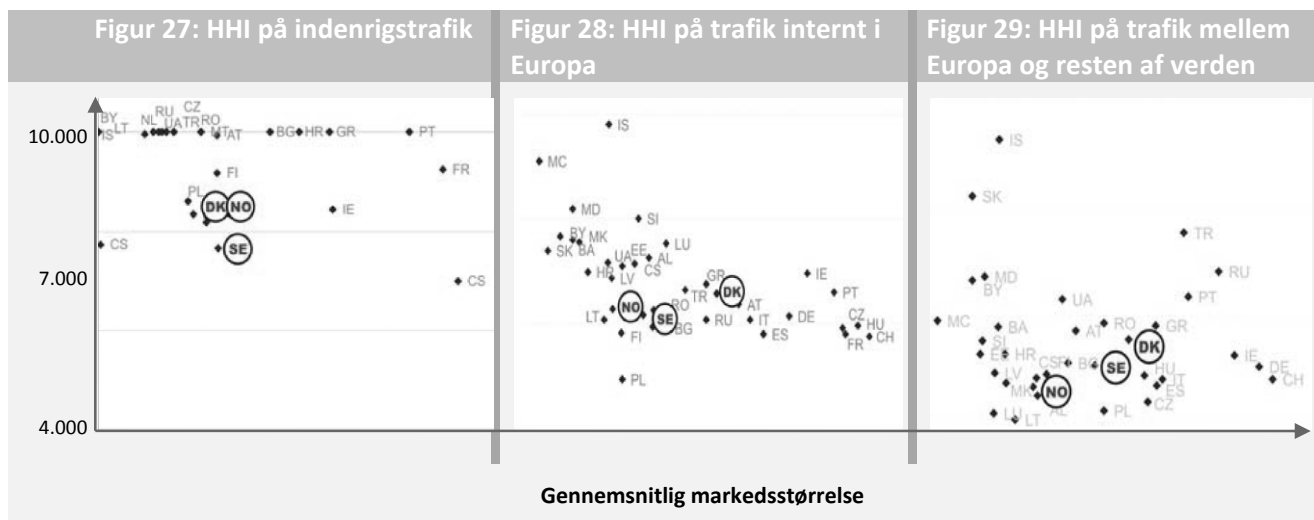
$$HHI = \sum_{i=1}^n s_i^2 \text{ hvor } s_i^2 \text{ er lig kvadratet på}$$

markedsandelen på den i 'te virksomhed, målt som virksomhedens output/total output

overensstemmelse med indeksets evne til at opfylde Hannah og Kay's (1977) fire aksiomer: 1) kravet om en entydig koncentrationskurve, 2) sales-transfer-princippet, 3) indgangsbetingelsen og 4) fusionsbetingelsen. På baggrund heraf vælges Herfindahl-Hirschman indekset (HHI) som strukturindikator, idet den tilfredsstiller samtlige aksiomer. Donsimoni *et al.* (1984) argumenterer dog for, at der ikke findes et "optimalt" koncentrationsindeks eller nogen normative bedømmelser. Herfindahl-indekset rangerer fra $1/N$ til 1, mens det normaliserede Herfindahl-indeks rangerer fra 0 til 1. HHI rangerer derimod fra 0 til 10.000, idet den procentvis andel vises i hele tal (Donsimoni *et al.* 1984:41). Desuden tager HHI højde for virksomhedernes størrelse, idet den kvadrerer deres respektive markedsandel, hvorfor store virksomheder vægter mere. Lave indekxsværdier indikerer, at der er et konkurrencepræget marked samt tab af prismagt, mens høje indekxsværdier viser det modsatte. I forhold til operatørernes størrelse indikerer lave indekxsværdier, at der typisk er flere aktører på markedet uden at én udbyder sidder på størstedelen af markedet. Derimod indikerer højere værdier, at der typisk findes én monopolistisk udbyder.

Figur 27, næste side, indikerer, at luftfarten på indenrigstrafikken i alle lande i Europa har den karakteristika at have få dominerende selskaber. Der er ingen eller kun en meget lille konkurrence, hvilket ses af, at indekset for de fleste lande er på 10.000 eller over 9.900. Forklaringen er umiddelbart, at der i de fleste lande er ét stort serviceselskab der opsamler trafikken. Alternative transportformer har dog på indenrigsruterne (Skandinavien som et land) også en vis konkurrerende effekt som burde implementeres i indekset. I Sverige, Norge og Danmark er der mere konkurrence på indenrigsruterne end i store dele af Europa, hvilket ses af at Sverige, Norge og Danmark har nogle af de laveste HHI'ere i Europa. De

skandinaviske ruter har en markedsstørrelse der betyder, at der er en række ruter, hvor det vil være vanskeligt at opretholde lønsom forretning for mere end 1-3 selskaber.



Kilde: COWI et al. (2004) "Luftfarten i Skandinavien – fart og betydning" (Egen tilvirkning)

Sammenlignes figur 28 med figur 27, ses det, at HHI'et er betydeligt lavere internt i Europa end på indenrigsruterne. Sverige, Norge og Danmark ligger nogenlunde på gennemsnittet med et HHI mellem 6.500 og 7.000. Konkurrencen øges endnu mere ved trafikken mellem europæiske lande og lande i resten af verden, jf. figur 29. HHI'et er her faldet til 5.000 for mange lande, heriblandt Norge og Sverige. Danmark ligger på et lidt højere niveau, hvilket muligvis er pga. at nordmænd og svenskere skal have mindst en mellemlanding, og dermed har flere valgmuligheder og herigennem større konkurrence. Gennem alle tre figurer er der en trend, at jo større markedsstørrelsen er i gennemsnit, jo lavere HHI.

Den moderate høje koncentrationsværdi kan indenfor Structure-Conduct-Performance-paradigmet fortolkes i retning af, at luftfartoperatørerne ikke kan generere overnormal profit ved at hæve priserne (Donsimoni et al., 1984:56). At markedet for SAS vurderes til at være moderat høj konkurrencepræget, kan have en indvirkning på strukturen på markedet, idet man vender kausalforbindelsen mellem struktur og adfærd om (Clarke, 1986:56; Baumolt, 1982; Demsetz, 1974). Pointen er, at konkurrencen kan virke ind på markedsconcentrationen og størrelsesfordelingen mellem luftfartoperatørerne, så omkostningerne minimeres. Dette skyldes, at luftfartoperatørerne i et konkurrencepræget miljø har nemmere ved at erobre markedsandele fra hverandre, hvorfor størrelsesfordelingen påvirkes. Da luftfartoperatørerne ikke kan hæve priserne på et konkurrencepræget marked uden faldende omsætning, må de konkurrere på omkostningerne og lavere priser. Ovenstående scenarie er netop hvad der er sket på SAS' hjemmemarked. SAS har i forbindelse med sin strategi Core SAS skåret ned på kapaciteten og har ved udgangen af 2009 15,2% færre udbudte sæder end forrige år (SAS 2009-4Q). Norwegian har i samme periode udvidet deres udbud med 29 % (Norwegian – traffic data), hvilket tyder på en vis konkurrence selskaberne iblandt. Tidligere profiterede SAS af Sterlings konkurs, hvor de kunne tillade sig at hæve prisen på billetterne,

hvilket dog hurtigt blev ændret ved Cimbers overtagelse af megen af Sterlings rutenetværk²⁷. Ydermere har Norwegian også været hurtig til at indtage diverse ruter. Cimber Sterling og Norwegian har ydermere udmeldt at de i 2010 indleder en priskrig på de indenlandske ruter i Danmark²⁸. Trafiktallene for Cimber, Norwegian og SAS har alle været meget dårlige i starten af 2010 med en lav yield uden kompensering i loadfactoren. Situationer tyder altså på konkurrence på SAS' hjemmemarked, og måske endda en overkapacitet som ikke er holdbar i længden. SAS oplyser, at de besidder mellem 40-60 % og derved har en stærk markedsposition (SAS 2008:16), og umiddelbart står godt rustet til en kommende "krig".

Adgang til markedet og barrierer

I det følgende udføres en analyse af adgangsbarriererne til luftfartsbranchen, der skal fungere som en indikator for strukturen på det pågældende marked. Analysen vil grundlæggende have grobund i Clarke (1986) samt Konkurrencestyrelsen (Konkurrenceregulering 2002, Kapitel 4). For det første har de eksisterende luftfartoperatører en række absolutte omkostningsfordele, der kan være kilder til adgangsbarrierer. Sådanne fordele relaterer sig til luftfartoperatørers evne til at levere en given service til lavere enhedsomkostninger end de potentielle konkurrenter. Grundene hertil kan være mange. Blandt andet har de eksisterende aktører formodentlig en fordelagtig adgang til infrastrukturen, hvor nationale selskaber har fordelagtige vilkår i den nationale lufthavn (konkurrenceregulering 2002: kapitel 4.2). Dette er for nylig kommet til udtryk via en omlægning af afgiftssystemet i Københavns Lufthavn, hvor SAS bliver favoriseret via en reducere for transferpassagerer²⁹.

Ydermere skyldes dette, at etablerede luftfartsselskaber kan have såkaldte "grandfather rights" (Barry, 2000; FRBSF Economic Letter, 2002), som giver dem øget kontrol og adgang til start- og landingstider ("slots"). Derfor kan det være svært for potentielle konkurrenter at få adgang til de attraktive tidspunkter, idet de eksisterende luftfartoperatører kan tænkes at sidde på kapaciteten. De potentielle konkurrenter kan endvidere heller ikke umiddelbart ændre på eventuelle kapacitetsproblemer, da afgang- og landingstilladelserne kan være knappe. SAS' fordel her er ved at forsvinde, hvilket ses ved en øget konkurrence i Københavns Lufthavn selvom der er en økonomisk krise. Lavprisselskaberne Norwegian Air, Transavia og Cimber Sterling har udvidet rutenetværket med afgang fra København. Herforuden åbner København Lufthavn fra sommeren 2010 en ny lavpristerrminal, SWIFT, hvor hensigten er at få bl.a. Ryanair til Københavns Lufthavn hvilket igen intensiverer konkurrence fra Københavns Lufthavn³⁰.

Endvidere kan der være mangel på såkaldte "ground-handling-ydelser", som er en betegnelse for de tjenesteydelser, lufthavnene tilbyder luftfartoperatørerne. Herunder kan nævnes administrativ ground

²⁷ "Cimber overtager Sterling-traffik" – politikken.dk, 9. november 2008

²⁸ "Klar til priskrig på flybilletter" – business.dk, 4. januar 2010

²⁹ "Lufthavnsrabat til SAS" - Jyllands-Posten 15. september 2009

³⁰ "Lavpristerrminal må vente mindst et år endnu" - Take Off 15. april 2009

handling og overvågning, passagerbetjening, bagagehåndtering, håndtering af fragt og post, forpladshandling, rengøring og servicering af fly, brændstof- og oliehandling, vedligeholdelse af fly, operationel assistance og administration af flybesætninger, transport på jorden samt catering. Det er svært for de potentielle konkurrenter at ændre på de nuværende aktørers fordelagtige adgang til infrastrukturen, da disse kan beholde deres slots på ubestemt tid.

I forhold til udnyttelsen af slots er det i dag gældende, at EU-kommissionen (2001:10, afsnit 43) har forsøgt at forhindre ineffektiv udnyttelse af slots via regulativer. Bl.a. ved, at idet et luftfartsselskab ikke benytter 80 % af sine tildelte lufthavnsslots, da kan disse overdrages til konkurrenter. Denne forhindring bliver dog undvejet ved, at alle "slots" bliver benyttet, men effektiviteten kan diskuteres. Det viser sig nemlig, at "slots" som tidligere stod ubenyttet hen, anvendes af mindre flyvemaskiner, der kun kan transportere få passagerer. Dette kan være meget ineffektivt og føre til økonomiske underskud (Kiriadidis, 1994). Hvis der var tidsbegrænsede slots-rettigheeder og mere uafhængige slots-koordinatorer, ville de potentielle konkurrenter potentielt kunne mindske de eksisterende luftfartoperatørers omkostningsfordele og måske delvist "nedbryde" en barriere.

Economies of scale som potentiel kilde til barrierer

Der kan siges at opstå barrierer, hvis de potentielle konkurrenter ikke formår af sikre skalafordele i forhold til de eksisterende luftfartsoperatører. I luftfartsbranchen betyder stordriftsfordele, at der skal et vist passagergrundlag til, før en flyrute er rentabel. Det er umiddelbart svært at vurdere economies of scale, som barriere indenfor luftfart, da economies of scale mellem lavprisselskaber og serviceselskaber afviger meget. Eksempelvis har lavprisselskaberne et noget højere output pr. medarbejder end gældende for serviceselskaberne (konkurrenceredegørelse 2002: kapitel 4.2. Lavprisselskaber). For begge typer af selskaber er det dog alt andet lige fordelagtigt at have så stor markedsandel og herigennem udnytte stordriftsfordelene. SAS mindsker i øjeblikket sine markedsandele, hvilket kan have konsekvenser for minimeringen af omkostningerne.

Produktdifferentieringsfordele som potentielle kilder til barrierer

Det er gældende, at hvis markedet er meget differentieret mht. ydelser, så vil de eksisterende operatører have en relativ fordel i forhold til potentielle konkurrenter, for så vidt kunderne har præferencer for deres ydelser.

To former for differentiering indenfor luftfart, som kan skabe barrierer, er "code sharing" og "interlining". Ved førstnævnte har de eksisterende luftfartsselskaber en fælles markedsføring, produktudvikling og systemintegration. Det vil sige, at to luftfartoperatører anvender egne koder på det opererende selskabs afgang, samt konkret køber pladser hos hinanden. "Interlining" dækker over, at selskaberne kan udstede billetter til hinandens fly. SAS er medlem af Star Alliance, og de to andre store alliancer er Skyteam og

Oneworld. Konkurrenter har dermed en interesse i hinandens selskab i og med deres ruter ofte komplementerer hinanden. I marts 2010 ser det ud til at to af SAS konkurrenter, Norwegian og Finnair, vil danne en alliance, og samarbejde om at få fodret Finnairs asiatiske ruter som de har satset stort på³¹. Fusioner og opkøb foregår derfor også ofte iblandt selskaberne i en alliance qua det tætte rutesamarbejde. Denne konsolidering af luftfartsbranchen gennemgås senere i dette afsnit.

Med hensyn til kundernes præferencer, er det særligt gældende, at loyalitet, image, omdømme, samt den kumulative effekt af reklameeffekter alle kan være kilder til differentieringsbarrierer. Dette skyldes, at idet kunder har præferencer for de etablerede ydelser, vil potentielle konkurrenter evt. trænge ind på ruten, hvis de kan sælge deres ydelse til en lavere pris relativt til de eksisterende ydelser. På denne måde kan differentieringen blive omsat til en omkostningsfordel for de eksisterende operatører. Det skal dog nævnes, at de eksisterende operatører kun vil have denne fordel i en "break in"-periode indtil nye konkurrenter har etableret sig. Dette eksemplificeres ved, at dereguleringen af markedet i 1997 førte til indtrædelse af en lang række aktører på det generelle marked for luftfart, der netop prissatte deres ydelser lavere end de eksisterende (nationale) selskaber (Barry, 2000).

Generelt synes barriererne på baggrund af differentiering at være moderate. Dette skyldes primært ikke graden af service, men snarere kundernes opbyggede præferencer, som manifesterer sig i loyalitet og anden goodwill (European Competition Authorities, 2005).

Det skal dog fastslås, at ovenstående betragtning på adgangsbarriererne er en kortsigtet betragtning. I flere kilder argumenteres nemlig for, at luftfartsbranchen qua den omfattende liberalisering bevæger sig mod et såkaldt "contestable market" (Baumol, 1982; Clarke, 1986:94). Det vil sige et marked, hvor adgangs- og exitbarriererne er meget små og hvor der ikke er sunk costs eller specifikke omkostninger ved at penetrere markedet. Derfor kan der advokeres for, at adgangsbarriererne på lang sigt vil blive nedbrudt. I figur 30 ses hvordan indtjeningen afhænger af indgangs- og udgangsbarriere. Med et "contestabel market" vil indtjeningen være lav og stabil. Sammenholdes dette med tidligere afsnit om volatiliteten i indtjeningen "forsvinder" det stabile element fra denne boks. Herved står luftfartsbranchen altså med en lav ustabil indtjening hvilket også har været tidligere afsnits konklusion.

Figur 30: Indgangs- og udgangsbarriere

		Udgangsbarriere	
		Lave	Høje
Indgangsbarriere	Lave	Lav stabil indtjening.	Lav ustabil indtjening
	Høje	Høj stabil indtjening	Høj ustabil indtjening

Kilde: Lægaard, Jørgen & Vest, Michael (2003:64) (Egentilvirkning)

³¹ "Norwegian og Finnair udfordrer SAS i ny alliance" – borsen, 12. marts 2010

Konsolidering af luftfartsbranchen samt karteldannelse

Afslutningsvis vil der blive fokuseret på den konsolidering der er foregået i luftfartsbranchen de seneste år. Udfordringen er at bevæge sig fra mere løse alliancer til sammenlægning af virksomheder, således at ovenstående skalafordelene i luftfartsbranchen for alvor kan høstes. Tidligere blev det nævnt, at opkøb og fusioner ofte foregik internt i alliancer qua rutenetværket komplementerede hinanden godt. Eksempler på dette er British Airways fusion med Iberia³² (Oneworld) i efteråret 2009, Air France og KLM's fusion (Skyteam) i 2004 og i starten af 2009 købte

Air France/KLM 25 % af aktierne i det nye Alitalia³³ (Skyteam). Lufthansa købte Austrian Airlines³⁴ (Star Alliance) henover sommeren 2009, samt fusionerede med Swiss Air allerede i 2005. Herudover købte de i 2008 Brussels Airlines, og i 2009 erhvervede Lufthansa sig de sidste 20 % af BMI. SAS var netop ejer af de 20 %, og dette frasalg var en del af Core SAS, og indbragte SEK 420 mio³⁵. Hvis den polske stat sender LOT i et Alitalia-agtigt udbud er Lufthansa den oplagte opkøber, da det ville være stærkt problematisk hvis AirFrance/KLM kunne omringe tyskerne med en stærk polsk base til

at betjene Østeuropa. Det vil sige foruden de tre store selskaber Lufthansa, AirFrance/KLM og British Airways er der TAP Portugal, SAS og Finnair. Umiddelbart er der altså seks serviceselskaber i Europa efter den seneste konsolidering. I figur 31 er denne konsolidering prøvet fremstillet.

SAS' nuværende situation har selvfølgelig også sat rygter i gang angående opkøb og fusioner. Der er to scenarier der umiddelbart virker mest naturlig. Første scenarie er en fusion mellem SAS, datterselskabet Blue1 og Finnair. SAS' bestyrelsesformand Fritz Schur, der udtaler til et finsk magasin Forum (april 2009)

Figur 31: Konsolidering af serviceselskaber i EU



Kilde: Egen tilvirkning

³² "British Airways og Iberia går sammen" – *Viviro.com*, 13. november 2009

³³ Air France Press Release

³⁴ "EU approves Lufthansa's Austrian Airlines takeover" – *usastoday.com*, 28. august 2009

³⁵ SAS – Press Release 1. oktober 2009.

denne mulighed som værende optimal, men tror ikke det er politisk muligt. Det andet scenarie der har været oplagt er et opkøb fra Lufthansa. Lufthansas samarbejde med SAS gør, at deres rutenetværk komplementerer hinanden godt. Seneste udmelding fra Lufthansa er dog at en overtagelse i øjeblikket ikke er aktuel qua implementering af de seneste opkøb³⁶.

Et salg eller en fusion af SAS er dog efter det skuffende 4. kvartalsregnskab mere aktuelt end nogensinde. Sverige, Norge og Danmark ejer 50 % af aktierne i SAS, og Norge har været det land der kategorisk har afvist et salg af sine SAS-aktier. Efter 4. kvartalsregnskabet underskud og en nødvendig ny aktieemission har Norge også ytret sine overvejelser omkring en privatisering af SAS gennem salg af sine aktier³⁷. Desuden har administrerende direktør Matt Jansson ændret holdning, hvor han tidligere udtalte at SAS godt kunne klare sig på egen hånd, til at vurdere et salg af SAS som den bedste løsning³⁸. Hvorvidt staten overhovedet bør være impliceret i luftfartsbranchen bliver behandlet i senere afsnit.

I ovenstående er alliance-elementet blevet berørt nogle gange. I modsætning til lovligt samarbejde har SAS tidligere været indblandet i ulovligt samarbejde, hvilket afslutningsvis behandles kort. SAS indrømmede i 2007, at datterselskabet SAS Cargo havde været en part af et verdensomspændende fragtkartel. Ofte ligger EU-kommissionen omsætningen til grund for bøden, og netop dette giver en bøde på ikke under SEK 800 mio. Derefter tager kommissionen højde for skærpende og formildende omstændigheder, og det er stærkt skærpende at SAS var indblandet i en lignende sag i 2001³⁹. Foruden denne bøde har SAS afventet en afgørelse i en ankesag om SAS Norge, der blev idømt en bøde på NOK 160 mio. fordi flere SAS-ansatte gennem længere tid havde adgang til Norwegians datasystemer⁴⁰. Denne ankesag har fået sit udfald, og SAS oplyser at det vil have konsekvenser på SEK 200 mio. på årets resultat. Dog overvejer SAS at anke sagen, da der ikke var enstemmighed i afgørelsen. Det anses for sandsynligt at SAS skal indregne ekstraordinære omkostninger i form af bøder for SEK 1 mia. i løbet af 2010, hvor der dog er usikkerhed om størrelsen af førstnævnte bøde.

³⁶” Lufthansa lægger SAS på is” – epn.dk, 26. november 2009

³⁷”Norge åbner for reduceret ejerandel i SAS” – borsen.dk, 19. februar 2010

³⁸”SAS forventer at blive solgt efter krisen” – borsen.dk, 2. marts 2010

³⁹”SAS truet af kæmpebøde” – politikken.dk, 11. september 2009

⁴⁰”SAS spionage for retten” – epn.dk, 13. oktober 2009

3.6 Hvilken forretningsmodel er optimal og hvordan passer SAS' strategi herpå?

I følgende afsnit ønskes at synliggøre forskellen mellem serviceselskaberne og lavprisselskaberne, samt finde ud af hvilken forretningsmodel der eventuelt skal forfølges for at være mest profitabel. Ydermere ønskes det analyseret hvordan SAS har truffet sine valg med hensyn til den optimale forretningsmodel.

Luftfartsbranchen kan inddeles i flere typer af selskaber. Denne opgave behandler passagerselskaber hvilket indsnævrer selskabernes differentiering. Overordnet har der altid været to typer, nemlig serviceselskaber og lavprisselskaber. Sidstnævnte har flere navne, såsom discount airlines, no frills airlines, pricefighters, low-cost airlines, alle forskellige navne, men samme fænomen – nemlig et luftfartsselskab som tilbyder billige billetter i forhold til andre luftfartsselskaber. De dyrere luftfartsselskaber har også flere navne, såsom serviceselskaber, full-service carrier, hub-and-spoke, flag carrier, network carrier etc. Lavprisselskaber defineres ved, at de opererer efter en model, hvor der ønskes en reducere i alle kompleksitets omkostninger. Ved at reducere disse omkostninger, kan den samme billet tilbydes til en langt lavere pris. Netværkselskaberne tænker derimod fuldt ud på kunden og dennes behov og har derfor et mere komplekst produkt, og opfattes ofte som den diametrale modsætning til lavprisselskaberne. I tabel 10 er det forsøgt opstillet hvordan den traditionelle opfattelse er ifølge O'connell (2005) og Williams (2001).

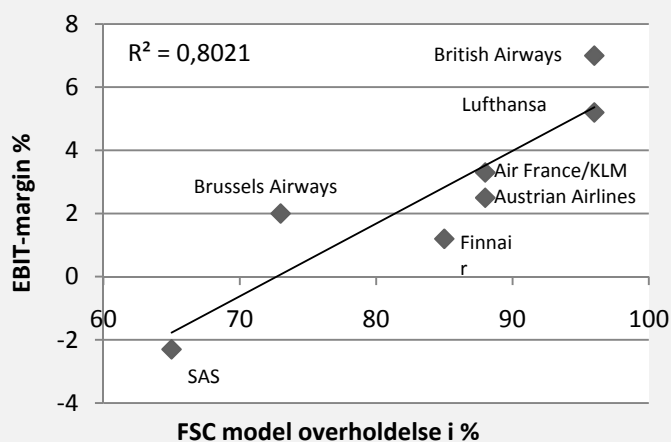
Tabel 10: Low-cost carrier vs. Full-service carrier		
Karakteristik:	Lavprisselskaber	Serviceselskaber
Brand	One brand: low pricing	Extended brand: price and service
Price	Simple pricing structure	Complex pricing structure
Distribution	Internet, direct booking	Internet, direct and travel organisation
Checking-in	No ticket	No ticket, IATA ticket contract
Airport	Mostly secondary	Primary
Network	Point-to-point	Hub-and-spoke
Classes	One class	Multiple classes
During flight	Unbundling (pay for extras)	Bundling (free extras)
Aircraft usage	Very intensive	Average - intensive
Aircraft type	One type	Multiple classes
Turnaround times	25 minutes	Slow: Congestion/work
Product	One product	Multiple integrated products
Secondary revenue	Advertisement, onboard selling	Focused on primary product
Seating	Tight, no reservation	Flexible, reservation
Customer service	Overall bad	Reliable service
Operational activities	Outsourcing (focused on flying)	Extending (maintenance, cargo)
Target group	Mostly tourists	Tourist and business

Kilde: O'connell (2005) og Williams (2001) (Egen tilvirkning)

Selvom ovenstående tabel tydeligt viser forskellene mellem lavpris- og serviceselskaberne, er den reelle forskel ikke nær så tydelig. Den traditionelle klassifikation af luftfartsselskaber mangler at tage hensyn til synlige nuancer i forretningsmodellerne. Lavprisselskaberne Sterling, Easyjet, Norwegian, Air Berlin har valgt København Lufthavn som destination – hvilket er mod den traditionelle definition. En af de betydelige fordele serviceselskaberne normalt har, er netop den primære lufthavn tæt på byen. Omvendt har mange serviceselskaber også fjernet gratis måltider – hvilket også er mod den traditionelle definition. Hvass (2006) har netop undersøgt hvor meget overholdelsen af de traditionelle definitioner betyder for sammenhængen for en positiv EBIT-margin. Da vurderingen bygger på rentabilitet på EBIT-niveau som er før renter, vil en klassificering som finansiel leasing føre til en højere indtjening end ved operationel leasing, da den fulde ydelse indgår i EBIT ved operationel leasing, mens renter af leasingforpligtelsen ved finansiel leasing indgår efter EBIT (Petersen & Plenborg 2007:459). SAS anvender primært operationel leasing hvilket dermed trækker ned i deres EBIT-margin.

Selskaberne er blevet målt på 15 parametre som beskriver forretningsmodellen. I figur 32 ses det, at der er en tydelig sammenhæng mellem at jo højere procentvis overholdelse af servicemodellen jo bedre EBIT-margin. Korrelationskoefficienten er på 0,8, hvilket må betegnes som relativ høj. Samme graf kan laves for lavprisselskaberne og her fremgår samme trend. Det tyder altså på differentiering for lavprisselskaberne ikke giver bedre driftsmargin, og at serviceselskaberne ikke skal implementere lavprisselskabernes strategi.

Figur 32: FSC profitabilitets korrelation i år 2004



Kilde: Hvass (2006) (Egen tilvirkning)

Derimod er det essentielle at overholde den traditionelle definition af selskaberne. Analysen blev foretaget i 2004, og SAS' positionering vil i dag se en smule anderledes ud. Serviceselskabernes forsøg på at få del i lavprisselskabernes marked er mislykkedes gang på gang. SAS forsøgte med snowflake konceptet, British Airways frasolgte GO og Deutsche BA, og KLM frasolgte Buzz⁴¹.

⁴¹ <http://www.thehindubusinessline.com/2004/01/19/stories/2004011900120600.htm>

I tabel 11 er der fremstillet en oversigt over serviceselskabernes gennemsnitlige EBIT-margin i perioden 1997-2006. Antages samme modeloverholdelse i procent som i figur 32, ses det, at over denne 10-årige periode at EBIT-marginen følger modeloverholdelsen. Dvs. Lufthansa og British Airways der er mest stringente med modeloverholdelse også har den største EBIT-margin. SAS har i perioden en EBIT på 1,05 % hvilket er markant under de sammenlignelige selskaber, hvilket tyder på en forkert strategi i perioden samt at modeloverholdelsen ikke var opfyldt tilstrækkeligt.

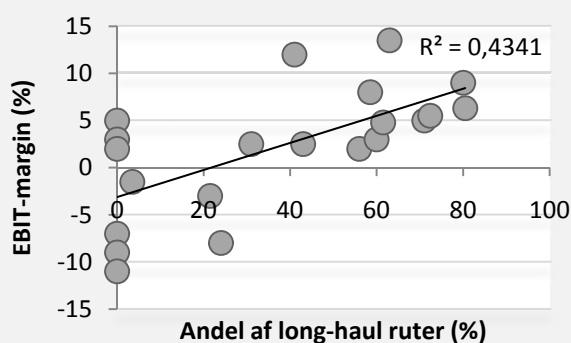
Tabel 11: Gns. EBIT-margin fra 1997-2006

Selskab:	%
Lufthansa	5,58
British Airways	5,06
Finnair	2,47
Air France/KLM	1,42
SAS	1,05
Austrian Airlines	0,04

Kilde: Årsrapporter
(Egen tilvirkning)

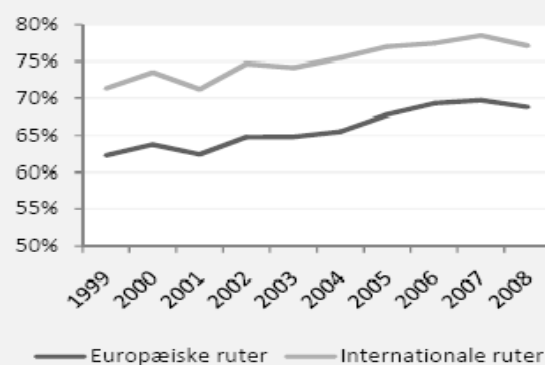
Foruden ovenstående sammenhæng kan der observeres en vis sammenhæng mellem andel af long-haul ruter og EBIT-margin for serviceselskaberne jf. figur 33. En af forklaringerne herpå kan ses i figur 34. Belægningsgraden på internationale ruter er nemlig ca. 10%-point højere end på europæiske flyvninger. Det er ikke muligt at finde frem til hvor de forskellige selskaber er

Figur 33: Long-haul ruter bidrager mest til EBIT for AEA selskaberne



Kilde: AEA – State of Industry 2008 (Egen tilvirkning)

Figur 34: LF for AEA medlemmer



Kilde: AEA traffic and capacity (Egen tilvirkning)

placeret i figur 33, men SAS vurderes til at have en lav andel af internationale ruter, qua deres kun 14 inter-kontinentale ruter sammenholdt med nedlukning af diverse ruter qua Core SAS (SAS 2008). På short-haul ruterne er en mærkbar differentiation sværere at opnå, grundet rejsens tidsmæssige aspekt. Derfor konkurreres i stedet på mange af de samme parametre for lavpris- og serviceselskaberne som frekvens, check-in procedure, måltid, pris etc. Produktinnovation er hermed noget sværere at foretage på short-haul ruterne. Retfærdiggørelsen af en højere pris er dermed nemmere at foretage på long-haul ruterne da kunden netop oplever en merværdi på disse strækninger.

Hvordan hænger ovenstående iagttagelser sammen med SAS' strategi?

Udgangspunktet tages i Michael Porters generiske strategier. En af Porters konklusioner i sin artikel fra 1980 går på, at virksomheder på lang sigt skal satse på en af de generiske strategier, og hermed undgå at

blive "Stuck in the middle", hvilket er i overensstemmelse med konklusionen. SAS har over de seneste mange år ikke haft en entydig strategi. Der er blevet satset på lavpris via snowflake og meget fokus på besparelserprogrammer.

Samtidig har de haft sine almindelige billetter, som de har differentieret sig selv med via høj service og kvalitet. Selvom SAS' dyre ruter ikke har ændret sig på kvaliteten kan det give et forvirrende image at satse på begge strategier. I figur 35 har SAS de senere år bevæget sig rundt i både boks 1 og 2. Problemet med "Stuck in the middle" er, at man på den ene side har højere omkostninger end lavprisselskaberne, og samtidig har man en lavere merværdi på produktet end de andre serviceselskaber. Med Core SAS forsøger SAS at gå skridtet tilbage og igen have en mere fokuseret strategi på de forretningsrejsende. SAS prøver hermed at placere sig i boks 3 og 4, som Michael Porter ofte sammensmelter. Produktet søges differentieret ved primært at give de forretningsrejsende en hurtigere total rejsetid og samtidig høj service. Herudover bliver virksomheden i øjeblikket trimmet så fokus også bliver rettet mod omkostningerne, for de kan komme ned på et konkurrencemæssigt omkostningsniveau. SAS beskriver selv deres fremadrettede fokus med ordene "Service and Simplicity".

Figur 35: Porters generiske strategier

		Konkurrencemæssige fordele	
		Lave omkostninger	Unikt produkt
Målgrupper	Stor markedsandel: Bred målgruppe	Omkostningslederstrategi 1	Differentieringsstrategi 2
	Mindre markedsandel: Snæver målgruppe	Omkostningsfokusstrategi 4	Fokuseret differentieringsstrategi 3

Kilde: Porter, M.E. (1980)

Om SAS' satsning på de forretningsrejsende er profitabel afhænger af flere faktorer. Ifølge IATA (2002) er forretningssegmentet de mest profitable, hvor de i 1991 stod for hele 65 % af de solgte sæder. I 2006 var andelen faldet markant til 15 % af de solgte sæder, hvilket tildels skyldes at private rejser mere, men de forretningsrejsende er dog stadig vital for luftfartsselskabernes profit. Desuden er long-haul ruterne på businessclass er ikke ramt af den samme nedgang som short-haul ruterne.

Ydermere ses det i tabel 12, at selvom forretningssegmentet kun står for 15 % af kapaciteten, tilvejebringer de 28 % af indtjeningen. Dette skyldes bl.a. at forretningsrejsende generelt er kendetegnet ved at have en lav prisenfølsomhed (Hanlon 2007:36). I dette henseende må det alt andet lige være en fornuftig strategi at få flest mulige forretningsrejsende.

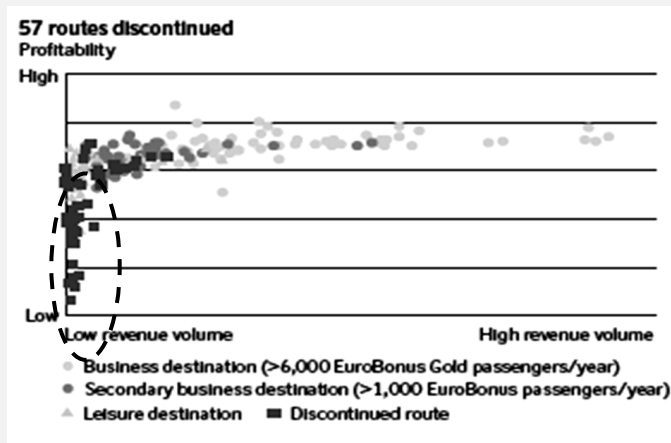
Tabel 12: Revenues and operation ratios by class of service, IATA 2002

Class of service	Capacity (%)	Revenue (%)	Operation ratios (%) (revenues as % of costs)
First	2	4	73
Business	15	28	129
Economy	83	68	105

Kilde: Hanlon (2007) (Egen tilvirkning)

Tidligere i figur 33 blev det vist at long-haul ruterne især var med til at indbringe profit. SAS har meddelt at de jf. Core SAS går fra 11 til 9 fly på long-haul ruterne, hvilket strider mod den konklusion. Da forretningsrejsende samtidig er de mest loyale på long-haul ruterne virker beslutningen diskutabel. SAS har dog ikke misforstået hele pointen, og i figur 36 ses der hvordan SAS i 2009 har nedlagt de små uprofitable lavfrekvente ruter. Desuden ser det ud til at SAS genåbner sin rute mellem København og Shanghai i løbet af 2010 eller 2011, hvilket netop er en long-haul rute, og samtidig er til fordel for de forretningsrejsende (CAAC News – marts 2010).

Figur 36: SAS' nedlukning af små uprofitable ruter



Kilde: SAS 2009

De førnævnte nedskæringer er på ca. 40 % af koncernens ruter, men svarer til blot otte procent af omsætningen, hvilket dermed skal få yielden til at stige. I øjeblikket er der dog stort pres på denne front, og SAS har i 2009 nedsat kapaciteten af fly for at styrke yielden (SAS 2009-4Q).

Lav priselasticitet samt loyalitet blandt forretningsrejsende har været baseret på markeder, der ikke har oplevet en økonomisk nedtur som den nuværende. I figur 37 ses det, at de forretningsrejsende har været 25 % nede for året i starten af 2. kvartal, men er kommet tilbage på et niveau på 10 % lavere.

Økonomiafgangene er mindre ramt og ligger i slutningen af 2009 på et niveau på 5 % mindre.

Forretningssegmentet kommer desuden

fra et højere niveau end

økonomisegmentet, hvilket gør, at

spreadet har endnu større effekt for

indtjeningen. I 4. kvartal 2009 oplyser

SAS at faldet i yielden var på 9,4%.

Det store spørgsmål er, om ruterne for forretningsrejsende genvinder de gamle niveauer. Virksomhederne sender kun de mest nødvendige af sted på rejser, og samtidig ændrer de selvbetalende

forretningsrejsende præferencer til fokus

Figur 37: Årlige ændring i % på økonomi- og forretningsafgange



Kilde: IATA – Airlines financial monitor, januar 2010

på prisen. Der har været en del diskussioner omkring de mulige effekter på forretningssæderne grundet den hastigt udviklende teknologi indenfor elektronisk kommunikation. Dette gælder e-mail, internettet, video- telekonferencer etc. (Hanlon 2007:36). De kommende kvartaler i 2010 vil give en indikation af, om der er sket en strukturel ændring af de forretningsrejsendes adfærd. Er der sket en strukturel ændring kan SAS have store problemer forud. Porters tidligere nævnte "Stuck in the middle" scenarie som SAS har befundet sig i, betragtes ofte som den værste position at bringe sig i. Dog kan SAS stå i en betydelig værre situation hvis der er sket strukturelle ændringer for luftfartsbranchen. Ved at satse på de forretningsrejsende og med det førnævnte fald i yelden, kan SAS placere sig i en situation, hvor de har høje omkostninger og lav indtjening, som på længere sigt må betragtes som en dødsdom for selskabet.

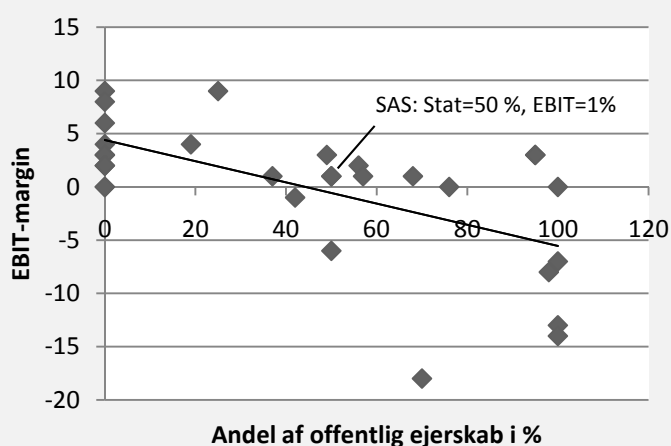
3.7 Statsejet luftfartsselskaber: Profitabel og konkurrenceforvridende?

Af Konkurrenceregulering 2003 (kapitel 4) fremgår det, at statsligt engagement og indblanding i luftfartsbranchen kan føre til myndighedsskabte barrierer, der hæmmer konkurrencen og dermed strukturudviklingen i luftfartsbranchen. Dette eksemplificeres ved, at luftfartsektoren i Europa tidligere var præget af statsejede lufthavne og luftfartsselskaber, der fik tildelt fordele fra politisk side (Barry, 2000). En af effekterne var, at der blev holdt liv i ineffektive luftfartsselskaber. Desuden kan statsstøtte ydet til enkelte luftfartsselskaber hæmme konkurrenceevnen for luftfartsselskaber, som ikke modtager statsstøtte, hvilket gør konkurrencen ulige. For det tredje medvirker national statsstøtte til, at den eksisterende markedsdeling, hvor hvert selskab har regionalt monopol på flytrafikken, opretholdes. I forhold til SAS – er de netop selv dette selskab. Hvorvidt

luftfartsselskaberne med statsligt ejerskab er ineffektive er prøvet fremstillet via data fra AEA, hvor alle medlemmernes EBIT-margin er opstillet op imod deres procentvise ejerskab af staten. Som tidligere skal det nævnes, at da vurderingen bygger på rentabilitet på EBIT-niveau som er før renter, vil en klassificering som finansiel leasing føre til en højere indtjening end ved operationel leasing, da den fulde ydelse indgår i EBIT ved operationel leasing, mens renter af leasingforpligtelsen ved finansiel leasing indgår efter EBIT (Petersen & Plenborg 2007:459). Alt

andet lige vil det dog give en umiddelbar indikation af forholdet. Sammenhængen viser sig at være tydelig, hvor der i figur 38 ses en tendens, som giver sig udtryk ved at jo mere staten ejer des dårligere EBIT-margin

Figur 38: Sammenhæng mellem andel af offentligt ejerskab og EBIT-margin for AEA selskaber (2004-2006)



Kilde: AEA Yearbook (Egen tilvirkning)

formår luftfartsselskabet at præstere. I denne forbindelse udtaler tænketanken Cepos, at erfaringsmæssigt er det bevist at private virksomheder er 20 % mere effektive end offentlige virksomheder⁴².

Den statslige "beskyttelse" viser sig altså umiddelbart ikke engang at være fordelagtig for det enkelte luftfartsselskab. Herudover er støtten ondartet for selve luftfartsbranchen som helhed, da det ofte betyder at industrien har en naturlig trend mod overkapacitet, fordi luftfartsselskaber som burde forlade markedet qua deres tabsgivende og teknisk insolvente forretning forbliver på markedet; eller først forlader markedet efter en årrække med tab. Resultatet er, at der i mange markeder er for mange sæder i forhold til efterspørgslen, hvilket skaber et stærkt nedadgående pres på yelden da luftfartsselskaberne sænker priserne for at fylde flyene op (Doganis R., 2006:8).

I figur 9, blev luftfartsselskabernes ROIC sammenlignet med WACC, hvor forventningerne ikke var indfriet de seneste 18 år. En af grundene hertil kan være den statslige støtte/hjælp, som er med til at skabe luftfartsbranchens marginale natur. Man kan undre sig over hvorfor private investerer i SAS, når det har vist sig år efter år at afkastet ikke lever op til forventningerne? Den direkte eller indirekte beskyttelse fra regeringer til deres luftfartsselskaber kan ofte retfærdiggøres i politisk eller sociale termer, og for nogle lande også økonomisk. I SAS' tilfælde er det fx infrastrukturen i Norge, hvor en del små ruter højest sandsynlig vil blive nedlukket ved overtagelse.

Konsulentvirksomheden COWI fik i 2004 opgaven at synliggøre SAS' værdi og betydning i Skandinavien. Den SAS betalte rapport viste fem scenarier, hvor det mest vidtrækkende indebærer en konkurs, som vil medføre et samfundsøkonomisk tab på SEK 2,2 mia. om året heraf SEK 900 mio. for Danmark, da Københavns hub især vil blive ramt. Den nuværende situation med lavkonjunktur gør, at scenariet er et andet end i 2004, men SAS udtaler selv at en del af faktaene stadig er gældende i det nuværende marked⁴³. Konkurrencen vil mindskes, og overordnet lyder konklusionen, at andre selskaber ikke vil kunne tilfredsstille det nuværende SAS netværk, som er orienteret mod det skandinaviske rejsebehov. I stedet vil en eventuel overtagelse af andet luftfartsselskab betyde, at trafikken i stedet vil blive ført til opkøbers egne knudepunkter. De rejsende i Skandinavien skal altså i større grad flyve via de store europæiske hubs som London, Frankfurt, Paris eller Amsterdam. I COWIs rapport fremstilles Sabenas konkurs kort efter 11. september, hvilket kostede 17.000 arbejdspladser (skatteindtægter), en forværret betalingsbalance med 528 mio. euro og en øget statsgæld med 830 mio. euro (COWI, 2004). Konsekvenser kan altså blive alvorlige ved en eventuel konkurs, hvor både arbejdspladser, skatteindtægter, global profilering samt infrastruktur alle vil mindskes. Hvorvidt staterne vil lade dette ske er det store spørgsmål.

⁴² "Privatiser SAS og drop statslig nødhjælp" – borsen.dk, 9. februar 2010

⁴³ "Milliardtab ved salg af SAS" – epn.dk, 22. september 2008

Første indikation på at de nordiske stater er interesseret i at hjælpe SAS blev bevist i februar 2009 hvor Core SAS blev præsenteret, hvilket inkluderede en kapitaludvidelse på SEK 6 mia., hvor Danmark, Norge og Sverige med en samlet ejerandel på 50% derved indskød SEK 3 mia. Efter et turbulent år 2009 hvor forudsætningerne ændrede sig i forhold til SAS' egne estimater er der igen brug for en kapitalindsprøjtning. SAS beder endnu engang om skattekrone til selskabets overlevelse. Denne gang indebærer det en kapitalrejsning på SEK 5 mia. og dermed SEK 2,5 mia. for Danmark, Sverige og Norge. Allerede ved første kapitalrejsning var der et tvivlsomt element, som igen kommer til diskussion med den nuværende kapitalrejsning, nemlig om hvorvidt det overhovedet er lovligt med disse statspenge. Det lugter af ulovlig statsstøtte, og spørgsmålet er, hvor længe andre luftfartsselskaber vil finde sig i det udtaler en af Danmarks førende eksperter i statsstøtte og EU-ret, lic.jur. Peter Vesterdorf, efter, at de danske, svenske og norske skatteydere endnu engang må komme kriseramte SAS til undsætning⁴⁴.

Peter Vesterdorf udtrykker det essentielle i sagen som: *"Det springende punkt er, om staten handler som en normal markedsinvestor, når den skyder milliarder ind i SAS. Hvis ikke, er det ulovligt. Men eftersom, at aktien er styrtstykket med over 20 procent ovenpå tirsdagens meddelelse om det nye milliardunderskud, tyder intet på det. Jeg er stærkt i tvivl om, hvorvidt en privat investor ville gøre det. En privat køber kun aktier, hvis der er en forventning om, at pengene kan reddes hjem igen på langt eller mellemlangt sigt med en rimelig profit"*²⁶. EU har desuden regler for omstrukturings- og redningsstøtte. Disse siger entydigt, at der kun kan gives statsstøtte i en redningsaktion én gang på en tiårig periode – "first time, last time" princip⁴⁵. SAS argumenterer dog selv for, at det markedøkonomiske investorprincip er overholdt, da 50% af aktierne netop bliver købt af private investorer. Charlotte Friis Bach Ryhl, ekspert i EU's konkurrenceret, understreger: *"... private investors deltagelse i en aktieemission i sig selv ikke er et argument for, at det foregår på markedsmæssige vilkår, hvis staterne allerede har meldt deres støtte til emissionen"*²⁷. Netop dette argument kan umiddelbart besvare spørgsmålet om hvorfor de 50 % private aktionærer investerer yderligere i SAS. Med staternes accept af køb af aktier fik SAS også lavet en finansieringsplan for udløbende obligationer med bankerne. De private investorers fortsatte investering i SAS kan altså måske forklares med den "sikkerhed" de har følt staternes indblanding har givet. Fakta er dog at SAS-aktien har tabt 93% af sin værdi fra juli 2007 til februar 2010⁴⁶. Bliver SAS dømt for ulovlig statsstøtte af EU-systemet kan de risikere at skulle tilbagebetale hele støtten eller kompenserer konkurrenterne via nogle af SAS' landings- og afgangstilladelser. Desuden kan SAS påtvinges at foretage yderligere frasalg²⁷. I sidste ende er denne kendelse altså livsvigtig for SAS' overlevelse. Umiddelbart slipper SAS dog for en retssag fra Norwegian, da

⁴⁴ "Ekspert: Det ligner ulovlig statsstøtte" - avisen.dk, 9. februar 2010

⁴⁵ "Nordiske staters SAS-støtte tæt på det ulovlige" – business.dk, 10. februar 2010

⁴⁶ "SAS tæt på konkurs" – epn.dk, 11. februar 2010

de udtaler at de ikke har tænkt sig at tage retslige skridt mod SAS. Et andet lavprisselskab, Easyjet, overvejer dog stadig et retsligt forløb og opfordrer lavprisselskabernes sammenslutning, ELFAA, om at få EU-kommissionen til at kigge på sagen⁴⁷.

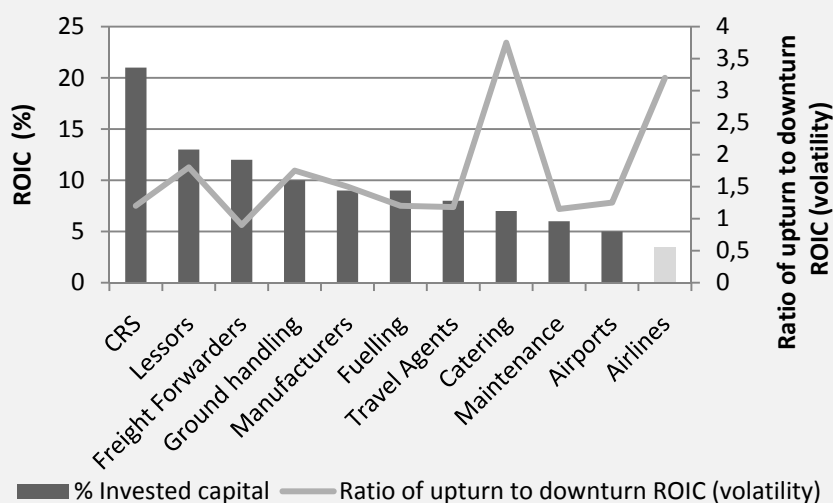
3.8 Problemer i værdikæden for luftfartstransport

I tidligere afsnit fremgik det at luftfartsselskaberne ikke har levet op til forventninger i form af en ROIC lig med eller større end WACC. Af figur 39 ses det, at luftfartsselskaberne er isoleret i bunden med den gennemsnitlige laveste ROIC-margin. Ydermere iagttages det, at volatiliteten for luftfartsselskaberne er markant højere, hvilket stemmer overens med den tidligere estimerede tætte korrelation til markedskonjunkturerne. Det vil sige, at foruden afkastet er det mindste er det samtidigt det mindst forudsigelige. Dette hænger ikke sammen med basal investeringsteori, der advokerer for at jo større risiko jo større afkast skal det medføre. De andre aktører i værdikæden har haft et fornuftigt afkast sammenholdt med en vis forudsigelighed via en lav volatilitet. Umiddelbart betaler luftfartsselskaberne altså for opretholdelsen af værdikæden.

I marketingslitteraturen har der over de seneste årtier været et paradigmeskift fra "transaction exchange" til "relationship exchange" i henhold Hedaa, L. & Ritter, T. (2005). Fokus inden for marketing er flyttet over på, at samarbejdet imellem sælger og køber er strategisk, da en anerkendelse af relationens vigtighed kan forbedre konkurrenceevnen for begge

relationsparter. Der kan tillige argumenteres for, at organisationer snarere er dele i et større netværk, hvorfor begreber som relation, transaktion, interaktion og netværk er blevet tillagt større og bredere betydning. Leasing-giver, kreditorer, Københavns Lufthavne er nogle af de interessenter der specielt har interesse i at SAS forsætter sin drift. I dette tilfælde er det både SAS' og hele værdikædens opgave at få optimeret hele værdikæden frem for blot egne mål. Et nyligt eksempel herpå er, at kreditorerne for SAS har accepteret forlængelse af lån i både 2009 og nu 2010. I fremtiden er det altså vigtigt at der bliver en mere ligelig fordeling mellem afkast og risiko i luftfartsbranchens værdikæde.

Figur 39: Returns on invested capital (ROIC) in the airlines value chain (1996-2004)



Kilde: IATA – Agenda for freedom (Egen tilvirkning)

⁴⁷ "Norwegian vil ikke retsforfølge SAS" – borsen.dk, 11. februar 2010

3.9 Konklusion på strategisk analyse

Luftfartsbranchen cykliske natur blev analyseret dybere, og på SAS' markeder blev der argumenteret for at bruge en faktor 1 på sammenhængen mellem væksten i økonomien og efterspørgslen på flyrejser. I makroanalysen blev der argumenteret for en BNP vækst på 1,08 % for 2010 og 1,93 % for 2011. Det langsigtede niveau for BNP væksten på SAS' marked blev estimeret til 2,63 %.

SAS' kapacitet, ASK, forventes at falde 20 % i alt i 2009 og 2010, hvor der i 2009 var et fald på 15,3 % hvilket dermed giver et fald på 4,7 % i 2010, hvilket automatisk sænker markedsandelene. 2011 afhænger meget af markedet, men da SAS er i gang med en omstrukturering forventes der ikke en udvidelse af udbudte sæder. Den relative store kapacitetstilpasning har SAS været godt stillet til via deres leasingkontrakters udløb. Efterspørgslen (RPK) og udbuddet (ASK) følger hinanden tæt og det forventes derfor at disse parametre følger hinanden i 2010. I 2011 er RPK mere normaliseret og vil derfor igen følge BNP med en faktor 1 som der blev fundet for SAS' markeder.

Enhedsomkostningerne er i 2009 blevet reduceret markant via tiltag fra Core SAS, hvor 73 % af de SEK 4,5 mia. er blevet implementeret. Gennem 2009 er der kommet yderligere besparelser så der i alt skal spares SEK 7,3 mia. Derfor vil enhedsomkostningerne også falde i 2010 og 2011 i takt med den fulde implementering.

Yielden følger normalt enhedsomkostningerne ret tæt, men qua SAS' omstrukturering vil de afvige i denne periode. Yielden har været under stort pres i 2009 qua krisen og intens konkurrence, men forventes at stige en smule gennem 2010 og 2011 på grund af de bedre forudsætninger enhedsomkostningerne giver. Et stort skridt på vejen har været forhandlinger med fagforeningerne, hvor disse er gået med til besparelser på først SEK 1,3 mia. i 2009 og yderlige SEK 0,5 mia. i 2010 hvilket sænker enhedsomkostningerne og øger yielden.

SAS' satsning på de forretningsrejsende er fornuftig, i og med at de har vist sig at være klart de mest profitable kunder. Spørgsmålet er hvor stærkt dette segment vender tilbage. Herudover satser SAS også på det Skandinaviske marked, hvor mange af ruterne er short-haul, hvilket umiddelbart trækker i negativ retning, men SAS forsøger samtidig at få skåret 40 % af rutenettet ned og dermed de uprofitable short-haul ruter.

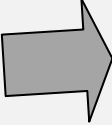
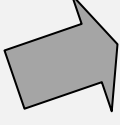
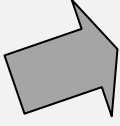
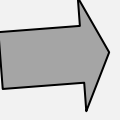
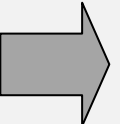
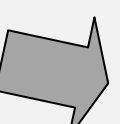
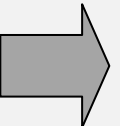
Offentligt ejerskab påvirker desuden virksomheden i negativ retning, hvilket kan skyldes modstridende interesser som både stat/samfund og aktionær. Desuden er der en risiko for at EU-kommissionen dømmer Norge, Sverige og Danmarks indskydelse af ny kapital som statsstøtte og dermed skal tilbagebetale denne kapital.

I den positive retning er, at SAS står bedre stillet med samarbejde indenfor en alliance. Da alt tyder på at SAS skal sælges, er der flere eksempler på at opkøb ofte foregår indenfor alliancer, hvilket gør, at SAS måske er en fornuftig forretning for fx Lufthansa.

SAS har været indblandet i en kartelsag samt flere sager og det vurderes at det vil koste SEK 960 mio. på de ekstraordinære poster.

I starten af den strategiske analyse blev KPI'erne defineret og disse er efterfølgende blevet analyseret.

Ovenstående konklusioner er fremstillet i nedenstående tabel 13 for at give et bedre overblik over udviklingen for SAS under omstruktureringen inden en normalisering vil ske.

Tabel 13: Forventede udvikling i KPI'erne for SAS				
KPI	Driver	2009	Forecast 2010	Forecast 2011
BNP	Den nuværende økonomiske krise sænker væksten på verdens marked. Varigheden af krisen er der dog usikkerhed om			
RPK	- Økonomisk krise kan sænke væksten (--) - Nedlukning af ruter, 40% (-)			
ASK	- Flådereduktion (--) - Leasingkontraktens udløb (-) - Nedlukning af ruter, 40% (--)			
Yield	- Vækst i BNP svækket (--) - Olieprisen (-) - Valuta (USD) (+) - Core SAS business fokus (+) - Load factor (+) - Offentligt ejerskab (-) - Flest short-haul ruter (-) - Intens konkurrence (-)			
Enhedsomkostninger	- Core SAS programmer (--) - Aftale med fagforening (--) - Olieprisen (+) - Valuta (USD) (+) - Offentligt ejerskab (-)			
Markedsandel på kernemarkeder	- Flådereduktion (--) - Sterling konkurs (+) - Norwegians ekspansion (-) - Offentligt ejerskab (+) - Konsolidering (+) - Intens konkurrence (-)			

Kilde: Egen tilvirkning

4 Regnskabsanalyse

SAS befinder sig på nuværende tidspunkt i en omstrukturering af selskabet, som indebærer frasalg, outsourcing, nedlukning af ruter, besparelser, reorganisering, hvilket alt andet lige giver et ”nyt” selskab efter denne implementering. Derfor afholdes der fra at se på de historiske data til en rentabilitetsanalyse, da informationen ikke har megen værdi for værdiansættelsen. Indikationen fra rentabiliteten vil blot fortælle, at strategien ikke har været vellykket over de seneste år, hvilket allerede har været nævnt i starten af den strategiske analyse. I stedet vil følgende afsnit indeholde en analyse af forskellige poster i regnskabet. Disse poster vil blive udvalgt ud fra deres relevans, hvilket indebærer deres relative størrelse på balancen, indflydelse på værdiansættelsen og sandsynlige indtrædelse.

4.1 Regnskabskvalitet

Revisorpåtegningen viser, at årsregnskabet er aflagt efter gældende lovgivning og vedtægter, samt at det repræsenterer et retvisende billede af selskabet. Desuden giver påtegningen en forventning om, at selskabet kan leve op til kravet om at være en Going Concern. Gennem de seneste mange år har Deloitte AB været revisor (i Sverige behøves kun en revisor), og SAS har fået blanke påtegninger, hvilket indikerer at der ikke prøves at skjule værdier eller lignende. En måde SAS eksempelvis har kunnet øge omsætningen på papiret var, når Scandinavian Airlines har anvendt SAS Ground Service, som var et selvstændigt selskab. Her er det vigtigt ved konsolidering af koncernregnskabet at eliminere den interne handel mellem datterselskaberne. Med revisorpåtegningen, samme anvendte revisor gennem mange år og at der samtidig ikke har været ændret i regnskabsstandarderne over de seneste år gør, at det antages at oplysningerne i SAS’ regnskaber er valide og kan anvendes til analyse.

4.2 Risikostyring af brændstofspriser og valuta

I den strategiske analyse blev de operationelle omkostninger analyseret, hvor en af de største poster var brændstofsomkostningerne. Det blev nævnt at oliepriserne er eksternt bestemt af primært OPEC-landene, og at flyselskaberne dermed ikke kan styre disse udgifter. Dette er ikke helt korrekt, da de fleste luftfarsselskaber anvender en form for risikostyring, hvilket nærmere betegnet er en risikoafdækning af brændstofspriserne – altså en hedging. SAS’ generelle politik er at hedge omkring 40-60% af brændstofsforbruget, hvor de prøver at sikre sig som gennemsnittet af konkurrenterne (SAS 2008:30). I volatile perioder bliver der afdækket mere, hvilket dog samtidig er dyrere i disse perioder. Det fremgår af SAS’ regnskab at 1 % ændring i olieprisen har en effekt på SEK 96 mio., jf. tabel 14, næste side. I 2008 hvor olieprisen i en lang periode steg markant virkede SAS’ hedging politik forkert i forhold til Lufthansa og Air France der henholdsvis havde afdækket 84 % og 75 %. SAS havde efter halvåret 2008 en ekstra regning på SEK 2 mia., hvilket viser hvor stor betydning denne post har på kort sigt. Air France var på daværende

tidspunkt hurtig til at sige, at luftfarten mere og mere udvikler sig til en olieindustri, som har en række serviceydelser tilknyttet⁴⁸.

Med år 2008 i erindringen blev

Tabel 14: Følsomhed overfor ændring i valuta- og brændstofsprisen

Ændrings område	MSEK	Afdækning	Metode
1% svækkelse af SEK mod US	-110	40-60%	Swaps og optioner
1% ændring i olienprisen	77	60-90%	Swaps og optioner

Kilde: SAS (2009:34) (Egen tilvirkning)

der afdækket massivt i 2009. Da olieprisen gennem 2009 holdte sig på et nogenlunde stabilt niveau, kostede det luftfartsbranchen dyrt, da en risikoafdækning i usikre markeder samtidig er mere kostbar.

Dette har medført at der i 2010 har været et fald i afdækningen af brændstofsforbruget⁴⁹.

SAS udtaler selv, at deres opgave ikke indebærer at være ekspert i prissætningen af olieprisen, men at følge en konsekvent hedging politik⁴⁴. Denne vurdering synes at virke fornuftig. I værdiansættelsen har hedging ikke den store effekt, da det blot udskyder nogle værdier til senere eller tidligere tidspunkter. Dog har det vist sig at have stor betydning på den korte bane.

Et argument for at SAS bør hæve risikoafdækningen er, at jo større afdækning jo mere præcist kendes omkostningerne til brændstof. Da SAS ikke ser sig selv som olieekspert vil denne løsning umiddelbart være den korrekte. Afdækningen koster likvider, og da luftfartsbranchen er en marginal branche, er det dog vigtigt ikke at skille sig for meget ud fra konkurrenterne og dermed miste kunderne qua forhøjede omkostninger enten via dyre optioner eller ikke nok afdækning. Hvad der er den korrekte strategi i dag kendes dog først på et fremtidigt tidspunkt.

Udover brændstofsprisen er SAS især også eksponeret overfor valutaen US dollars, hvor SAS har et valutaunderskud på SEK 12,5 mia. I tabel 14 ses det, at strategien er at afdække 60-90 %. Effekterne fra brændstofspriser og US dollars udligner dog hinanden en smule, via at en højere oliepris sænker dollarsniveauet hvorved den svenske krone styrkes. Effekterne fra afdækningerne afhænger af den finansielle politik, og derfor synes det rimeligt at klassificere tab og gevinster som en del af de finansielle poster. I værdiansættelsen har hedging som sagt ikke den store effekt, da det blot udskyder nogle værdier til senere eller tidligere tidspunkter. Risikostyringen er dog væsentlig på kort sigt, da en pludselig ekstraordinær regning kan give likviditetsproblemer.

4.3 Leasing

Luftfartsbranchen har over de senere år ændret strategi fra ejerskab til leasing af deres fly, hvilket primært skyldes en ønsket fleksibilitet overfor det volatile luftfartsmarked. SAS' strategi tilstræber at leasing skal stå

⁴⁸ "SAS er selv skyld i den akutte krise" - Business.dk, 14 juni 2010

⁴⁹ "Europe's airlines cut fuel hedging after costly '09" – reuters on besternews.com, 14. December 2009

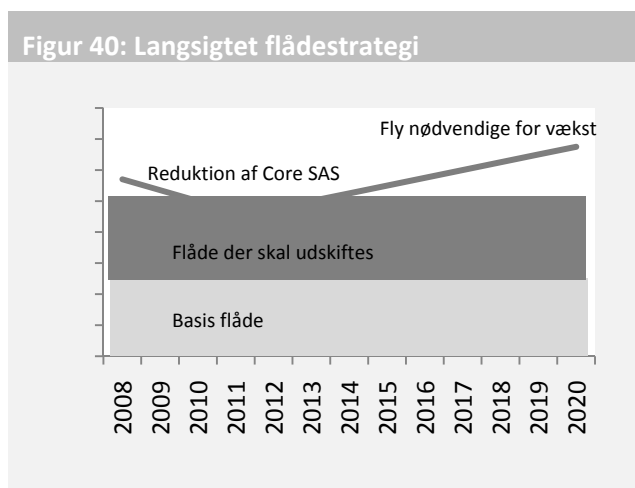
for 75 % af flåden (2009:33). Størstedelen af SAS' leasing er operationel, hvilket gør, at disse ikke fremgår af balancen. I "Accounting for Leases: A new approach" (1996) og "Leases: Implementation of a new approach" (2000) konkluderer de, at hvis de leasede aktiver er et nødvendigt led i en virksomheds (forsatte) drift, bør disse indregnes i balancen (som driftsaktiv). Længden af leasingperioden, nutidsværdien af minimumsbetalingerne og andre indikationer for om leasing skal klassificeres som finansiel leasing, er derfor ikke afgørende. Aftalevilkårene i leasingkontrakten har derimod betydning for målingen af aktivets værdi (Petersen & Plenborg 2005:449). SAS bør derfor foretage en omklassificering til finansiel leasing i og med flåden er et nødvendigt led i virksomhedens forsatte drift. Der vil dog ikke blive foretaget en omklassificering, da en rentabilitetsanalyse ikke har været relevant for nærværende opgave. Nøgletallene som påvirkes af denne post er afkastningsgraden, overskudsgraden og egenkapitalsforrentningen. Desuden foretages værdiansættelsen ved hjælp af kapitalværdimodellen DCF, hvor værdiestimatet for en virksomhed er upåvirket af anvendt regnskabsprincipper, så længe alle indtægter og omkostninger indregnes i resultatopgørelsen (Petersen & Plenborg 2005:467).

I forbindelse med kreditgivning har SAS dog en forbedret soliditet, da finansiel leasing i forhold til operationel leasing påvirker virksomhedens soliditet negativt, idet rentebærende gæld forøges med leasingforpligtelsen. Luftfartsbranchens markante anvendelse af leasing er et nyere fænomen, og på lidt længere sigt kan man derfor forestille sig, at det bliver et krav med indregning i balancen.

4.4 Investeringsbehov

I år 2009 fik SAS leveret 21 nye fly, som var bestilt fra tidligere år. I Core SAS har et af hovedelementerne været at reducerer kapaciteten. I figur 26 blev udløbene af SAS' leasingkontrakter vist. Her fremgår det at 57 kontrakter udløber i 2010 og 2011, hvilket derfor giver SAS en god fleksibilitet. Desuden er de nuværende leasingkontrakter 20-25 % billigere end hvis der foretages nye leasingkontrakter med nye fly. Dermed kan disse fly anvendes i højsæsonen og er samtidig ikke for dyre at have i hangar i perioder.

Tidligere blev brændstofomkostningernes store effekt påvist. Investering i nye fly er altså også en cost-benefit analyse at kreditomkostningernes effekt op mod brændstofomkostningernes effekt. Af årsrapporten fremgår det, at fem nye fly til en værdi af SEK 700 mio. (98 USD) vil blive tilføjet flåden i 2010. I 2011 vil der ikke blive foretaget investeringer. I figur 40 fremgår SAS' strategi for flyflåden, hvor der har været en reduktion frem til år 2010. Herefter vil der i tre år være stilstand med investeringerne frem



Kilde: SAS 2008:32 (Egen tilvirkning)

til 2013, hvorefter SAS begynder at øge flåden kontinuert med væksten i omsætningen. Det langsigtede niveau for investeringerne antages derfor at følge væksten i omsætningen. I år 2014 har SAS planer om at starte en udskiftning af deres MD80'ere og 737 Classics med mere brændstofbesparende fly. Derfor øges

investeringerne i flyflåden til 7 % i 2014 (SAS 2009:30).

Herefter foretages en lineær interpolation mod det langsigtede niveau, som forventes at følge væksten i omsætningen. Gennem de seneste fem år har SAS desuden haft øvrige investeringer på gennemsnitlig SEK 1 mia. Flådereduktionen har medført et fald i ASK på 20 %, hvilket gør, at der er brug for mindre øvrige investeringer. Øvrige investeringer implementeres derfor i budgettet med MSEK 800. I tabel 15 er ovenstående investeringer skitseret.

Tabel 15: Investeringsbehov

År	Flyinvestering	Øvrige inv.
2010	MSEK 700	MSEK 0,8
2011-12	MSEK 0	MSEK 0,8
2013	=vækst i omsætning	MSEK 0,8
2014	7 % af omsætning	MSEK 0,8
>2020	=vækst i omsætning	MSEK 0,8

Kilde: SAS 2008-2009

4.5 Flyflåden

En undersøgelse af flyflådens værdi foretages da posten står for hele 26 % af aktiverne på balancen. Virksomheder kan have interesse i ikke at opskrive aktivers værdier på en gang, da kommende års resultat dermed kan pyntes via opskrivningerne i de enkelte år. Markedsprisen på transportmidler som containerskibe og fly, hvor leveringstiden er lang, afhænger meget af udbuddet og efterspørgslen af det underliggende aktiv – altså prisen på rejsen/leveringen. Da der ikke er en børs for fly kan markedsprisen derfor være svær at vurdere. En dybere analyse af sammenhængen på billetpriserne og flyenes pris afholdes der fra at foretage. I stedet tages der udgangspunkt i SAS' egne oplysninger, hvor lignende analyser må have været foretaget. Af tabel 16 ses det, at SAS' markedsværdi for ejede fly ikke stemmer helt overens med den bogførte værdi af flyene. Differencen findes i leasingkontrakterne, hvor en kontrakts vilkår kan vise sig at være fordelagtige og dermed indeholde en merværdi. I posten fly i balancen er der dog ingen skjulte værdier.

Tabel 16: Flådeværdi 1/1 jan. 2010

	MSEK
Markedsværdi af ejede fly	12.800
Markedsværdi af leasede fly	17.400
Bogført markedsværdi af fly	13.087

Kilde: SAS 2009:32,76 (Egen tilvirkning)

4.6 Omstrukturingsomkostninger

Ved fremlæggelsen af Core SAS forventede SAS at få omstrukturingsomkostninger på SEK 900 mio. fordelt over to år (SAS – Investor Roadshow). Efter fremlæggelsen af 4. kvartalsregnskabet 2009 fremgik det derimod, at de reelle omkostninger blev på SEK 1,767 mia. En af grundene til den store difference skyldes en uventet stor nedgang i efterspørgslen af lufttransport, hvilket tvang SAS til at sætte fly i hangar.

Leasingomkostninger for fly parkeret i hangars posteres som omstrukturingsomkostninger. Herudover accepterede flere piloter et tilbud om tidlig pensionering. Implementeringen af Core SAS er ikke afsluttet endnu og SAS forventer yderligere SEK 1 mia. i omstrukturingsomkostninger fordelt på år 2010 og 2011. Hvorvidt dette beløb er nok afhænger af udviklingen på luftfartsmarkedet. SAS har dog fået trimmet sin virksomhed med afskedigelser og opsigelser af leasingkontrakter og dermed bør der ikke komme så store ekstraordinære overraskelser på denne post foruden de SEK 1 mia (SAS 2009-4Q). Ovenstående er fremstillet i tabel 17, hvor det ses at differencen er på SEK 1,867 mia. Den markant store forskel kan mistænke SAS for at opstille for positive scenarier. Om dette er bevist eller en forblindelse af ens egen tro på virksomheden vides ikke. SAS' langsigtede mål for EBIT-marginen på 7 % virkede også noget overvurderet i det henseende at ingen af de undersøgte flyselskaber havde præsteret dette over en længere årrække.

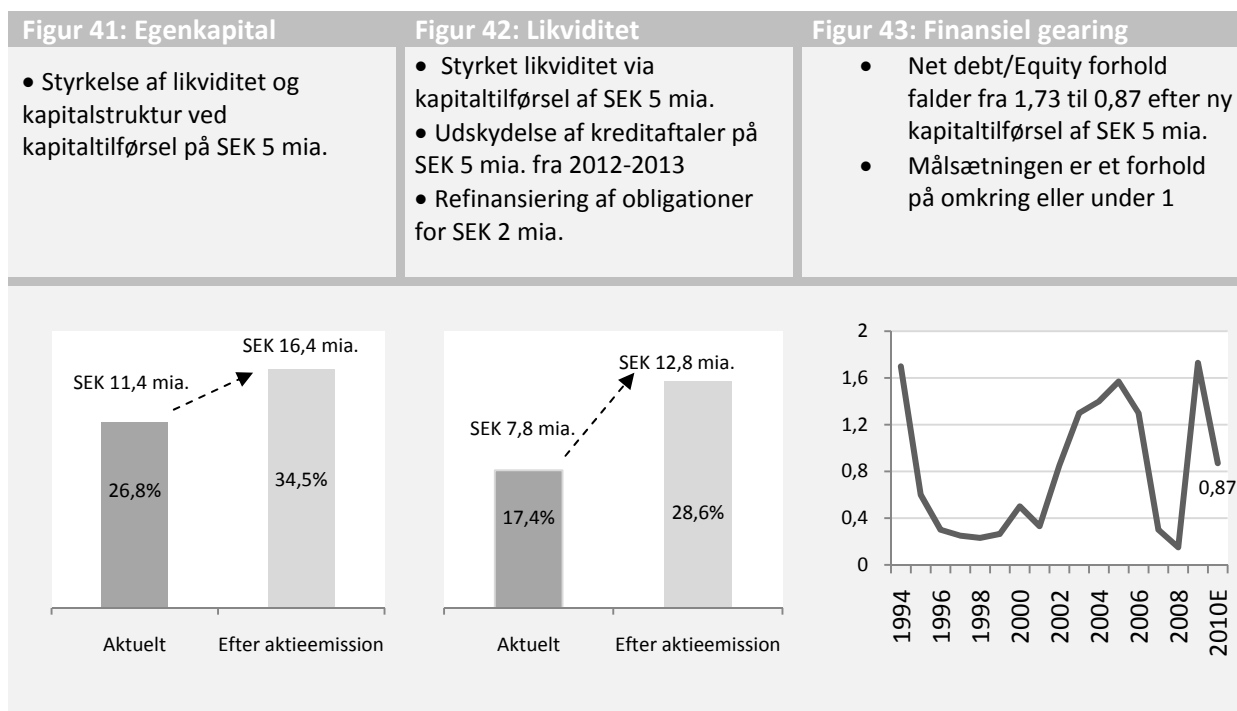
Tabel 17:
Omstrukturingsomkostninger

	MSEK
Forventede omk. i 2009	900
Reelle omk. i 2009	1.767
Yderligere omk. i 2010-11	1.000
Difference	1.867

Kilde: SAS 2008-4Q; SAS 2009-4Q

4.7 Kapitalstruktur og kapitaludvidelse

I foråret 2009 blev der udstedt aktier for SEK 6 mia., hvilke skulle være med til at lette gennemførelsen af Core SAS, og forbedre kapitalstrukturen, hvilket er et af elementerne i Core SAS. Gennem 2009 blev det dog nødvendigt med endnu større besparelser, hvilket kræver at SAS' likviditet styrkes igen for at støtte gennemførelsen af de resterende Core SAS besparelser. Kapitaltilførslen i 2010 forventes at blive på SEK 5 mia. Efter udstedelsen vil SAS koncernens egenkapital styrkes fra SEK 11 mia. (pr. 31. december 2009) til SEK 16 mia. og aktionærernes egenkapital i forhold til de samlede aktiver vil blive forbedret fra 26,8 % til 34,5 %, jf. figur 41, næste side. Den svenske, danske og den norske regering har begge udtrykt deres støtte til den proces. Desuden har Knut og Alice Wallenberg Fonden givet udtryk for sin støtte. Støtten har dog været underlagt visse betingelser. Disse er bl.a. at der skal opnås en endelig aftale om besparelser med cockpittets og kabinernes fagforeninger samt en refinansiering på SEK 2 mia. af koncernens obligationer med udløb i 2010. En endelig aftale om ændringer i de kollektive aftaler blev indgået i marts 2010. I alt besidder de fire aktionærer 57,6 % af alle udestående aktier og stemmer i SAS. Bankerne der står for salget har indgået en tegningsgaranti for de resterende 42,4 %. Den justerede nettogæld inkl. de kapitaliserede leasingomkostninger baseret på balancen d. 31. december 2009, forventes at falde fra ca. SEK 19 mia. til SEK 14 mia., hvilket giver en forbedring i den finansielle gearing fra 1,73 til 0,87 hvilket er vist i figur 43, næste side. I begyndelsen af 2010 har SAS Gruppen genforhandlet kreditfaciliteter for ca. SEK 5 mia., hvilket behandles i det kommende afsnit. I figur 42, næste side, fremgår det, at tilførsel af ny kapital, refinansiering af SEK 2 mia. og genforhandling af kreditfaciliteter på SEK 5 mia., alle er faktorer der er med til at forbedre likviditeten fra SEK 7,8 mia. til SEK 12,8 mia.



Kilde: SAS 2009 (Egen tilvirking)

Ovenstående betragtning er bygget på SAS' årsrapport 2008 og 2009. SAS har ikke det store fokus på den usikre fremtid de står overfor. Tidligere i opgaven er det blevet analyseret, at der venter SAS en kæmpe EU-bøde. Desuden er der stor usikkerhed omkring forpligtigelserne omkring Spanair, hvilket analyseres i dybden i senere afsnit. I 2010 kan der desuden evt. vente et nyt truende driftsunderskud. SAS kan altså stå i en situation hvor den nye kapital allerede er brugt inden aktieemissionen er helt på plads. På lidt længere sigt står SAS også overfor yderligere en likviditetstruende post, aktuarmæssige tab på pensionsforpligtigelser, hvilken behandles i senere afsnit.

Den finansielle gearing for SAS fremgik af figur 43. I en konjunkturfølsom branche som luftfartsbranchen er det vigtig ikke at have en for høj finansiell gearing. Luftfartsselskaber er kendetegnet ved at have en forholdsvis stor andel af faste omkostninger, hvilket gør, at selv mindre fald i efterspørgslen og omsætningen kan ses på indtjeningen. Derfor er det nødvendigt med en forholdsvis solid kapitalstruktur med en lav rentebærende gæld, for at minimere den samlede risiko. I praksis har mange europæiske luftfartsselskaber dog ikke overholdt dette, hvilket har medført, at der i krisetider har været en høj grad af statslig regulering og støtte. Swissair og Sabena er nogle af de selskaber som ikke havde bufferen til at modstå dårlige tider⁵⁰.

⁵⁰ "Robust kapitalstruktur i danske selskaber" – jyskebank.dk, 18. november 2008

Spørgsmålet er om SAS ville kunne have rejst først SEK 6 mia. og efterfølgende SEK 5 mia. uden staterne som aktionærer. Når SAS er lykket med at rejse den fornødne kapital samt udvide kreditfaciliteterne, synes de, at have en forholdsvis solid likviditetsbeholdning og egenkapital til at forhindre en konkurs på kort sigt. På lidt længere sigt er den finansielle stabilitet mere usikker da der er en kommende regning fra aktuarmæssige tab på pensionsforpligtigelser, jf. senere afsnit. Desuden skal der en milliardinvestering i nye fly og markedsvilkårene ser meget vanskelige ud. Netop disse usikkerheder kan være en af grundene til kreditratingbureauernes nedgradering af SAS, selvom de har et forholdsvis stærkt kapitalberedskab.

4.8 Kreditfaciliteter

I forrige afsnit blev der vist hvordan kapitalstrukturen blev styrket med kapitaludvidelsen i 2009 på SEK 6 mia. Den daværende kapital har ikke været tilstrækkelig og derfor er der fremsat et prospekt med en kommende kapitaludvidelse på SEK 5 mia. Den forbedret likviditet i 2009 åbnede på daværende tidspunkt for en aftale med kreditorerne om en udskydelse af tilbagebetalingen, jf. figur 44 næste side, hvor SEK 4 mia. blev udskudt fra 2010 til 2012 og SEK 700 mio. blev udskudt fra 2011 til 2013. Da lånemarkederne har været fastfrosset, og især overfor nødlidende selskaber, var denne udskydelse essentiel for SAS' overlevelse. SAS' vilkår er siden kun blevet forringet. Selskabets kreditvurdering er blevet væsentlig forringet det seneste år, hvilket derved gør betingelserne for lån ekstra vanskelige. Ratingbureauet Moody's sænkede i august 2009 kreditvurderingen for SAS, som svarer til, at det er "spekulativt" at låne penge til SAS, og at der er høj kreditrisiko⁵¹. Allerede i oktober revurderede Moody's denne rating til "Caa1", hvilket er en skala der er reserveret til "dårlige" selskaber med meget høj "kreditrisiko"⁵². Efter fremlæggelse af 4. kvartalsregnskabet 2009 og SAS' melding om endnu en kapitalindsprøjtning overvejer Moody's at degradere SAS endnu engang⁵³. Tilførslen af SEK 5 mia. i ny egenkapital har fået SAS' bankforbindelser til at acceptere bedre lånevilkår for en række kreditfaciliteter, men en ny kapitaltilførsel er dog en forudsætning. Desuden er SAS i fuld gang med at sikre en refinansiering af majoriteten af deres virksomhedsobligationer på SEK 2 mia.⁵⁴. I 2012 er der et forfald på SEK 5,4 mia., men SEK 1,5 mia. af disse er blevet udskudt til blandt andet år 2013, jf. figur 45, næste side. SAS' og lånemarkedernes situation taget i betragtning er disse tiltag livsvigtige for at give SAS arbejdsro og en mulighed for at komme gennem den nuværende krise. I den nærmeste fremtid er betingelserne hårde for at skabe overskud, og det negative cash flow gør presset større. SAS behøver ikke nye investeringer i de kommende år, men selv uden investeringer er de opnåede kreditfaciliteter tiltrængte.

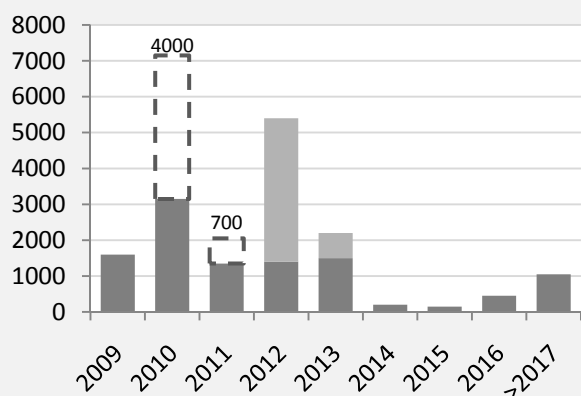
⁵¹ "Moody's sænker kreditvurdering af SAS" – Børsen.dk, 18. august 2009

⁵² "Moody's sænker sin kreditvurdering af SAS – igen" – Business.dk, 12. november 2009

⁵³ "Moody's truer SAS med degradering" – epn.dk, 11. februar 2010

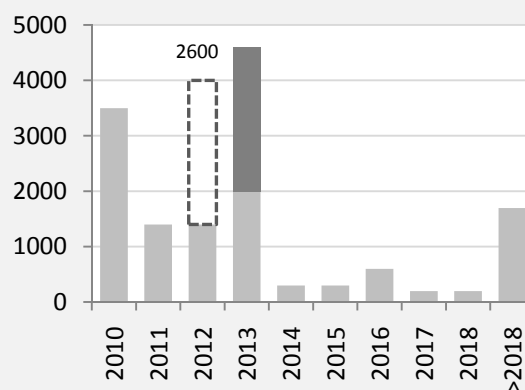
⁵⁴ "Banker letter lånevilkår for SAS" – borsen.dk, 9 februar 2010

Figur 44: Amortisering af rentebærende gæld pr. 31. december 2008 i SEK mio.



Kilde: SAS 2008:32 (Egen tilvirkning)

Figur 45: Amortisering af rentebærende gæld pr. 31. december 2009 i SEK mio.



Kilde: SAS 2009-4Q Analyst material

4.9 Pensionsforpligtelser

I balancen i årsregnskabet fremgår der et pensionsaktiv på SEK 10,3 mia., hvilket dækker hele 24,2 % af aktiverne. Desuden vil der blive foretaget ændringer i IAS19 i nærmeste fremtid, og derfor foretages der en nærmere undersøgelse af denne post og de nye ændringer af IAS19.

Umiddelbart kan man foranlediges til at tro, at et pensionsaktiv indeholder en form for overdækning. For at få et fuldt indblik i posten skal note 15 i årsregnskabet 2009 dog nærstuderes grundigt. Problemstillingen uddybes for at give et bedre overblik.

Koncernens pensionsordninger for ansatte i Sverige og Norge er ydelsesbaserede pensionsordninger, hvorimod ansatte i Danmark primært har en pension som defineres bidragsbaserede ordninger. I henhold til IAS 19 er det netop også disse to former pensionsydelse opdelt i. Den grundlæggende forskel på de to ordninger er, hvem der bærer risikoen. Ved bidragsbaserede ordninger påtager virksomheden sig ingen risiko for pensionens størrelse. Virksomheden betaler løbende bidrag til administrator af pensionsordningerne. Denne form for pensionsordning er derfor ikke problemet, og ud fra et regnskabsanalytisk synspunkt ukomplicerede.

I stedet ses nærmere på de ydelsesbaserede ordninger, hvor risikoen påhviler virksomheden, der skal tilsikre, at der på et givent tidspunkt er de fornødne midler. Disse ordninger kan afdækkes ved, at virksomheden løbende indbetaler til en fond, hvor midlerne investeres, og indskud med tillæg af afkast skal dække over virksomhedens pensionsforpligtigelse. Indbetalingerne til en pensionsfond reducerer nettoforpligtelsen men risikoen fjernes ikke. Medarbejderne er ofte garanteret en fast pension, mens midlerne der er til rådighed i fonden afhænger af det indbetalte beløb plus forrentningen. Opnås den

forventede forrentning ikke, skal virksomheden dække denne difference (Petersen & Plenborg 2005:552-553). Hvor store de enkelte års difference er, afhænger af investeringsstrategien. Det faktiske afkast af fx aktier kan fluktuere ganske betydeligt over tid og dermed afvige markant fra det forventede afkast.

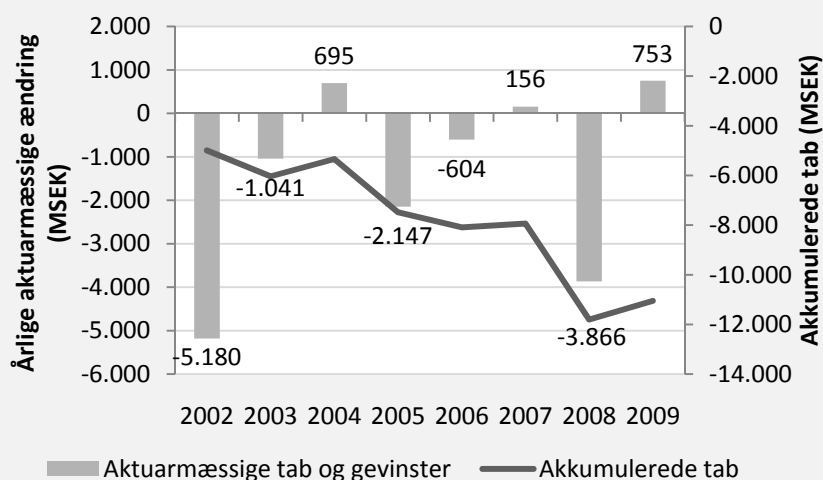
Forskellen mellem det aktuelle og forventede afkast navngives ofte som aktuarmæssige gevinster og tab.

Amortisering af aktuarmæssige gevinster og tab indregnes alene ved brug af "korridormetoden", hvor disse indregnes lineært i resultatopgørelsen over den forventede resterende antal arbejdsår for de ansatte, der deltager i ordningen. Anvendes korridormetoden ikke, er der fuld indregning af gevinster og tab (ingen amortisering) (Petersen & Plenborg 2005:556). Ved anvendelsen af korridormetoden er korridoren det største beløb af følgende:

- Maksimalt 10 % af nutidsværdien af bruttonetteforpligtelsen (pensionsforpligtelsen før fradrag af pensionaktiver)
- Maksimalt 10 % af dagsværdien af ordningens aktiver

Over en længerevarende periode med aktuarmæssige tab kan der altså akkumuleres et stort ikke realiseret tab. I figur 46 ses de årlige aktuarmæssige tab og gevinster, samt akkumuleringen i det aktuarmæssige tab. Af årsregnskabet 2009 fremgår det at det nuværende tab er på SEK 11.048 mio., hvilket også ses af figur 46 som det akkumulerede tab i 2009.

Figur 46: Udviklingen i aktuarmæssige tab og gevinster for SAS



Kilde: SAS 2002-2009 (Egen tilvirkning)

Et argument for ikke at indregne de aktuarmæssige tab og gevinster fuldt er den førnævnte årlige difference i afkast på fx aktier, hvorved årets resultat kan få en u hensigtsmæssigt stor påvirkning fra en pludselig ændring i aktiemarkedet. På længere sigt er forventningen at tabene udlignes, hvilket

Tabel 18: Porteføljemix for pensionsinvesteringer, SAS

Aktivtype	2006	2007	2008	2009
Aktier	35%	31%	18%	27%
Obligationer	55%	57%	70%	61%
Ejendomme	9%	9%	9%	9%
Andet	1%	3%	3%	3%

Kilde: SAS 2006-2009 (Egen tilvirkning)

dog kræver at porteføljesammensætningen bibeholdes. I tabel 18 ses porteføljesammensætningen for SAS i årene 2006-2009, hvor SAS har ikke oplyst deres sammensætning i tidligere år. I år 2006 og 2007 var

porteføljesammensætningen forholdsvis ens, hvorefter SAS har nedsat sin andel i aktier betragteligt i 2008. Hvorvidt SAS har solgt ud eller anvendt finansielle instrumenter for at opnå denne lavere andel oplyses der ikke om. Hvis SAS ikke er stringent overfor sin investeringsstrategi kan de ikke forvente at få det langsigtede afkast. I 2009 har SAS dog igen nærmet sig porteføljesammensætningen fra 2006 og 2007. Det antages derfor at det turbulente år 2008 blev afdækket med finansielle instrumenter, og at SAS derved følger en korrekt investeringsstrategi. Det langsigtede afkast er af SAS sat til 6 %, og hvorvidt dette kan indfries med en aktieandel på ca. 30 % er svært at vurdere.

IAS 19 revidering

IAS 19 er ved at blive revideret, og et diskussionsoplæg er blevet frigivet af IASB. De foreslåede ændringer, som betyder, at aktuarmæssige gevinster og tab ikke længere kan afskrives over den resterende gennemsnitlige periode på service, men kontinuerligt indregnes direkte på egenkapitalen eller i resultatopgørelsen, vil formentlig træde i kraft den 1. januar 2013. Som følge af denne ændring, skal akkumulerede aktuarmæssige gevinster og tab findes på den faktiske dato for den reviderede IAS, og derefter indregnes direkte på egenkapitalen (SAS 2009:76). Den generelle holdning i revisorbranchen er tilfredshed med, at en revidering af IAS 19 sætter en stopper for denne form for "bullshit accounting", hvor tabene udskydes.

SAS kommer altså til at indregne et tab på omkring SEK 11 mia. fra underskud på pensionsordninger i 2013. Med en egenkapital på lidt over SEK 11 mia. efterlader det reelt SAS uden egenkapital. SAS har dog en kommende aktieemission som tilvejebringer SEK 5 mia., hvilket får egenkapitalen op på SEK 16 mia. Hvor alvorlig denne korrektion af egenkapitalen bliver, afhænger af flere faktorer. IASB er overbevist om, at revideringen er det rigtige tiltag, så usikkerheden ligger i hvornår revideringen træder i kraft, og hvordan overgangen bliver til de nye regler. Det antages i værdiansættelsen at IAS revideringen tiltræder i 2013. Hvor essentielt det realiserede tab bliver for SAS' overlevelse, afhænger af om SAS har formået at forøge egenkapitalen frem til 2013 gennem bl.a. en stærkere indtjening.

4.10 Kapitalandele i affilierede selskaber

I årsrapporten 2008 note 6 er der opgjort hvilke kapitalandele SAS har i affilierede selskaber. Hvert år reguleres værdien af disse på balancen under finansielle aktiver, derfor er det her interessant at finde eventuelle skjulte værdier. Af note 6 fremgår det, at SAS på daværende tidspunkt ejede 20 % af aktierne i flyselskabet British Midland. I efteråret 2009 frasolgte SAS sin andel til Lufthansa som et led af Core SAS strategien. Gevinsten af salget er på SEK 426 mio., hvor der er en option for ekstra GBP 19 mio., hvis BMI vokser sig større under Lufthansas vinger indenfor de kommende to år (SAS 2009-4Q). Prisen på aktierne har været diskuteret meget, og så sent som i 2008 blev en analyse lavet af en luftfartsanalytiker, hvor hele BMI med tilhørende slots blev gennemsnitsvurderet til SEK 15 mia. Om SAS' andel på 20 % derved har

været SEK 3 mia. værd virker usandsynlig ud fra den nuværende solgte pris⁵⁵. En dybere analyse afholdes derfra da salgsprisen jo er den eneste korrekte pris.

Af note 6 om affilierede selskaber fremgår problembarnet Spanair ikke. Dette skyldes, at SAS frasolgte 80,1% af sit ejerskab til "Consorti de Turisme de Barcelona and Catalana", hvorved ejerskabet på 19,9 % lige nøjagtig ikke opnår status til kategorien affilieret selskab (20%-50%). Frasalget har igen været en del af Core SAS strategien for at få fokus tilbage på det skandinaviske marked. Foruden en indregning med et tab på SEK 712 mio. i 4 kvartal 2008 ved salget af de 80,1 %, forpligtede SAS sig samtidig overfor Spanair ved at de skal lease 20 fly ud til Spanair på

markedsvilkår. I tabel 19 ses yderligere fem punkter som kan få betydning for SAS. Ved en eventuel konkurs af Spanair kan SAS reelt miste SEK 2,171 mia. Hvorvidt en mulig konkurs i Spanair kan opstå kræver en dybere indsigt i selskabet, men der er ingen tvivl om, at SAS' bekendtskab med Spanair har været dyrt.

Tabel 19: SAS' eksponering overfor Spanair

Eksponering	MSEK
Gæld til SAS indløses med fremtidig positivt CF	965
Gæld der konverteres til aktier i Spanair	195
Fremtidig forpligtet funding	486
SAS tilbagebetaler eksternt lån for Spanair	175
SAS står som garant for visse operationelle omk.	350
Samlet mulige eksponering	2.171

Kilde: sasgroup.net - Capital market releases 29. januar 2009

4.11 Skat

Skatteprocenten for virksomheder i Sverige faldt pr. 1. januar 2009 fra 28 % til 26,3 %, hvilket derfor vil være den anvendte skatteprocent i værdiansættelsen. På kort sigt har SAS dog et udskudt skatteaktiv på SEK 8 mia. pr. 1 januar 2010 (SAS 2009-4Q), hvilket er opstået fra de seneste års skattemæssige underskud. Det vil sige, at SAS' fremtidige skattepligtige indkomst ikke vil blive beskattet før skatteaktivet er realiseret. Derfor skal der tages højde for dette i værdiansættelsen for at opnå en effektiv skatteprocent. Det langsigtede niveau sættes herefter til 26,3 %, da SAS i år med overskud ofte har haft en skatteprocent tæt på virksomhedsskatten.

4.12 Konklusion på regnskabsanalyse

Regnskabsanalysen har haft sit fokus på enkelte poster og elementer i regnskabet, hvor disse er blevet udvalgt ud fra deres relative størrelse på balancen, indflydelse på værdiansættelsen og sandsynlige indtrædelse.

⁵⁵ "Frit luftrum polerer SAS' britiske guldæg" – borsen.dk, 15. oktober 2010

SAS har anvendt samme revisor gennem mange år og har ikke ændret i regnskabsstandarderne over de seneste år. Sammenholdt med en ren revisorpåtegning er det antaget at regnskaberne er valide og kan anvendes til analyse.

I værdiansættelsen har SAS' hedging politik ikke den store effekt, da det blot udskyder nogle værdier til senere eller tidligere tidspunkter. SAS er dog eksponeret overfor betydelig risiko på både brændstofspriserne og valutakurserne. Risikostyringen er derfor væsentlig på kort sigt, da en pludselig ekstraordinær regning kan give likviditetsproblemer.

SAS anvender operationel leasing, men burde reelt anvende finansiel leasing i forhold til definitionen af disse. Da værdiansættelsen foretages ved hjælp af den kapitalværdibaserede model DCF, er der ikke behov for at lave en reformulering af denne post.

Investeringer i nye fly vil i år 2010 være på SEK 700 mio., hvorimod 2011-2012 vil være investeringsfrie. I år 2013 vil investeringerne igen påbegynde med samme vækst som omsætningen, hvor SAS efterfølgende fra år 2014 påbegynder udskiftningen af den gamle flåde. Fra 2014 til det langsigtede niveau foretages der en interpolation, hvor det langsigtede niveau slutter på samme niveau som væksten i omsætningen. Øvrige investeringer vil i hele perioden være på SEK 1 mia.

Flyflådens markedsværdi vurderes til at stemme overens med den bogførte værdi, og herved er der ingen skjulte værdier i denne post.

Omstrukturingsomkostningerne har vist sig at være markant større end de estimerede værdier. I alt er der en difference på SEK 1,867 mia., hvor der i årene 2010-2011 skal afsættes SEK 1 mia. til fuldførelse af Core SAS.

SAS får styrket deres egenkapital fra SEK 11 mia. til SEK 16 mia. via udstedelse af nye aktier for SEK 5 mia. Et af kravene fra aktionærerne har været en refinansiering af obligationer og genforhandling af kreditfaciliteter. Dette har SAS formået at få gennemført og øger dermed også likviditeten fra SEK 7,8 mia. til SEK 12,8 mia. Den finansielle gearing kommer ned på 0,87 som er indenfor målet med en max finansiell gearing på 1.

I løbet af de seneste små 10 år har SAS opbygget aktuarmæssige tab på SEK 11 mia., som qua revidering af IAS19, kræves indregnet over egenkapitalen fra omkring år 2013.

Spanair har været et dyrt eventyr for SAS og der er en reel mulighed for at få et tab på SEK 2,171 mia. ved en konkurs af Spanair.

Skatteprocenten er i Sverige pr. 1. januar 2009 faldet fra 28 % til 26,3 %. Desuden har SAS et udskudt skatteaktiv på SEK 8 mia. pr. 1. januar 2010 (SAS 2009-4Q), hvilket er opstået fra de seneste års skattemæssige underskud.

Alt i alt er SAS udsat for forskellige faktorer fra omverdenen, som alle indvirker med en ret markant effekt. Desuden er det iagttaget, at SAS umiddelbart har skubbet en del omkostninger frem i tiden. I en værdiansættelsen bliver disse dog belyst da netop alle fremtidige indtægter og udgifter registreres. I budgetteringen tages der derfor højde for ovenstående konklusion.

5 Scenarier

Af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen fremgår det tydeligt, at der er en del faktorer der kan variere og få indflydelse på en værdiansættelse. Sandsynligheden for at alle estimerede faktorer er korrekte er meget lille, hvorfor det kan være en fordel at opstille forskellige scenarier for den fremtidige udvikling. Ved at foretage en opstilling af et basis, et pessimistisk og et optimistisk scenarie er der mulighed for at se i hvilket spread værdien er placeret i.

Luftfartsbranchen er i tidligere afsnit blev defineret som en branche der følger økonomiens konjunkturer. Den nuværende økonomiske krises omfang og udvikling er samtidig svær at forudse. Derfor vil de nedenstående scenarier netop tage sit udgangspunkt i økonomiens udvikling og dennes påvirkning på de tidligere fundne KPI'ere i den strategiske analyse. En dybere forklaring og analyse vil ikke foretages i fremstillingen af scenarierne, da de bygger på de tidligere analyser i den strategiske analyse.

5.1 Basis scenarie

Basis scenariet bygger på forfatters forventede udvikling i økonomien og SAS' KPI'er. Dette scenarie tager udgangspunkt i den tidligere makroanalyse, hvor BNP væksten måles på SAS' fordeling af markederne. Økonomien antages her langsomt at begynde og rette sig op med en svag BNP vækst på 1,08 % i 2010 og herefter 1,96 % i 2011 for herefter at have en normaliseret vækst igen på 2,63 %. I tabel 19 ses denne udvikling samt de nedenstående KPI'ers udvikling. KPI'erne afhænger meget af den økonomiske situation, men SAS' omstrukturering gør, at implementeringen og effekten af Core SAS også har stor betydning for KPI'ernes udvikling. I forbindelse med Core SAS har udbuddet af sæder (ASK) i 2009 været reduceret med 15 % pga. nedskæring af rutenetværket. Ifølge Core SAS skal redueringen i alt være på 20 %, hvilket derfor betyder et fald på 5 % i ASK i 2010. I 2011 forventes SAS at have trimmet virksomheden til sit planlagte mål, hvorefter kapaciteten vil forøges i takt med BNP væksten. Efterspørgslen (RPK) og udbuddet (ASK) er i luftfartsbranchen tæt korreleret, derfor følger udviklingen i RPK forholdsvis udviklingen i ASK. Yielden var noget skuffende faldet med 5 % i 2009, og trafiktallene for februar 2010 viser et kraftigt fald på

Tabel 19: Basis scenarie - udvikling i KPIs

KPI	2009	2010E	2011E
BNP	-2,35%	1,08%	1,96%
RPK	-16%	-6%	2,63%
ASK	-15%	-5%	3%
Δ Loadfactor	0,3% (71%)	0% (71%)	0% (71%)
Yield	-5%	-4%	0%
Enhedsomk.	-11%	-10%	-5%

Kilde: SAS 2009 (Egne beregninger)

10 %. I 2010 forventes derved et hårdt pres på yielden i første halvår for derefter at rette sig op og ende med et fald på 4 %. I 2011 vil priserne være stabiliseret for herefter at have en moderat stigning. Det kraftige fald i yielden har ikke betydet en mærkbar stigning i loadfactoren, hvilket har været skuffende da en del uprofitable ruter er sorteret fra. Loadfactorens niveau i 2009 forventes at afspejle niveauet i 2010 og 2011. Enhedsomkostningerne inklusiv brændstofsomkostninger faldt i 2009 med 11 %, hvilket især skyldes at omsætningen er markant lavere. I 2010-2011 forventes effektiviseringer fra implementeringen af Core SAS at slå igennem, hvilket giver besparelser på henholdsvis 10 % og 5 %. Ovenstående udvikling i KPI'erne er alle skitseret i tabel 19.

5.2 Optimistisk scenarie

Det optimistiske og pessimistiske scenarie vil ikke have den samme uddybende forklaring som basis scenariet da de er opbygget over samme ræsonnement. Det optimistiske scenarie bygger på, at økonomien kommer hurtigere på rette vej og får et hurtigt opsving, for herefter at normaliseres igen på det langstigtede niveau 2,63 %. Dette afspejles i RPK'en i forhold til basis scenariet. Desuden forbedres loadfactoren qua nedskæring af uprofitable ruter. Via den større efterspørgsel stiger yielden hvilket også indebærer en stigning i enhedsomkostninger.

Tabel 20: Optimistisk scenarie - udvikling i KPIs

KPI	2009	2010E	2011E
BNP	-2,35%	2%	4%
RPK	-16%	0%	5%
ASK	-15%	-3%	5%
Δ Loadfactor	0,3% (71%)	1% (72%)	2% (74%)
Yield	-5%	0%	3%
Enhedsomk.	-6%	-8%	-3%

Kilde: (Egne beregninger)

5.3 Pessimistisk scenarie

Det pessimistiske scenarie tager udgangspunkt i at økonomien udvikler sig værre end de forventede prognoser. Krisen bidder sig fast i økonomien og i en lang årrække vil væksten ikke rigtig slå igennem. Fra 2012 laves der derfor en interpolation mod det langsigtede niveau i 2020 på 2,63 %. Dette afspejles ved at RPK og ASK bliver mindre, samt at loadfactoren og yielden forsætter den nuværende negative tendens.

Tabel 21: Pessimistisk scenarie - udvikling i KPI

KPI	2009	2010E	2011E
BNP	-2,35%	-1%	-2%
RPK	-16%	-10%	-2%
ASK	-15%	-7%	-3%
Δ Loadfactor	0,3% (71%)	-2% (69%)	-2%(67%)
Yield	-5%	-7%	-3%
Enhedsomk.	-6%	-10%	-8%

Kilde: (Egne beregninger)

6 Budgettering

Budgettet er input til værdiansættelsesmodellen og danner derved grundlaget for den estimerede værdi. Kvaliteten af værdiansættelsen er derfor afhængig af kvaliteten af budgettet. Budgettets kvalitet er forsøgt

højnet ved, at alle væsentlige aspekter omkring en virksomheds fremtid bliver inddraget, det vil sige, at alle væsentlige konklusioner fra den strategiske analyse og regnskabsanalyse bliver inddraget i nedenstående.

Budgetteringen og værdiansættelsen opdeles ofte i to perioder; en eksplicit budgetteringsperiode og en terminalperiode. I budgetteringsperioden budgetteres der for hvert enkelt år, hvorimod terminalværdien antager at alle budgetvariable vokser i samme tempo i al fremtid (Hansen, M. et al. 2003). Budgetperioden skal tilpasses i forhold til typen af virksomhed. Modne og stabile virksomheder har generelt en kortere budgetperiode. Petersen et al. (2006) har foretaget en empirisk undersøgelse blandt aktieanalytikere, hvor den gennemsnitlige budgetperiode er på 6 år. Copeland et al. (2000) anbefaler at anvende en budgetperiode på 10-15 år for de fleste virksomhedstyper. Om praktikere anvender for korte budgetperioder eller akademikere anvender for lange er svært at vurdere. I denne værdiansættelse sættes perioden til 10 år, for derved at få en placering midt imellem praktikere og akademikere, samt at perioden dækker en hel cyklus.

Terminalværdien har stor indflydelse på en virksomhedsværdi i en værdiansættelse via DCF-modellen. Elling et al. (1999) vurderer at 60-70 % af værdien stammer fra terminalværdien. Jyske Bank har lavet lignende undersøgelse for OMX-indekset, hvor terminalværdien i gennemsnit udgør 63 % af selskabernes samlede værdi (Møller, R. 2006). Derfor kan det virke underligt, at analytikere og investorer ofte fokuserer på udviklingen i det kommende kvartal frem for den fremtidige udvikling. Årsagen skal umiddelbart findes i at det er betragteligt nemmere at forholde sig til næste kvartal frem for estimerer 10-20 år ude i fremtiden. En grundig analyse af den fremtidige udvikling er derfor en nødvendighed for at opnå en valid værdiansættelse. Terminalværdien er desuden afhængig af udviklingen i de sidste år i budgetperioden, hvorfor det er afgørende, at de sidste år i budgetperioden er normaliserede år og ikke en afspejling af fx en højkonjunktur.

Med ovenstående overvejelser omkring terminalværdien fokuseres der i værdiansættelsen af SAS på det langsigtede niveau. Dette betyder, at der kortsigtet i år 2010-2011 bliver posteret i de enkle poster. Hvis ikke det langsigtede niveau anvendes, foretages der en interpolation fra 2011 niveauet til det langsigtede niveau. Sagt på en anden måde trækkes der i princippet en linje mellem disse to punkter. Dette giver dermed udviklingen i den mellemliggende periode, og derved kan fokus i stedet være på det langsigtede niveau. I regnskabsanalysen blev der registreret aktuarmæssige tab med indregning på egenkapitalen i 2013. Dette medfører en markant svækkelse af EBIT-marginen dette år, og interpolationen foretages derfor først fra år 2014. Det samme er gældende for investeringsmarginen som i 2014 stiger markant qua udskiftning af flåden. Med hensyn til skatteprocenten vil skatteaktivet blive anvendt for herefter at anvende en skatteprocent på 26,3 %.

Omsætning, indtjening, omkostninger, NWC og afskrivninger

I nedenstående fremstilles de resterende elementer til værdiansættelsen. Tidligere i basisscenariet blev RPK og yielden for 2010-2011 estimeret, og kan derved anvendes til at estimere omsætningens niveau i disse år med udgangspunktet i 2009. I tabel 22 ses udviklingen i omsætningen, omkostningerne og EBIT for basisscenariet, hvor de tidligere fundne værdier er anvendt til estimeringen. Det samme gøres for det optimistiske og pessimistiske scenarie.

Tabel 22: Udviklingen i omsætning, omkostning og EBIT i basisscenariet

	2009	ændring	2010E	ændring	2011E
Omsætning	44.918	-5%	42.672	2,63%	43.794
Omkostninger	48.000	-10%	43.200	-5,00%	41.040
EBIT	-3.082		-528		2.754
EBIT-margin	-7%		-1%		6%

Kilde: SAS 2009 (Egne beregninger)

Investeringsniveauet og skatteniveauet blev gennemgået i regnskabsanalysen, og vil have langsigtede niveauer på henholdsvis 2,63 % som omsætningsvæksten og 26,3 %.

Afskrivningerne antages at følge investeringerne, hvilket også har været den historiske tendens.

Ændringen i nettoarbejdskapitalen (NWC) har de seneste 15 år haft et gennemsnit på 0,25 % af omsætningen, hvor der i højkonjunkturer har været positive værdier og i lavkonjunkturer negative værdier. De seneste to år har været ekstraordinære og er dermed frasorteret. Derfor sættes det langsigtede niveau på 0,25 %. Med den kommende aktieemission vil NWC blive påvirket positivt i 2010, hvorefter det langsigtede niveau anvendes.

De samlede budgetforudsætninger er fremstillet i nedenstående tabel 23, hvor udsnittet er fra år 2010-2014 samt terminal perioden 2020. Efter år 2014 er der ikke flere enkeltposter, og derfor kan interpolationen foretages mod det langsigtede niveau. Denne udvikling kan ses i bilag 2 hvor hele budgetperioden fremgår.

Tabel 23: Samlede budgetforudsætninger fra 2010-2020

Basis scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2020E≤
Omsætningsvækst (%)	-5,0%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
EBIT-margin	-1,2%	6,3%	7,0%	-17,0%	7,0%	3,63%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	2,63%
Investering (% af omsætning)	4,0%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,5%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,3%
Positivt scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2020E≤
Omsætningsvækst (%)	-3,0%	5,0%	2,6%	2,6%	2,6%	2,63%
EBIT-margin	3%	10%	7%	-15%	7%	7%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	2,63%
Investering (% af omsætning)	3,8%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,3%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	11,0%	0,0%	0,0%	26,3%

Negativt scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2020E≤
Omsætningsvækst (%)	-10,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	2,63%
EBIT-margin	-6,9%	1,3%	3,6%	-21,6%	7,0%	3,63%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	2,63%
Investering (% af omsætning)	4,2%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,7%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,3%

Kilde: (Egne beregninger)

7 Værdiansættelse

Værdiansættelsen foretages på baggrund af budgetteringen som blev udfærdiget på basis af den strategiske analyse og regnskabsanalysen. Værdiansættelsen suppleres med en følsomhedsanalyse, som viser konsekvenserne ved ændringer i forudsætningerne.

Grundlæggende er der fire kategorier af værdiansættelsesmodeller, som Plenborg (2000) deler ind i henholdsvis kapitalværdibaserede-, relative, substans- og real options værdiansættelsesmodeller. Nærværende afsnit vil berøre de tre førstnævnte modeller, hvor hovedvægten vil blive lagt på den kapitalbaserede Discounted Cash Flow model (DCF), som har været fremherskende i finansieringsteorien såvel som i praksis de senere år (Petersen & Plenborg 2003).

Kapitalværdibaserede modeller

Foruden DCF-modellen har der i de seneste år været en større udbredelse af de kapitalværdibaserede modeller, hvor især EVA-modellen anvendes som et alternativ. Alle disse modeller har samme grundfundament, og ved en korrekt implementering vil der opnås samme værdi. En undersøgelse af Plenborg (2000c) viser, at residualindkomstmodellen og DCF-modellen giver samme værdiestimat. Yderligere viser Plenborg (2000b) via en praktisk værdiansættelse, at DCF-modellen, dividendemodellen og residualmodellen fremkommer med ens værdiestimater. Den eneste forskel der kan opstå er tekniske fejl, som opstår i implementeringen af modellerne.

7.1 DCF-modellen

Da en værdiansættelse ved brug af flere modeller ikke giver en merværdi fravælges dette. I stedet anvendes den mest udbredte model fra praksis – DCF-modellen, hvor både egenkapitalen og den rentebærende gæld værdiansættes.

DCF-modellen har en væsentlig forudsætning om, at virksomheden er en "Going Concern", hvilket indebærer, at virksomheden forsætter sin drift i uendelig tid.

Populariteten skyldes primært at DCF-modellen er uafhængig af regnskabspraksis, hvilket har været et af kritikpunkterne mod de regnskabsbaserede værdiansættelsesmodeller (Petersen & Plenborg 2003). Da cash flowet deles til både ejere og långivere, skal det frie cash flow også tilbagediskonteres med et afkastkrav der svarer til deres afkastkrav. Dette afkastkrav defineres i finansieringsteorien som de vejede gennemsnitlige omkostninger (WACC), som behandles senere i afsnittet. En værdiansættelse med DCF-modellen ser derfor formelmæssigt således ud jf. Plenborg (2000abc):

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

g = Konstant vækst i FCF i terminalperioden ; n = Antal år i budgetperioden

Første led er den eksplicitte budgetperiode, og andet led er terminalperioden. Terminalperioden udgør alle fremtidige perioder. I dette tilfælde anvendes metoden for et voksende frit cash flow, hvor værdien af terminalperioden er udregnet som en uendelig annuitet, idet parametrene i budgettet antages at vokse procentuelt ens og dermed har opnået et "steady-state" niveau.

Alla datainputtene, foruden WACC'en, til modellen er estimeret i budgetteringsafsnittet, hvorfor disse ikke behandles i indeværende afsnit.

En af fordelene ved DCF-modellen er enkeltheden, samt at långivere og investorers interesse netop er en virksomheds evne til at generere positive cash flows. At beregningerne er simple gør dog ikke modellen helt enkel. De genererede data fra budgetperioden er ikke umiddelbart tilgængelig, hvorved disse skal estimeres. Et budget af høj kvalitet kræver kendskab til virksomhedens investeringsstrategi, kapitalstruktur, bud på fremtidig indtjening, brancheforhold etc. At opnå et budget af høj kvalitet er dermed meget tidskrævende og er derfor i visse situationer ikke den optimale løsning.

Forudsætningerne bag DCF-modellen er i praksis overvejende realistiske. Princippet om "clean surplus" må formodes at overholdes, da det svært at forestille sig, at der budgetteres med indtægter og omkostninger som posteres direkte over egenkapitalen. En anden forudsætning er, at al overskydende likviditet udloddes eller reinvesteres i projekter, der ikke skaber eller destruerer værdi. Over den seneste årrække har der været en stigende tendens mod udlodning af overskydende likviditet i form af udbytte eller tilbagekøb af egne aktier (Petersen & Plenborg 2003).

7.1.1 WACC

DCF-modellen har som sagt sit fokus på tilbagediskonteringen af den fremtidige indtjeningsstrøm, hvor der tilbagediskonteres med en rente, WACC, som skal afspejle den underliggende risiko i den fremtidige indtjening. WACC'en beregnes med følgende formel (Elling & Sørensen 2003):

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} k_e + \frac{V_0^{NGR}}{V_0^{NOA}} k_d$$

V_0^E = markedsværdi af egenkapital

V_0^{NGR} = markedsværdi af rentebærende gæld

V_0^{NOA} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{NOA} = V_0^{NGR} + V_0^E$)

k_e = ejernes afkastkrav

k_d = gældsomkostninger efter skat

Estimering af overstående parametre behandles i den resterende del af afsnittet.

Kapitalstrukturen

Når en virksomhed fastægger sin fremtidige kapitalstruktur, kan der teoretisk benyttes 100 procent gæld for at minimere WACC'en. Grunden til WACC'ens fald skal findes i fradraget af renteomkostninger. I praksis er det dog sjældent, at der udelukkende anvendes fremmedkapital som finansiering, hvor kapitalfonde er de mest aggressive angående denne finansieringsform. En høj andel af fremmedkapital er i stedet ofte en indikation om finansielle problemer. Desuden påvirkes kapitalstrukturen af elementerne handlefrihed, transaktionsomkostninger og konkursrisiko.

Kapitalstrukturen bør desuden tilpasses løbende over tid, således at virksomhedens løbende kapitalstruktur afspejles. I praksis overholdes dette dog ikke, da der ofte anvendes en konstant kapitalstruktur. Et af argumenter for denne anvendelse er, at der over tid ofte ikke er de store udsving i kapitalstrukturen. Sker der pludselige store udsving bør der dog korrigeres for dette, eksempler på dette kan være leverage buyouts foretaget af kapitalfonde. I og med at der i praksis opereres med en konstant kapitalstruktur, er det vigtigt, at det er den langsigtede kapitalstruktur der anvendes. I regnskabsanalysen blev kapitalstrukturen behandlet, hvor SAS' langsigtede finansielle gearing er et target på 1.

Fremmedkapitalomkostninger k_d

Estimering af fremmedkapitalomkostningerne har i praksis ikke den samme usikkerhed som ved estimeringen af ejernes afkastkrav (Plenborg 2003). Det frie cash flow opgøres efter skat, og låneomkostninger skal dermed også opgøres efter skat. Fremmedkapitalomkostningerne ser således ud på formelbasis:

$$k_d = (r_f + r_s) \times (1 \div t_c)$$

r_f = den risikofrie rente

r_s = den selskabsspecifikke risiko

t_c = den marginale selskabsskattesats

For at opnå overensstemmelse med cash flowets varighed, anbefales det at anvende den effektive rente på et risikofrit papir med lang varighed til den risikofrie rente. I praksis anvendes den effektive toneangivende 10-årige statsobligation som estimat for den risikofrie rente (Plenborg 2003). Riksbanken oplyste d. 1. april at den svenske 10-årige statsobligation effektive rente er på 3,205 %. Igennem de seneste 5 år har den gennemsnitlige 10-årige statsobligation været på 3,66 %.

Det selskabsspecifikke rentetillæg afhænger af kreditvurderingen af selskaberne. Tidligere er det beskrevet at SAS har haft tre nedgraderinger af deres kreditrating af Moody's. En vurdering af risikotillægget direkte ud fra kreditratingen er dog svær at kvantificere. Implicit afspejles risikotillægget dog i den rente SAS skal betale på lånemarkedet. I note 24 i årsrapporten fremgår SAS' udstedelser af obligationer i forskellige valutaer. De nuværende renter på obligationer er presset betydeligt ned, hvilket gør, at selskaber som SAS kan udstede til en billigere rente. Udgangspunktet er derfor taget i en gennemsnitlig rente for SAS på 5 år, hvor der samtidigt er lavet en

fordeling af renterne i valutaerne

euro, norske og svenske kroner,

som er de primære

udstedelsesvalutaer for SAS. I

tabel 24 ses beregningerne af

risikotillægget via de udstedte

obligationer og den tidligere

angivne risikofrie rente.

Risikotillægget er således estimeret til 3,27 %.

Tabel 24: Selskabsspecifik rentetillæg

	2005	2006	2007	2008	2009
NOK	7,09%	6,76%	8,97%	9,86%	5,34%
EUR	3,78%	8,30%	9,48%	7,73%	5,31%
SEK	5,45%	6,83%	6,83%	8,07%	4,18%
Årlige gns.	5,44%	7,30%	8,42%	8,55%	4,94%
10-årige statsobl.	3,35%	3,72%	4,19%	3,83%	3,21%
Risikotillæg	2,09%	3,58%	4,23%	4,72%	1,73%
Gns. Risikotillæg	3,27%				

Kilde: SAS 2005-2009 (Egen tilvirkning)

Tidligere i regnskabsanalysen blev skattesatsen fundet til 26,3 %, hvilket gør, at fremmedkapitalomkostningerne nu kan udregnes ud fra den førnævnte formel:

$$k_d = (r_f + r_s) \times (1 \div t_c) \leftrightarrow$$

$$k_d = (3,66\% + 3,27\%) \times (1 \div 26,3\%) \leftrightarrow$$

$$k_d = 5,11\%$$

Dermed er fremmedkapitalomkostningerne beregnet til 5,11 %.

Ejerafkastkravet k_e

Næste ukendte parametre i WACC'en er ejernes afkastkrav. Petersen et al. (2006) beskriver en empirisk undersøgelse af hvordan ejerafkastet estimeres af professionelle analytikere. Undersøgelsen viser, at 71 %

af deltagerne anvender Capital Asset Pricing Modellen (CAPM), skønt denne model ikke afviger signifikant fra Asset Pricing Theory modellen. Udgangspunktet her tages i CAPM grundet metodens udbredelse i praksis.

Modellen går ud på at det forventede (krævede) afkast på egenkapitalen består af det risikofri afkast plus et tillagt risikotillæg. Nedenstående formel beskriver ejerafkastet (Plenborg 2003):

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) - r_f]$$

β = Beta er den systematisk risiko

$E(r_m)$ = Forventede afkast ved investering i markedsporteføljen

Tidligere er den risikofrie rente fundet ved en 10-årig svensk statsobligation. Risikotillægget investor kræver, er et ekstra afkast for den ekstra risiko. Afkastkravet hænger sammen med risikoen, således at jo større risiko jo større er investors afkastkrav. I CAPM måles denne risiko via den relative risikoværdi beta, som måler den systematiske risiko i forhold til markedsporteføljens risiko. Den systematiske risiko udtrykker den risiko der ikke kan diversificeres bort, og den virksomhedsspecifikke risiko er dermed udeladt. I tabel 25 ses tolkningen af beta, hvor markedsporteføljen således pr. definition har en betaværdi på 1, mens det risikofrie aktiv har en værdi på 0.

Tabel 25: Betaværdiens fortolkning

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

Kilde: Plenborg 2003 (Egen tilvirkning)

I SAS' årsrapport oplyser SAS, at de selv anvender en betaværdi på 1,34. I nedenstående vil en nærmere undersøgelse af betaværdien blive foretaget. I praksis estimeres beta ud fra den historiske kursudvikling for virksomheden og markedsporteføljen, hvilket strider mod en af CAPMs forudsætninger om anvendelse af ex ante data. Dette er dog ikke muligt i praksis og i stedet anvendes ex post data. Desuden skal man være opmærksom på aktier der er illikvide og har lav omsættelighed, da dette kan påvirke beta i nedadgående retning (Gruelund & Plenborg 2002). I SAS' tilfælde er dette dog ikke et problem, da der dagligt omsættes millioner af SAS aktier på børsen i Stockholm. Det svenske totalindeks OMXS er anvendt som markedsporteføljen.

Beta udregnes ud fra følgende formel:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(r_{SAS}, r_{OMXS})}{\text{Varians}(r_{OMXS})}$$

Ovenstående formel for beta viser, at beta er defineret som kovariansen mellem virksomheden og markedet divideret med variansen på markedet. Beta er estimeret ud fra månedlige afkast fra de

seneste 10 år, da daglige observationer alt andet lige vil følge markedet relativt tæt og påvirke beta i nedadgående retning. Forudsætningen for at kunne benytte ovenstående formel er, at de bagvedliggende data er normalfordelte. Aktieafkast er som udgangspunkt ikke normalfordelte, men har en højreskævhed, hvorfor logaritmen tages på afkastene. Det er medvirkende til at gøre afkastene tilnærmelsesvis normalfordelte, hvilket stemmer overens med InvesteringsForeningsRådets anbefalinger (Carnegie 2008).

SAS har over de seneste 10 år gennemgået store strategiske ændringer, hvilket derfor gør, at de historiske afkast kan adskille sig fra de fremtidige afkast og at beta derfor afviger markant fra det historiske niveau. Desuden har SAS for et år siden startet en omstrukturering, hvilket gør at aktiekursen har været påvirket ekstra negativt. Derfor bør der tages højde for den tidsmæssige dimension. At nogle data skal udelukkes i forhold til andre kan der dog ikke argumenteres for. Ved udregningen af beta ud fra den førnævnte formel hvor der ikke tages højde for tidsdimensionen giver en betaværdi på 0,78. Umiddelbart virker denne værdi lav, da den strategiske analyse viste en branche der er meget cyklisk, har meget volatile priser i form af brændstoffet. Da SAS samtidig har fokus på businessrejsende som er endnu mere cyklisk bør de have en betaværdi over 1. Den umiddelbare årsag er tidsdimensionen som der ikke er taget højde for. I stedet for at tage 10 års data og lave én måling, tages der nu et rullende gennemsnit med 36 måneders data ad gangen. Altså fås der en betaværdi for de første 36 måneder, og herefter skubbes disse 36 måneder gennem hele perioden, hvilket i alt giver 85 betaværdier. Udviklingen i beta ses i figur 47, hvor gennemsnittet for de 85 observationer er 1,20.

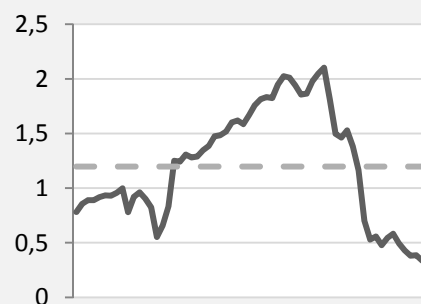
Ved at udregne standardafvigelsen og anvende et 95%-konfidensinterval på de 85 observation fås nedenstående interval af SAS' betaværdi:

$$\bar{\beta} \pm 1,96 \left(\frac{\sigma}{\sqrt{n}} \right) \leftrightarrow 1,20 \pm 1,96 \left(\frac{0,53}{\sqrt{85}} \right) \leftrightarrow [1,07; 1,33]$$

Ud fra ovenstående beregninger bør SAS' betaværdi med 95 % sikkerhed ligge i intervallet [1,07;1,33].

For at få en indikation af om dette interval er i rimelig overensstemmelse med "den rigtige beta" anvendes "common-sense" metoden. Udgangspunktet i denne metode tages i den driftsmæssige og finansielle risiko. I bilag 3 ses de forskellige kategorier. Ud fra den strategiske analyse er der ingen tvivl om at den driftsmæssige risiko er høj. Den finansielle risiko ville også have været høj hvis ikke den kommende aktieemission var blevet fremsat, men i stedet betragtes den finansielle risiko på nuværende tidspunkt

Figur 47: Udviklingen i beta for SAS med 36 mdr. rullende gns. (2001-10)



Kilde: (Egen tilvirkning)

neutral. Intervallet for denne kategori er ifølge bilag 3 [1,15:1,4], hvilket stemmer godt overens med det førnævnte fundne interval. Desuden har Lufthansa en beta på 1,1 og British Airways en beta på 1,4. Estimeringen af beta-intervallet på [1,07:1,33] virker derfor som et realistisk bud, hvor gennemsnittet på 1,2 anvendes.

Risikopræmien er det merafkast investor forlanger for at investere i aktier frem for et risikofrit aktiv som statsobligationer. PriceWaterHouseCoopers foretog i 1998 en undersøgelse, hvor de spurgte en større gruppe investorer hvad de forlangte i merafkast. Risikopræmien blev bestemt til gennemsnitlig 4 % (Elling & Sørensen 2003). Ifølge Gruelund & Plenborg (2002) er der lavet flere analyser med lange tidsserier. En analyse for perioden 1915-1993 af Christiansen og Lystbæk finder en risikopræmie på 2 %. En lignende undersøgelse er lavet af Parum for perioden 1925-1997, hvor han estimerer risikopræmien til 3 %. Begge disse undersøgelser vurderes dog at have data fra tidsperioder der ikke afspejler det nuværende finansielle marked. Mindskes perioderne fås en risikopræmie på 4 %, som også er det mest udbredte estimat i praksis (Gruelund & Plenborg 2002). Derfor anvendes en risikopræmie på 4 %.

Egenkapitalomkostningerne kan hermed estimeres ud fra tidligere formel:

$$k_e = r_f + \beta [E(r_m) \div r_f] = 3,66 + 1,2[4\%] = 8,46\%$$

I starten af afsnittet blev kapitalstrukturen belyst, hvor det fremgik, at SAS' langsigtede mål er en finansiell gearing på 1, hvilket er ensbetydende med ligelig fordeling mellem egenkapitalværdien og gældsandelen. Med denne information kan WACC'en endelig estimeres:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{NOA}} k_e + \frac{V_0^{NGR}}{V_0^{NOA}} k_d = 0,5 * 8,46\% + 0,5 * 5,11\% = 6,78\%$$

De vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger er således estimeret til 6,78 %, hvilket er det sidste estimat til værdiansættelsen. Dette estimat stemmer rimeligt overens med analytikernes estimater, hvor eksempelvis SparNord i deres aktieanalyse har anvendt et estimat på 7,37 %.

Værdiansættelse

Den fulde værdiansættelse for de tre scenarie ses i bilag 4, 5 og 6, hvilket skyldes størrelsen på tabellerne. I nedenstående tabel 26, næste side, ses værdiansættelsen, hvor basisscenariet estimerer værdien af SAS til 0,37 øre pr. aktie pr. 1. april. På børsen blev SAS aktien handlet til kurs 2,70 svenske kroner per aktie, hvilket betyder, at den estimerede aktiekurs kun udgør 14 % af den reelle aktiekurs pr. 1 april 2010. Forfatters vurdering er altså at SAS' aktiekurs er markant overvurderet.

Det positive scenarie estimerer en værdi på SEK 9,42 pr. aktie, hvilket dog kræver at økonomien vender hurtigere samt at SAS kan indfri sin egen forventede langsigtede EBIT-margin på 7 %, hvor forfatter i stedet har estimeret en langsigtet EBIT-margin på 3,63 %. Det negative scenarie tager sit udgangspunkt i

at den nuværende krise trækker ud, hvilket giver et estimat på SEK -3,73 pr. aktie. En negativ aktiekurs kan dog aldrig forekomme, og SAS vil i stedet være erklæret konkurs, hvor en likvidation således i stedet kan vurdere værdien.

Tabel 26: Værdiansættelse med DCF-modellen

	Scenarie		
	Negativ	Basis	Positivt
Enterprise Value (SEK mio.)	-3.510	6.606	28.932
+likvider - rentebærende gæld	-6.054	-6.054	-6.054
+associerede selskaber	358	358	358
Markedsværdi (SEK mio.)	-3.069	303	7.745
Værdi pr. aktie	-3,73	0,37	9,42
Kursen 1. april 2010	2,70	2,70	2,70
Estimeret andel af reel kurs pr. 1 april	N/A	14%	349%

Kilde: (Egen tilvirkning)

7.2 Substansværdimetoden

Ved en eventuel konkurs anvendes en anden metode for værdiansættelse af virksomheder. Her gennemgås de enkelte aktiver og passiver på balancen for at identificere eventuelle mer- eller mindreværdier i forhold til de bogførte værdier. Denne metode kaldes substansværdimetoden. I tabel 27 fremgår det, at markedsværdien af SAS er MSEK 103, hvor forpligtede poster fra regnskabsanalysen er medtaget. Denne værdi er estimeret med udgangspunkt i egenkapitalen hvorefter merværdien af flåden er tillagt. Bøder og pensionsaktivet fratrækkes, da disse er forpligtelser som kommer forud for investorernes og kreditorernes krav.

Værdien af SAS' aktiver er altså højere end forpligtelserne, men der ikke megen værdi at hente for aktionærene med en kurs på SEK 0,04 pr. aktie. Forsætter SAS med de dårlige resultater på bundlinjen, kan det blive en nødvendighed for SAS at sælge til denne pris.

Tabel 27: Værdiansættelse med substansværdimetoden

	Bogført værdi
Egenkapital pr. 31. december 2009 (MSEK)	11.389
+Merværdi af flåde	0
-Bøder (MSEK)	1.000
-Pensionsaktiv (MSEK)	10.286
Markedsværdi (MSEK)	103
Antal aktier (mio.)	2.468
Værdi pr. aktie (SEK)	0,04

Kilde: (Egen tilvirkning)

7.3 Relativ værdiansættelse

I praksis anvendes relative værdiansættelser i stort omfang. Undersøgelser har vist, at modellerne er nogle af de mest anvendte blandt danske aktieanalytikere (Plenborg 2003). Relative værdiansættelsesmodeller (multipler) kræver ikke samme grundige analyse af bagvedliggende faktorer, men er derimod en quick and dirty metode, hvilket umiddelbart også er grunden til modellernes popularitet. Anvendelsen af de relative værdiansættelsesmodeller foregår ved en vurdering af, om virksomhedens værdi er relativt billigere/dyrere end sammenlignelige selskaber. Første skridt er valget af multipl. En del multipler anvender enten EBIT eller "earnings per share", hvilket dog ikke giver mening i et marked med negative resultater. I stedet

anvendes Price/Book og Enterprise/Revenue multiplerne. Estimerterne for sådanne værdiansættelser skal der tolkes forsigtigt på. Dette skyldes, at selvom de sammenlignelige selskaber udvælges varsomt er der

stadig forskelligheder blandt disse, som kapitalstruktur, markedsforhold, strategiske forhold etc. Desuden gør SAS' nuværende turbulente situation, at der umiddelbart ikke er sammenlignelige selskaber.

Selskaberne der er udvalgt er de andre service-selskaber i Europa, hvorefter der er taget et gennemsnit er deres multipler. I tabel 28 ses værdiansættelsen hvor der fås en værdi på SEK 3,74 pr. aktie for Enterprise/Revenue multiplen og SEK 4,96 pr. aktie for Price/Book multiplen. Med disse estimater undervurderes SAS aktien med den nuværende kurs pr. 1. april 2010 på SEK 2,70 pr. aktie.

Tabel 28: Værdiansættelse med multipler

	2010E	
	P/B	EV/Sales
Air France-KLM	0,8	0,4
Britisk Airways	1,9	0,6
Finnair	0,7	0,2
Lufthansa	0,9	0,2
Gennemsnit	1,08	0,35
Omsætning 2010E (MSEK)	-	42.672
Egenkapital pr. 31. dec 2009	11.389	-
Enterprise Value (SEK mia.)	12.243	14.935
+ likvider - rentebærende gæld	-	6.054
+ associerede selskaber	-	358
Markedsværdi (MSEK)	12.243	9.239
Antal aktier (mio.)	2.468	2.468
Markedsværdi pr. aktie (SEK)	4,96	3,74

Kilde: JCF Factset (Egne beregninger)

8 Følsomhedsanalyse

Værdiansættelsen suppleres med en følsomhedsanalyse, der viser konsekvenserne for værdiestimatet ved ændring i centrale forudsætninger. Da små ændringer i forudsætningerne ofte kan have markant indvirkning på den estimerede værdi er denne del vigtig at have sig for øje ved værdiansættelse. I den strategiske analyse blev der taget udgangspunkt i forskellige KPI'ere som blev analyseret. Ofte er det svært at få kvantificeret disse, men i SAS' årsrapport for 2009 oplyser SAS selv hvor følsom de er overfor ændringer i KPI'erne. I tabel 29 er disse tal gengivet. I øjeblikket slanker SAS sit selskab, hvor især enhedsomkostningerne reduceres, hvilket giver hele MSEK 280 pr. år for hver procent disse nedskæres med. Loadfactoren har også vist sig at være på et fornuftigt niveau. De to store syndere for SAS og flybranchen er derimod efterspørgslen, RPK, og prisen på flybilletterne. Det ses altså tydeligt af

Tabel 29: Følsomhed overfor ændring i KPI'erne

		MSEK
Passager trafik	1% ændring i RPK	210
Loadfactor	1%-point ændring i LF	310
Yield	1% ændring i indtjeningen	290
Enhedsomkostninger	1% ændring i enhedsomkostninger	280
Brændstof	1% ændring i prisen på brændstof	70

Kilde: SAS 2009 (Egne tilvirkning)

tabel 29, at forholdsvis små ændringer i KPI'erne giver store million ændringer i årets resultat og dermed også i værdiansættelsen. Specifikke kombinationer af ovenstående afholdes der fra at spekulere i.

Små ændringer i kapitalomkostningerne er ofte ensbetydende med betydelige ændringer i den estimerede værdi (Plenborg 2003). Desuden er ejerafkastkravet ret vanskeligt at fastsætte, hvilket gør, at ændringerne i kapitalomkostningerne er ret naturlige at inddrage i følsomhedsanalysen. Tidligere blev det nævnt, at terminalperioden normalt står for størstedelen af værdien i værdiansættelsen, hvilket også er tilfældet her, og derfor vil væksten i

terminalperioden også blive

inddraget i følsomhedsanalysen. I

tabel 30 fremgår det, at en stigning i

WACC på 1-2 %, vil gøre SAS til en

meget dårlig forretning med en

teoretisk negativ værdi. At WACC

skal stige frem for at fald anses for

mere realistisk end et fald, da

luftfartsbranchen ifølge IATA historisk har haft en WACC på mellem 8-9%, jf. figur 9. Desuden ses det, at væksten i terminalperioden også har en ret essentiel indvirkning på kursen. Holdes der ved at WACC'en skal forblive eller være på et højere niveau, ses det, at størstedelen af udfaldsrummet i tabel 30 er negativt, og selv en vækst i terminalperioden på 4,63 % vil kun generere ét udfald der er bedre end den nuværende aktiekurs på SEK 2,7 pr. aktie.

I tabel 31 er der foretaget

en dekomponering af

WACC'en og herefter lavet

en følsomhedsanalyse på

de enkelte bagvedliggende

faktorer. Beregningerne

forudsætter, at det kun er

den enkelte faktor der

ændres, mens de resterende holdes konstant. Af tabel 31 ses det, at ændringer i beta-værdien har den

mindste effekt på aktiekursen. Den risikofri rente har den største effekt sammen med den generelle

risikopræmie på aktier. Dermed bør en investor følge det generelle renteniveau, men også holde øje med

en generel ændring i niveauet for risikopræmien på aktier. Desuden fremgår det, at det risikotillæg SAS skal

Tabel 30: Effekt i aktiekursen ved ændring i WACC og væksten

		WACC				
		4,78%	5,78%	6,78%	7,78%	8,78%
Vækst i terminalperioden	0,63%	0,95	0,08	-0,48	-0,87	-1,14
	1,63%	1,96	0,64	-0,14	-0,64	-0,99
	2,63%	3,92	1,56	0,37	-0,33	-0,79
	3,63%	9,30	3,33	1,20	0,12	-0,51
	4,63%	86,30	8,18	2,80	0,87	-0,09

Kilde: (Egne beregning)

Tabel 31: Effekt af ændring i parametre i WACC'en

	Ændring i WACC				
	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Risikofrie rente	3,09	1,35	0,37	-0,26	-0,69
Risikotillæg for SAS	1,16	0,42	0,37	0,07	-0,18
Risikopræmie for aktier	1,90	1,00	0,37	-0,09	-0,44
Beta (1%=0,10 ændring)	0,76	0,56	0,37	0,20	0,05

Kilde: (Egne beregninger)

betale på låne markedet også har en vis effekt, hvorfor investor også skal holde øje med fx kriser som den nuværende, samt nedgradering af kreditratingen.

I fastlæggelsen af den langsigtede EBIT-margin har forfatter et noget mere konservativt estimat end SAS' egne forventninger. Følsomheden overfor ændringer i EBIT-marginen undersøges derfor. Udgangspunktet tages i forfatters EBIT-margin på 3,63 %, hvilket er taget ud fra et gennemsnit af de sammenlignelige selskaber de i perioden 1997-2006. I tabel 32 ses det, at hvis SAS kan indfri deres egen forventninger med en EBIT-margin på 7 % er der værdi at hente med en aktiekurs på SEK 6,94 pr. aktie, hvilket er over det dobbelte af kursen d. 1. april 2010. Dette ser forfatter dog som lidt for optimistisk. I tabel 32 ses det, at et EBIT-niveau på 3,63 % er omkring det kritiske niveau for om kursen går i nul. Aktiekursens værdi d. 1. april var på SEK 2,70, hvilket afspejler en normaliseret EBIT-margin på 4,83 % i DCF-modellen.

Tabel 32: Effekt af ændring i niveauet for EBIT-margin

	Niveau for EBIT-margin				
	1,00%	2,00%	3,63%	5,00%	7,00%
Aktiekurs	-4,76	-2,81	0,37	3,04	6,94

Kilde: (Egne beregninger)

9 Konklusion

I den strategiske analyse blev det konkluderet, at luftfartsbranchen er tæt korreleret med udviklingen i økonomien og dermed betragtes som en cyklisk branche. Den nuværende økonomiske krise har derfor haft stor indvirkning på SAS og hele luftfartsbranchen. SAS' fremtid ser derfor udfordrerne ud, men der er flere parametre der vil påvirke værdien af SAS, hvor de centrale hovedpunkter er:

1. Rejselysten blandt både privat- og erhvervskunder har været dalende qua den økonomiske afmatning.
2. SAS er en omkostningstung virksomhed, som i mange år har haft en lav effektivitet i forhold til sammenlignelige selskaber.
3. I fremtiden vil den intense konkurrence forsætte anført af lavprisselskaberne.
4. Den kommende finansiering af ny flåde, vil påvirke cash flowet i negativ retning.
5. En kommende ændring i IAS19 vil fremføre et aktuariemæssigt tab på SEK 11 mia., hvilket vil påvirke cash flowet og egenkapitalen markant i negativ retning.

En af forudsætningerne for SAS' overlevelse og fremtidige drift er en succesfuld implementering af Core SAS, hvilket indebærer generelle besparelser og fokus på businesssegmentet på kernemarkedet i Norden. De hidtidige besparelser anerkendes og forsøget på at lukke omkostningsgabet til konkurrenterne anerkendes ligeledes. En forbedring og styrkelse af konkurrenceevnen vil implicit øge indtjeningsevnen, men indtil SAS formår at komme på niveau med konkurrenterne, vil SAS' indtjeningsevne forblive presset. Om SAS nogensinde når ned på dette niveau er meget uvist. Efterspørgslen er svækket meget på grund af

den økonomiske afmatning, hvilket samtidigt har sendt mange kunder over i lavprissegmentets billige sæder. Desuden er to andre faktorer imod SAS. I analysen fremgik det, at statsligt ejerskab reducerer indtjeningen. Samtidig er long-haul ruterne de mest profitable, som er et af de områder SAS har nedbragt kapaciteten, dog med fokus på de uprofitable ruter.

Nogle af de faktorer der kan få aktiekursen til at stige er gode trafiktal sammenholdt med en realisering af besparelserne. Herudover vil en stærkere end ventet stigning i yielden understøtte aktiekursen. Faldende oliepriser og US\$ vil også forbedre indtjeningsevnen. Desuden vil en generel vending i økonomien øge efterspørgslen fra forretningsrejsende.

Aktiekursens værdi d. 1. april var på SEK 2,70, hvilket afspejler en normaliseret EBIT-margin på 4,83 % i DCF-modellen. Historisk set har SAS haft en EBIT-margin på 2,5-3 %, hvorfor der kan sættes spørgsmålstejn ved om en EBIT-margin på 4,83 % er realiserbar. SAS udtrykker i årsrapporten at deres langsigtede niveau er en EBIT-margin på 7 % hvilket umiddelbart virker alt for højt. Den gennemsnitlige EBIT-margin for SAS' konkurrenter i perioden 1997-2006 har været på 3,63 %, hvilket derfor virker som et mere realistisk bud. Anvendes denne EBIT-margin med de resterende antagelser fra budgetteringen fås ved anvendelse af DCF-modellen en aktiekurs på SEK 0,37. Multiplerne frembringer værdier der ligger over aktiekursen d. 1. april, men med SAS' nuværende situation bør der tolkes varsomt på disse estimater.

Den samlede konklusion er, at den nuværende markedskurs indregner et meget optimistisk scenario for den fremtidige lønsomhed i en branche der er meget svær at agere i. SAS koncernen står overfor en udfordrende fremtid og befinder sig midt i selskabets mest livstruende krise. En kapitalindsprøjtning fra ejerne løste midlertidigt likviditetsproblemerne i 2009 og en ny kapitalindsprøjtning her i foråret 2010 vil igen midlertidigt løse likviditetsproblemerne. Herforuden er konkurrenceintensiteten øget via stadig pres fra lavprisselskaberne der æder dele af SAS' kundegruppe og samtidigt udvider deres rutenetværk. Desuden står SAS tilbage med for høje omkostninger, bøder, aktuarmæssige tab, vrede medarbejdere, en relativ gammel flåde, prisbevidste kunder og endnu en ny strategi som skal implementeres. Det ligner en afgørende stund for SAS ledelsen.

Generelt vurderes luftfartsbranchen altså som en farlig cocktail, hvor det efterhånden skal være gratis at flyve, men hvor omkostningerne samtidig er store og volatile. Dette giver en branche med strukturel lavprofit i forhold til omsætningen. For de fleste er dette altså en branche man bør holde fingrene fra, medmindre der er en national forpligtigelse.

10 Perspektivering

Under udarbejdelse af afhandlingen har det været nødvendigt at lave visse afgrænsninger i forhold til afhandlingens omfang. Under selve værdiansættelsen blev der nævnt fire forskellige overordnet modeller:

kapitalværdibaserede, relative (multipler), substansværdi- og real options modeller. Sidstnævnte er den eneste model der ikke er blevet anvendt i opgaven. SAS' nuværende situation hvor der foretages en omstrukturering af selskabet, sammenholdt med den økonomiske krise gør, at en real options model er en mulighed for at få implementeret flere scenarier ind i værdiansættelsen. Nærværende opgave har lavet tre scenarier for udviklingen i økonomien, hvor der dog ikke er estimeret sandsynligheder for de tre scenarier. Da SAS' fremtidige situation er behæftet med betydelig usikkerhed, kan der opstilles forskellige scenarier med tilhørende sandsynligheder. Disse scenarier kan indeholde alternative strategiske situationer som fx et eventuelt salg eller en fusion. Andre mulige scenarier kan opstilles, hvor der tages højde for gennemførslen af besparelser, udviklingen i økonomien og olieprisen etc. Hermed kan størstedelen af scenarier afdækkes som vil have store konsekvenser for SAS' fremtidige værdi.

Med hensyn til SAS' fremtid som selskab er der flere faktorer der bestemmer denne. Først og fremmest skal ejerne være interesseret i at sælge SAS. Efter det skuffende 4. kvartalsregnskab er det dog mere aktuelt end nogensinde. Sverige, Norge og Danmark ejer 50 % af aktierne i SAS, og Norge har været det land der kategorisk har afvist et salg af sine SAS-aktier. Efter 4. kvartalsregnskabs underskud og en nødvendig ny aktieemission har Norge dog også ytret sine overvejelser omkring en privatisering af SAS gennem salg af sine aktier. Samtidig har administrerende direktør Matt Jansson ændret holdning, hvor han tidligere udtalte at SAS godt kunne klare sig på egen hånd, til at vurdere et salg af SAS som den bedste løsning. Et selvstændigt SAS på den nuværende form med staten som medejer ser derfor ikke ud til at være fremtiden.

Hvornår og hvilket scenario SAS kommer til at stå overfor, afhænger meget af udviklingen i efterspørgslen, og om SAS får implementeret Core SAS med succes. Før SAS kan blive interessant for en eventuel køber skal de bevise de kan få sorte tal på bundlinjen og have en fornuftig og realiserbar strategi for fremtiden. Ofte har det været oppe at vende, at SAS er for lille til at være selvstændigt, og bør derfor lade sig opkøbe som KLM og Swissair blev det. Her er den mest oplagte køber Lufthansa, som vil have fordel af trafikken fra Skandinavien til sine hubs i Tyskland. En anden oplagt mulighed er en nordisk alliance mellem SAS og Finnair. Finnair har umiddelbart ikke den nødvendige kapital til et opkøb, og en eventuel fusion vil kræve et fælles økonomisk grundlag, da samarbejdet ellers vil blive handlingslammet. Desuden vil der opstå politiske problemer omkring hvilken by/land der skal have de oversøiske flyvninger. Derfor anses dette scenarie som mindre realistisk. En eventuel konkurs af SAS virker heller ikke som et realistisk bud efter staterne to gange har postet flere penge i selskabet. Skulle SAS nærme sig sådan en situation vil SAS givetvis sætte sig til forhandlingsbordet med åbne arme.

SAS' fremtid synes derfor umiddelbart at være hos Lufthansa, som dog på nuværende tidspunkt har afvist et køb. Med den nuværende aktieemission må det forventes at SAS har sit fulde fokus her. På helt kort sigt vurderes der derfor ikke at være en fusion eller et opkøb på vej. Situationen kan dog ændres hvis de dårlige

resultater og presset på yelden fortsætter, samt at Core SAS ikke har den forventede effekt. Hermed vil fusionsplanerne straks blive højaktuelle.

11 Litteraturliste

Bøger:

- Abeyaratne, Ruwantissa I.R. (2004) – *“Aviation in crisis”*, 1. udg., Ashgate
- Benninga, Simon (2008) – *“Financial modeling”*, 3. Edition, Massachusetts Institute of Technology
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006) – *“Corporate Finance”*. New York: McGraw-Hill.
- Brown, Stephen. J., Elton, Edwon J., Goetzeman, William N; Gruber, Martin J. – *“Modern Portfolio Theory and investment”*, 7. Edition, John Wiley & Sons Ltd. 2002
- Burton, Richard & M. Obel, Børge (2004) – *“Strategic Organizational Diagnosis and Design – The dynamics of Fit”*, 3 udgave.
- Dogaris, Riga (1991) – *“Flying off Courxe – The Economics og International Airlines”*, 2. udg., HarperCollinsAcademic
- Doganis, Rigas (2006) – *“The Airline Business”*, 2. udg., Routlege Taylor & Francis Group
- Elling, Jens O. & Sørensen, Ole (2003) – *“Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang”*, 1. udg., 1 opl, Gads Forlag
- Hanlan, Pat (2007) – *“Global airlines – competition in a transnational industry”*, 3. Udg., Butterworth-Heinemann
- Horn, P., & Willumsen, J. W. (2006) – *“SAS - Når tiden er vigtigst”*, Børsens Forlag
- Koller, Tim, Goedhart, Marc & Essels, David (2005) – *“Valuation – Measuring and managing the value of companies”*, 4. udg., John Wiley & Sons, Inc.
- Leinsdorff, Torben (2002) – *“Årsrapport og ekstern regnskabsanalyse”*, 1. Udgave, Nyt nordisk forlag Arnold Busck
- Lægaard, Jørgen & Vest, Michael (2003) – *“Strategi i vindervirksomheder”*, 2. Udgave 1. Oplag, JP-bøger
- Morrell, Peter S. (1988) – *“Airline Finance”*, MPG Books Ltd, Bodmin, Cornwall
- Parker, Henrik, Mogensen, C. N. & Samuelsen, M. (2005) – *“Udarbejdelse og analyse af årsrapporter – praktisk perspektiv”*, 1 udg., 1. Opl., Gyldendal
- Plenborg, Thomas & Petersen, Christian (2005) – *“Regnskabsanalyse for beslutningstagere”*, 1 udg. 2. oplag., Thomson
- Porter, Michael (1980) – *“Competitive strategy”*, Free Press
- Porter, Micahel (1985) – *“Competitive advantage”*, Free Press
- Schack, Bent (1994) – *“Regnskabsanalyse og virksomhedsbedømmelse”*, 2 udg. 1. Oplag, Jurist- og økonomforbundets forlag
- Weston, J. F., Mitchell M. L. & Mulherin J. H. – *“Takeovers, restructuring, and corporate governance”*, 4. Edition, Pearson Prentice Hall.

Artikler:

- Alamdari, F., & Fagan, S. (May 2005) – *“Impact of the Adherence to the Original Low-cost Model”*, *Transport Reviews*, Vol.25, No. 3, , s. 377–392.
- Ansoff, I. (1957) – *“Strategies for Diversification”*, *Harvard Business Review*, Vol. 35 Issue 5, pp.113-124
- Argyris, Chris (2002) – *“Double-loop learning, teaching and research”*, Harvard University and monitor company group, Academy of management learning and education, Vol. 1, nr.2, s. 206-218

- Barney, Jay (1991) – *"Firm resources and sustained competitive advantages"*, Journal of management, 1991, Vol. 17, No. 1, 99-120
- Barslev, L. & Schmidt-Jacobsen, C. (2000) – *"Virksomhedens værdi – et test af traditionelle value driver set-up"*, Finans/Invest 2/00
- Baumol, W. (1982), *"Contestable Markets and the theory of industry structures"*, 2. udgave, San Diego Harcourt Brace Jovanovich
- Booth, L. (1998) – *"What drives shareholder Value"*, Presented at the Federated Press "Creating shareholder value" conference, October 28, 1998
- Carnegie WorldWide (2008) – *"Beskrivelse af nøgletal"*, www.carnegieam.dk, 11. marts 2008
- Clarke, R. (1986), *"Barriers to entry"*, Industrial Economics, Blackwell Publishers, Ch. 4, pp. 70-98
- Chan, K. C. L., Karceski, C. & Lakonishok J. (2000) – *"New paradigm or same old hype in equity investing"*, Financial analysts journal, July/August 2000
- Demsetz, H. (1982), *"Barriers to Entry"*, American Economic Review, Vol. 72, pp. 47-57
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. – *"Risk and return in the 20th and 21st centuries"*, Business strategy review, 2000, volume 11 Issue 2, pp. 1-18
- Donsimoni, M. P. & Jacquemin, A. (1984), *"Concentration indices and marked power: two views"*, The Journal of Industrial Economics, No.4, Vol. XXXII, June
- Elling J. O., Hansen, C. K. & Sørensen O. (1999) – *"Strategisk regnskabsanalyse"*
- Ferguson, P.R. & Ferguson, G.R (1994), *"Market Concentration"*, Industrial economics issues and perspectives, MacMillan Press, Ch. 3, pp. 39-59
- FRBS Economic Letter (2002), *"Competition and regulation in the Airline Industry"*, Nr. 2002-01, January 18
- Gruelund, J. & Plenborg, T. (2002) – *"Fagligt notat om den statsautoriserede revisors arbejde i forbindelse med værdiansættelse"*, Foreningen af statsautoriserede revisorer (FSR)
- Hannah, L. & Kay, J.A. (1977), *"Concentration in modern industry: theory, measurement and the U.K. experience"*, London, MacMillan
- Hansen, M., Lejre, P. & Plenborg T. (2003) – *"Implementering og anvendelse af kapitalværdibaserede værdiansættelsesmodeller i praksis"*, Finans/Invest 3/03
- Hedaa, L. & Ritter, T. (2005), *"Business relationships on different waves: Paradigm shift and marketing orientation revisited"*, Elsevier Inc.
- Hillebrandt P. & Thomsen J. H. (2005) – *"Anbefalinger og Nøgletal 2005"*, Regnskab & Revision nr. 5, 2005
- Kiriazidis, Theo (1994), *"European Transport: Problems and Policies"*, 1. udgave, Aldershot, Ashgate Publishing Limited
- Møller, P. F. (1999) – *"Aktiekurs og virksomhedsvurdering ud fra regnskabsdage"*, Finans/Invest 6/97
- Møller, P. F. (1998) – *"Værdiansættelsesmodeller – styrker og svagheder"*, Finans/Invest 8/99
- Møller, M. & Parum, C. (2001) – *"Optimal kapitalstruktur- og udlodningspolitik"*, Finans/Invest 4/01
- Møller, R. (2005) – *"Værdiansættelse – problemer ved bestemmelse af terminalværdien"*
- Nielsen, M. (2003) – *"Regnskabsbaserede modeller til værdiansættelse af aktier"*, Ledelse & Erhvervsøkonomi 4/2003

- Nielsen, P. H. (1997a) – “Hvad praktikere bør vide om CAPM-modellen”, Finans/Invest 5/97
- Nielsen, P. H. (1997b) – “Hvad praktikere bør vide om virksomhedsvurdering ved hjælp af P/E”, Finans/Invest 7/97
- Petersen, C., Plenborg, T. & Schøler, F. (2006) – “Hvordan værdiansættes unoterede virksomheder i praksis”
- Petersen, C. V. & Plenborg, T. (2003) – “Værdiansættelse – Et overblik over modeller til værdiansættelse”, Regnskab & Revision nr. 9, 2003
- Plenborg, T. (2000a) – “Valg af (ideel) værdiansættelsesmodel” – København, Børsens Forlag, 2000
- Plenborg T. (2000b) - “Værdiansættelse i praksis med henholdsvis DDM, RI- og DCF modellen” - Revision og Regnskabsvæsen, april 2000
- Plenborg T. (2000c) - “Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model?”, Ledelse & Erhvervsøkonomi, nr. 4 2000
- Plenborg, T. (2009) - “Residualindkomstmodellen eller den tilbagediskonterede cash flow model”. Hentede 9. maj 2009 fra <http://rauli.cbs.dk/index.php/log/article/view/94/104>
- Porter, M. (1994) – “The value chain”, Strategy: Process, content, context. West publishing company
- Porter, M. (1994) – “Generic competitive strategies”, Strategy: Process, content, context. West publishing company
- Porter, M. (1994) – “From competitive advantages to corporate strategy”, Strategy: Process, content, context. West publishing company
- O’Connell, J.F. & Williams, G.**(2005) – “Passengers' perception of low cost airlines and full service carriers: A case study involving Ryanair, Aer Lingus, Air Asia and Malaysia Airlines. *Air Transport Management*” (2005,) 259-272.
- Sander, T. (2001) – “Behavioral finance – det rationelle supplement til den moderne porteføljeteori”, Finans/Invest 5/01
- Williams, G.** (2001) - “Will Europe's charter carriers be replaced by "no-frills" sheduled airlines? *Air Transport Management* ”, (2001) 277-286.

Avisartikler - kronologisk opstillet efter dato:

- “SAS nedlægger 300 flere jobs end ventet” – epn.dk, 15. marts 2010
- “Norwegian og Finnair udfordrer SAS i ny alliance” – borsen.dk, 12. marts 2010
- “SAS-aftalen en vigtig dråbe i havet” – borsen.dk, 12. marts 2010
- “Flybilletter bliver dyrere” – epn.dk, 8. marts 2010
- “SAS forventer at blive solgt efter krisen” – borsen.dk, 2. marts 2010
- “Norge åbner for reduceret ejerandel i SAS” – borsen.dk, 19. februar 2010
- “SAS tæt på konkurs” – epn.dk, 11. februar 2010
- “Norwegian vil ikke retsforfølge SAS” – borsen.dk, 11. februar 2010
- “Moody's truer SAS med degradering” – epn.dk, 11. februar 2010
- “Privatiser SAS og drop statslig nødhjælp” – borsen.dk, 9. februar 2010
- “Banker letter lånevilkår for SAS” – borsen.dk, 9. februar 2010
- “SAS: Endelige bliver vi konkurrencedygtige” – business.dk, 9. februar 2010
- “Fagforeningerne rækker hånden ud efter SAS” – business.dk, 9. februar 2010

- "SAS piloter: Vi når sparemål" – borsen.dk, 9. februar 2010
- "Piloter og stewardesser afgør SAS' skæbne" – borsen.dk, 9. februar 2010
- "SAS aktien i laveste kurs nogensinde" – borsen.dk, 9. februar 2010
- "SAS tabte 1 mia. mere end ventet" – borsen.dk, 9. februar 2010
- "SAS skuffer stærkt – ny nødhjælp fra aktionærer" – borsen.dk, 9. februar 2010
- "Ansatte bakker op om SAS-besparelser" – epn.dk, 9. februar 2010
- "Lufthansa lægger SAS på is" – epn.dk, 26. november 2009
- "12 dages juleudsalg hos SAS" – travelmarket.dk, 19. november 2009
- "Low Cost Airlines: Long-haul low cost, being 'stuck in the middle' and consolidation" – Centre for Asia Pacific airlines, 18. november 2009
- "British Airways og Iberia går sammen" – Viviro.com, 13. november 2009
- "Moody's sænker sin kreditvurdering af SAS – igen" – business.dk, 12. november 2009
- "Sterling konkurs i dag" – borsen.dk, 29. oktober 2009
- "SAS revurderer bonuspoint-ordning" – borsen.dk, 27. oktober 2009
- "SAS kan tvinges til ny pengejagt" – borsen.dk, 27. oktober 2009
- "Sas: Nu skal vi ikke være mindre" – business.dk, 26. oktober 2009
- "Lavprisoffensiv presser SAS i København" – business.dk, 26. oktober 2009
- "Grundfos fyrer SAS" – borsen.dk, 25. oktober 2009
- "Lufthansas interesse for SAS er død" – borsen.dk, 15. oktober 2009
- "Norwegian åbner otte nye ruter i Skandinavien" – business.dk, 15. oktober 2009
- "Ingen vil købe SAS" – business.dk, 15. oktober 2009
- "SAS-ledelsen har ingen trumfer tilbage" – business.dk, 14. oktober 2009
- "Slut med SAS i Norge" – Travelmarket.dk, 10. oktober 2009
- "SAS taber flest passagerer blandt europæiske selskaber" – 9. oktober 2009
- "Stadig svage trafiktal fra SAS" – Travelmarket.dk, 8. oktober 2009
- "SAS styrer selv månedens passagerfald" – business.dk, 7. oktober 2009
- "SAS indgår aftale med HK" – business.dk, 7. oktober 2009
- "Sorte skyer forude for SAS" – epn.dk, 7. oktober 2009
- "SAS truer med fyringer" – epn.dk, 6. oktober 2009
- "SAS-chef afviser at have afbrudt forhandlinger" – borsen.dk, 6. oktober 2009
- "Nyt lavprisselskab vil kæmpe mod SAS" – epn.dk, 2. oktober 2009
- "Analytiker: SAS har brug for mere kapital" – business.dk, 2. oktober 2009
- "SAS: Frasalg godt for vores strategi" – business.dk, 1. oktober 2009
- "SAS-ledere flyver business" – epn.dk, 30. september 2009
- "SAS-aktien stryger i vejret" – business.dk, 30. september 2009
- "SAS varsler fyringer" – epn.dk, 30. september 2009
- "Easyjet overvejer at klage over konkurrenceforvridning" – business.dk, 26. september 2009
- "Norwegian på vej til at overhale SAS" – business.dk, 22. september 2009

"Skal SAS starte forfra?" – business.dk, 20. september 2009

"Flytrafik fordobles inden 2028" – business.dk, 18. september 2009

"Endnu et lavprisselskab går ind i København" – business.dk, 18. september 2009

"SAS lover Norwegian kamp til stregen" – business.dk, 18. september 2009

"Tysk SAS-konkurrent lander i KBH" – epn.dk, 18. september 2009

"SAS-bestyrelse skal af med en fjerdedel af lønnen" – business.dk, 18. september 2009

"Airbus venter salg af 25.000 fly de næste 20 år" – borsen.dk, 17. september 2009

"Regeringen afviser at hjælpe lufthavn" – business.dk, 17. september 2009

"Lufthavnsdirektør undrer sig over kritik" – business.dk, 15. september 2009

"Lavprisselskaber raser over ny prisaf tale" – business.dk, 15. september 2009

"Lufthavnsrabat til SAS" - Jyllands-Posten, 15. september 2009

"Lufthavnsaf tale god for SAS" – epn.dk, 14. september 2009

"Risiko for milliardlissing til SAS i kartelsag" – borsen.dk, 11. september 2009

"SAS og Apollo i stor kontrakt" – business.dk, 10. september 2009

"Fremtidens SAS ændres radikalt" – business.dk, 10. september 2009

"Sydbank: Stærk fremtid for SAS" - borsen.dk, 8. september 2009

"Rekordlav load factor i SAS" – standby.dk, 8. september 2009

"Fremtidens luftfart i skudlinien" – borsen.dk, 7. september 2009

"Norwegian angriber SAS" – borsen.dk, 7. september 2009

"Lufthansa tror på selvstændigt SAS i fremtiden" – business.dk, 7. september 2009

"SAS-toppen stærkt lønførende" – epn.dk, 7. september 2009

"Harme i SAS-kabinen efter sammenbrud" – borsen.dk, 7. september 2009

"Videomøder kan true luftfartsselskaber" – borsen.dk, 4. september 2009

"SAS vil flyve med ny biobrændsel" – borsen.dk, 3. september 2009

"SAS melder om stor interesse for lavpris i luften", borsen.dk, 2. september 2009

"SAS taber kunder på ny bonusstrategi" – borsen.dk, 2. september 2009

"Norwegian åbner tre nye ruter fra København" – borsen.dk, 1. september 2009

"Ingen købstilbud på SAS" – borsen.dk, 31. august 2009

"EU approves Lufthansa's Austrian Airlines takeover"- usatoday.com, 28. august 2009

"Widerøe-chef frygter SAS-konkurs" – business.dk, 25. august 2009

"SAS sparer stort millionbeløb på outsourcing" – borsen.dk, 24. august 2009

"Business-passagerer forsvinder for altid" – borsen.dk, 20. august 2009

"Piloter hiver SAS for EU-domstolen" – borsen.dk, 18. august 2009

"Moody's sænker kreditvurdering af SAS" – borsen.dk, 18. august 2009

"Så mycket tjänar SAS-piloterne" - DI.se, 15. august 2009

"Kære SAS: Hvornår begynder I at tænke på kunderne?" – 14. august 2009

"Regeringer gør klar til salg af SAS" – borsen.dk, 14. august 2009

"Sydbank: Lettet SAS-ledelse" – borsen.dk, 13. august 2009

"Færre flypassagerer i København" – business.dk, 13. august 2009
"SAS-formand vil knække forbund" – borsen.dk, 13. august 2009
"SAS-aktien springer op efter milliardtab" – epn.dk, 12. august 2009
"Ulven er her allerede" – business.dk, 12. august 2009
"Danske SAS-folk risikerer udskiftning" – borsen.dk, 12. august 2009
"Nyt milliardminus i vente fra SAS" – epn.dk, 11. august 2009
"Analyse: SAS lider stortab på indenrigsruter" – borsen.dk, 10. august 2009.
"Færre passagerer – men mere fyldte fly" - borsen.dk, 7. august 2009
"SAS-ansatte vil have lavprisfly" – borsen.dk, 28. juli 2009
"SAS reports stable load factor for june 2009" – airportbusiness.dk, 8. juli 2009
"SAS bør fusionere med Finnair" – business.dk, 7. maj 2009
"Lavpristerminal må vente mindst et år endnu" - Take Off, 15. april 2009
"SAS nærmer salg af datterselskab" – borsen.dk, 4. april 2009
"SAS-stewardesser afbryder forhandlinger" – borsen.dk, 7. marts 2009
"British Airways closes in on Iberia merger" – business.timesonline.co.uk, 6. marts 2009
"SAS piloter og kabinfolk står for tur" – borsen.dk, 3. marts 2009
"Gennembrud på vej i SAS-forhandlinger" – epn.dk, 29. februar 2009
"Lufthansas interesse for SAS er død" – borsen.dk, 15. februar 2009
"SAS' aktieudvidelse kan være ulovlig" – tv2 finans, 3. februar 2009
"Priskrig i luften kommer danskerne til gode" - tgt.dk, 17. januar 2009
"Cimber køber rester af Sterling" – politiken, 4. december 2008
"Cimber overtager Sterling-trafik" – politiken.dk, 9. november 2008
"Lufthansa buy BMI for £318 million" – business.timesonline.co.uk, 29. oktober 2008
"Nyt stort rejsekrak" – borsen.dk, 12. september 2008
"SAS kroner rædselsår med millionbøde i kartelsag i USA" – business.dk, 27. juni 2008
"Analytiker: EU til straffe SAS hårdt" – business.dk, 26. juni 2008
"SAS er selv skyld i den akutte kris" – business.dk, 14. juni 2008
"Alitalia på randen af konkurs" – dr.dk, 14. maj 2008
"SAS-forhandlinger afgørende for overlevelse" - borsen.dk
"Kriseramte SAS fyrer 1000-1500 ansatte" – borsen.dk

Databaser:

Datastream – Copenhagen Business School's learning resource center

JCF factset

Årsrapporter og offentliggørelser fra SAS:

SAS 2003-2009 – Årsrapport SAS AB

SAS 2009 1Q-3Q – Kvartalsrapport

SAS - Analytikerpræsentation 1. Kvartal 2009, SAS. Hentet fra
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/Analytikermaterial_1q09.pdf

SAS - Analytikerpræsentation 2. Kvartal 2009, SAS. Hentet fra
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_IR/CMSForeignContent/Analyst%20pressmaterial_2q09.pdf

SAS, COWI et al. (2004) – *"Luftfarten i Skandinavien - Værdi og betydning"*

SAS - Fondsbørsmeddelelse 26. Juni 2008 - SAS AB. Hentet fra (SAS Cargo violation)
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0C/B4/99/wkr0003.pdf>

SAS - Fondsbørsmeddelelse 30. Januar 2009 - SAS AB. Hentet fra (SpanAir)
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/1B/A9/wkr0003.pdf>

SAS - Fondsbørsmeddelelse 3. februar 2009 – *"SAS Group launches Core SAS – renewed strategic approach for a competitive and profitable airline, including a right issue of SEK 6 billion"*.
<http://feed.ne.cision.com/wpyfs/00/00/00/00/00/0E/1F/64/wkr0003.pdf>

SAS Group - History. SAS Group. Hentet fra
http://www.sasgroup.net/SASGROUP_FACTS/CMSContent/Presidents%20of%20SAS.htm

SAS Group - SAS Group, Investor Road Show - February 2009.

SAS - Månedlige Trafik Tal.

SAS - Traffic and Capacity

Hjemmeside:

SAS – www.sasgroup.net

Årsrapporter:

British Airways årsrapport 2003-2008

Ryanair årsrapport 2003-2008

Lufthansa årsrapport 2003-2008

Finnair Group 2003-2008

Norwegian Årsrapport 2003-2008

CPH Årsrapport 2008

Agentur rapporter:

AEA - State of the Industry, May 2008. (u.d.). Association of European Airlines. Hentede 13. maj 2009 fra
http://files.aea.be/RIG/Economics/DL/SI_2008Maypub.pdf

AEA - Traffic and Capacity. (u.d.). AEA. Hentede 12. maj 2009 fra Association of European Airlines:
<http://www.aea.be/research/traffic/index.html>

AEA - Yearbook 2007

IATA - Airlines Financial Monitor. Hentet fra IATA:

<http://www.iata.org/NR/rdonlyres/CB5F7250-989E-4F1C-BD50-D444DBD1C6F4/0/AirlinesFinancialMonitor.pdf>

IATA – IATA economic briefing - Impact of recession 2008. Hentet fra IATA:

http://www.iata.org/NR/rdonlyres/7E25AD13-E0AD-4166-ABD8-CFA192D51AB4/0/IATA_Economics_Briefing_Impact_of_Recession_Dec08.pdf

IATA - Industry Outlook, marts 2009. (u.d.). Hentede 15. maj 2009 fra IATA:

http://www.iata.org/NR/rdonlyres/4CC9ABE8-2D5A-454A-77ADE86E956B62A/0/Industry_Outlook_Presentation_Mar09.pdf

IATA pressroom – *“Deeper losses forecast – falling yields, rising fuel costs”*, 15. September 2009

IATA pressroom – *“Traffic volumes improve, but costs rising – profitability remains distant”*, 29. September 2009

IMF (2009). *World Economic Outlook – April*

Anden litteratur:

Airbus Global market forecast 2007-2026

Blyton P., Luci M.M., McGurk J. & Turnbull P. (2003) – *“Contesting globalization – airline restructuring, labour flexibility and trade union strategies”*, 2. edition

Beskæftigelsesministeriet. (20. august 2002) – *“Virksomhedsoverdragelsesloven”*. Hentet fra Bekendtgørelse af lov om lønmodtageres retsstilling ved: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=29514>

De Europæiske Fællesskabers Tidende. (14. december 2001). Hentet fra

<http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2001:356:0005:0008:DA:PDF>

EasyJet. (2002). *EasyJet - Investor Relations*. Hentede 13. maj 2009 fra Cirkulære vedrørende købet af Go:

http://www.easyjet.com/en/Investor/20020524_01.html

Energiministeriet, T. o. (2005) – *“Dansk Luftfart 2015 - muligheder og udfordringer”*. Transport- og Energiministeriet.

EUbusiness.com. (9. maj 2009). *EU Business*. Hentet fra <http://www.eubusiness.com/news-eu/1241812922.48>

Hvass, K. (2006) – *“Fra LCC til FSC: Forretningsmodellernes nuancer og deres indflydelse på profitabiliteten”*

www.cbs.dk/content/download/41559/612613/file/Fra%20LCC%20til%20FSC.pdf

Jyske Bank (2008) – *“Robust kapitalstruktur i danske selskaber”*, Jyske Markets 18/11 2008

Konkurrenceredegørelse 2002, Kapitel 4, *“Luftfart”*

12 Bilag

Bilag 1: Ordliste

AEA	The Association of European Airlines, den europæiske brancheorganisation
ASK	Available Seat Kilometers, udtryk for kapacitet, antal sæder gange fløjne km.
CAPEX	Capital expenditures, foretagne investeringer for at opretholde driften
EBIT	Earnings before interest and taxes
EV	Enterprise Value, værdien af selskabet på gældsfri basis
FCF	Frit cash flow
IATA	International Air Transport Association, den globale brancheorganisation
KPI	Key performance indicator
Loadfactor	Belægningsgrad i fly, beregnes som forholdet mellem RPK og ASK
Long-haul	Langdistance rute
NWC	Net working capital, netto arbejdskapital
RPK	Revenue Passenger Kilometers, antal betalende passager gange km. de bliver fløjet
Short-haul	Kortdistance rute
Enhedsomk.	Operationelle omkostninger pr. ASK
Yield	Den gennemsnitlige pris en passager betaler for at blive fløjet en km.
WACC	Vejede gennemsnitlige kapitalomkostninger

Bilag 2: Budgetforudsætninger**Tabel 23: Samlede budgetforudsætninger fra 2010-2020**

Basis scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
Omsætningsvækst (%)	-5,0%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
EBIT-margin	-1,2%	6,3%	7,0%	-17,0%	7,0%	6,4%	5,9%	5,3%	4,8%	4,2%	3,63%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investering (% af omsætning)	4,0%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	5,8%	4,7%	3,5%	2,3%	1,2%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,5%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,9%	26,3%	26,3%	26,3%
Positivt scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
Omsætningsvækst (%)	-3,0%	5,0%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,63%
EBIT-margin	3%	10%	7%	-15%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investering (% af omsætning)	3,8%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	5,8%	4,7%	3,5%	2,3%	1,2%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,3%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	11,0%	0,0%	0,0%	0,0%	23,9%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%
Negativt scenarie	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
Omsætningsvækst (%)	-10,0%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,1%	0,6%	1,1%	1,6%	2,1%	2,63%
EBIT-margin	-6,9%	1,3%	3,6%	-21,6%	7,0%	6,4%	5,9%	5,3%	4,8%	4,2%	3,63%
Afskrivninger (% af omsætning)	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investering (% af omsætning)	4,2%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	5,8%	4,7%	3,5%	2,3%	1,2%	2,63%
Ændring i NWC (%)	3,7%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat (% af EBIT)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	26,3%

Kilde: (Egne beregninger)

Bilag 3

Beta estimation ved brug af "common sense" metoden			
Drifsmæssig risiko	Finansiel risiko	Samlet risiko	Beta
Lav	Lav	Meget lav	0,4-0,6
Lav	Neutral	Lav	0,6-0,85
Lav	Høj	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Lav	Lav	0,6-0,85
Neutral	Neutral	Neutral	0,85-1,15
Neutral	Høj	Høj	1,15-1,4
Høj	Lav	Neutral	0,85-1,15
Høj	Neutral	Høj	1,15-1,4
Høj	Høj	Meget høj	1,4+

Kilde: (Rådgivningsudvalget, 2002)

Bilag 4: Positivt scenarie

Beregning af diskonteringsrente	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
I dag		01-04-2010										
Sidste dag i regnskabet	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020
Difference til aktuel dato	-0,24	0,76	1,76	2,76	3,76	4,76	5,76	6,76	7,76	8,76	9,76	10,76
Diskonteringsfaktor	0,00	0,95	0,89	0,83	0,78	0,73	0,69	0,64	0,60	0,56	0,53	0,49
WACC	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%
SEK (mio.)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
Omsætning	44.918	44.918	47.164	48.404	49.677	50.984	52.325	53.701	55.113	56.563	58.050	59.577
- vækst	-15%	-3%	5,00%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
EBIT	-3.082	1.238	4.794	3.388	-7.571	3.569	3.663	3.759	3.858	3.959	4.064	4.170
- EBIT-margin	-7%	3%	10%	7%	-15%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Afskrivninger	1.845	1.785	1.811	1.793	1.774	1.752	1.728	1.701	1.672	1.640	1.605	1.567
- % af omsætning	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investeringskapital	4.611	1.700	0	0	1.307	3.569	3.282	3.446	3.617	3.795	3.979	1.567
- % af omsætning	10,3%	3,8%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	6,3%	6,4%	6,6%	6,7%	6,9%	2,63%
Øvrige investeringskapital		800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Ændring i NWC	-1.072	112	118	121	124	127	131	134	138	141	145	149
- % af omsætning	-2,4%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat	-803	0	0	374	0	0	0	899	1.015	1.041	1.069	1.097
- % af EBIT	-26%	0%	0%	11%	0%	0%	0%	23,9%	26,3%	26,3%	26,3%	26,3%
Skatteaktiv	8.000	6.762	1.968	0	7.571	4.002	339	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-3.973	410	5.687	3.887	-8.028	824	1.178	180	-40	-178	-325	2.125
NPV af Frit Cash Flow	0	390	5.067	3.243	-6.273	603	807	116	-24	-100	-171	25.275
				Total (SEK mio.)				Pr. aktie (SEK)				
Enterprise Value				28.932				11,73	2.467.500.000			
+likvider - rentebærende gæld				-6.054				-2,45				
+associerede selskaber - minoriteter				358				0,15				
Markedsværdi				23.236				9,42				

Bilag 5: Negativt scenarie

Beregning af diskonteringsrente	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E≤
I dag		01-04-2010										
Sidste dag i regnskabet	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020
Difference til aktuel dato	-0,24	0,76	1,76	2,76	3,76	4,76	5,76	6,76	7,76	8,76	9,76	10,76
Diskonteringfaktor	0,00	0,95	0,89	0,83	0,78	0,73	0,69	0,64	0,60	0,56	0,53	0,49
WACC	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%
SEK (mio.)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E≤
Omsætning	44.918	40.426	39.618	39.029	38.650	38.474	38.496	38.716	39.137	39.764	40.605	41.673
- vækst	-15%	-10%	-2,0%	-1,5%	-1,0%	-0,5%	0,1%	0,6%	1,1%	1,6%	2,1%	2,63%
EBIT	-3.082	-2.774	500	1.417	-8.342	2.693	2.479	2.275	2.080	1.890	1.702	1.513
- EBIT-margin	-7%	-7%	1,3%	4%	-22%	7%	6,4%	5,9%	5,3%	4,8%	4,2%	3,63%
Afskrivninger	1.845	1.606	1.521	1.446	1.380	1.322	1.271	1.226	1.187	1.153	1.122	1.096
- % af omsætning	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investeringskapital	4.611	1.700	0	0	1.017	2.693	2.414	2.224	2.041	1.864	1.688	1.096
- % af omsætning	10,3%	4,2%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	6,3%	5,7%	5,2%	4,7%	4,2%	2,63%
Øvrige investeringskapital		800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Ændring i NWC	-1.072	101	99	98	97	96	96	97	98	99	102	104
- % af omsætning	-2,4%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat	-803	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	398
- % af EBIT	-26%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	26,3%
Skatteaktiv	8.000	10.774	10.274	8.857	17.199	14.506	12.028	9.752	7.672	5.782	4.080	0
Skatteaktiv - engangspost												530
Free Cash Flow	-3.973	-3.769	1.122	1.965	-8.875	426	439	381	328	280	234	211
NPV af Frit Cash Flow	0	-3.586	1.000	1.640	-6.935	312	301	245	197	157	124	2.506
				Total (SEK mio.)				Pr. aktie (SEK)				
Enterprise Value				-3.510				-1,42	Udestående aktier			
+likvider - rentebærende gæld				-6.054				-2,45	2.467.500.000			
+associerede selskaber - minoriteter				358				0,15				
Markedsværdi				-9.206				-3,73				

Bilag 6: Basis scenarie

Beregning af diskonteringsrente	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
I dag		01-04-2010										
Sidste dag i regnskabet	31-12-2009	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014	31-12-2015	31-12-2016	31-12-2017	31-12-2018	31-12-2019	31-12-2020
Difference til aktuel dato	-0,24	0,76	1,76	2,76	3,76	4,76	5,76	6,76	7,76	8,76	9,76	10,76
Diskonteringsfaktor	0,00	0,95	0,89	0,83	0,78	0,73	0,69	0,64	0,60	0,56	0,53	0,49
WACC	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%	6,78%
SEK (mio.)	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E±
Omsætning	44.918	42.672	43.794	44.946	46.128	47.341	48.587	49.864	51.176	52.522	53.903	55.321
- vækst	-15%	-5%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	2,63%
EBIT	-3.082	-528	2.754	3.146	-7.819	3.314	3.128	2.930	2.720	2.497	2.259	2.008
- EBIT-margin	-7%	-1%	6%	7%	-17%	7%	6,4%	5,9%	5,3%	4,8%	4,2%	3,63%
Afskrivninger	1845	1695	1681	1665	1647	1627	1604	1579	1552	1522	1490	1455
- % af omsætning	4,1%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,4%	3,3%	3,2%	3,0%	2,9%	2,8%	2,63%
Investeringskapital	4.661	1.700	0	0	1.213	3.314	3.047	2.864	2.669	2.462	2.241	1.455
- % af omsætning	10,4%	4,0%	0,0%	0,0%	2,6%	7,0%	6,3%	5,7%	5,2%	4,7%	4,2%	2,63%
Øvrige investeringskapital		800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Ændring i NWC	1.072	107	109	112	115	118	121	125	128	131	135	138
- % af omsætning	2,4%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%
Betalt skat	-803	0	0	0	0	0	0	0	433	657	594	528
- % af EBIT	-26%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15,9%	26,3%	26,3%	26,3%
Skatteaktiv	8.000	8.528	5.774	2.627	10.446	7.132	4.004	1.074	0	0	0	0
Free Cash Flow	-6.167	-1.439	3.526	3.899	-8.301	708	764	721	242	-30	-21	542
NPV af Frit Cash Flow	0	-1.369	3.142	3.253	-6.486	518	523	463	146	-17	-11	6.444
				Total (SEK mio.)				Pr. aktie (SEK)				
Enterprise Value				6.606				2,68	2.467.500.000			
+likvider - rentebærende gæld				-6.054				-2,45				
+associerede selskaber - minoriteter				358				0,15				
Markedsværdi				910				0,37				

