

Hovedopgave HD (F) Copenhagen Business School, Institut for Finansiering



SAS: "We are Travellers"

Strategisk analyse af SAS med henblik på værdiansættelse

Forfatter:

Mark Stenild Nielsen

Vejleder:

Kasper Riddermann Schiøth

2017

English abstract

This assignment is about valuing SAS, where the prerequisite for valuation is through a strategic and accounting analysis. The main problem in the assignment is whether the price of the SAS share is theoretically valued correctly.

This task starts with a description of the company SAS, and how it looks and the company's long history. The company's current strategy has been explained and explained in this section.

In Chapter 4, SAS's environment and industry's intensity of competition are analyzed. The world-wide model has been used to explain the factors in the business environment that the company can't control itself. Subsequently, Porter's Five Forces have been used to analyze industry's competitive intensity. This section also analyzes the company's primary competitors, which compares traffic data and growth in companies, etc. Finally in Chapter 4, an assessment has been made of SAS's strategic options and how the strategy has evolved earlier in the company's history.

In Chapter 5, an accounting analysis has been carried out over the last 5 years' accounts and the impacts that a changed accounting policy has had on the company during the period. The historical data shows a company that has difficulty in earning earnings, where it has only been satisfactory for a year.

In chapter 6 of the assignment, a budget has been made for the company over a 5 year period and a terminal period. This budgeting is based on the assignment's capital 8, where the final valuation is made.

The company's capital structure has been analyzed and defined in Chapter 7 of the assignment, where calculations and analyzes have been made of the return requirements for equity and foreign capital. In addition, the weight distribution of equity and foreign capital has been calculated so that it has been possible to calculate WACC, which is also used for the final valuation of the subsequent capital.

In the final valuation in Chapter 8, the theoretical value of the model, The Discounted Cash Flow, has been calculated, which shows a value of 22.74 SEK per share which means that the company with the assumptions of the assignment is undervalued on the market.

In Chapter 9, a sensitivity analysis has been conducted about WACC and the company's development in revenue. The following chapter has the overall conclusion of the assignment.

1. Indledning	5
2. Metode	5
2.1. Problembaggrund.....	5
2.2. Problemstilling.....	6
2.3. Problemejer	8
2.4. Problemformulering	8
2.5. Undersøgelsesspørgsmål.....	8
2.6. Operationalisering af problemformulering	9
2.7. Afgrænsning	10
2.8. Opgavens overordnede metode	12
2.9. Videnskabsteoretiske overvejelser.....	13
2.10 Kildekritik.....	14
2.11. Valg af virksomhed	15
3. Virksomhedsbeskrivelse af SAS	155
3.1. Historien omkring SAS	155
3.2. SAS i dag	158
3.3. Peer Group	21
4. Strategisk analyse	222
4.1. PESTEL	22
4.1.1. Politiske.....	23
4.1.2. Økonomiske	23
4.1.3. Sociokulturelle	26
4.1.4. Teknologiske	27
4.1.5. Miljø	29
4.1.6. Lovgivning	29
4.1.7. Delkonklusion.....	30
4.2. Porter's Five Forces	31
4.2.1. Truslen fra nye udbydere	32
4.2.2. Truslen fra udbydere af substituerende produkter	33
4.2.3. Rivalisering mellem eksisterende virksomheder	34
4.2.4. Truslen fra leverandører	38
4.2.5. Købernes forhandlingsstyrke	41
4.2.6. Opsamling på Porter's Five Forces.....	43
4.3. Fremtidige strategier	44
4.3.1. Historiske strategier i SAS	44
4.3.2. SAS i fremtiden.....	47
4.4. Konklusion på den strategiske analyse.....	48
5. Regnskabsanalyse	49
5.1. Regnskabernes validitetsanalyse.....	49
5.2. Reformulering af egenkapitalen.....	50
5.3. Leasingopgørelse for SAS	51
5.4. Reformulering af balancen	54

5.5. Reformulering af resultatopgørelsen	56
5.6. Rentabilitetsanalyse	59
5.6.1. Return on equity (ROE)	59
5.6.2. Niveau 1 analyse	60
5.6.2.1. Return on invested capital (ROIC)	60
5.6.2.2. Finansiell gearing	61
5.6.3. Niveau 2 analyse	62
5.6.3.1. Overskudsgrad OG	62
5.6.3.2. Aktivernes omsætningshastighed	63
5.6.4. Niveau 3 analyse	63
5.7. Vækstanalyse.....	64
5.8. Delkonklusion på regnskabsanalysen.....	65
6. Budgettering	65
6.1. Budgettering af omsætningen.....	66
6.2. Budgettering af lønomkostningerne	67
6.3. Budgettering af andre driftsomkostninger.....	68
6.4. Budgettering af afskrivninger mm.....	68
6.5. Budgettering af andet core driftsoverskud efter skat.....	69
6.6. Budgettering af den effektive skatteprocent	69
6.7. Budgettering af aktivernes omsætningshastighed.....	70
6.8. Konklusion på budgettering	70
7. Kapitalstrukturen i SAS	711
7.1. Egenkapitalomkostningen	712
7.1.1. Fastlæggelse af den risikofrie rente.....	713
7.1.2. Fastlæggelse af markedets risikopræmie	713
7.1.3. Fastlæggelse af systematisk risiko	714
7.1.4. Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen.....	714
7.2. Fremmedkapitalomkostningen	714
7.3. Den vægtede kapitalomkostning - WACC	716
8. Værdiansættelse.....	777
8.1. DCF-modellen.....	777
8.2. Værdiansættelse ved DCF-modellen.....	778
8.2.1. Forudsætninger for værdiansættelsen	80
9. Følsomhedsanalyse.....	80
9.1. Følsomhedsanalyse af WACC	80
9.2. Følsomhedsanalyse af budgettering	81
9.2.1. Best case	81
9.2.1. Worst case.....	81
9.3. Konklusion på følsomhedsanalysen	82
10. Konklusion	822
11. Litteraturliste	85
12. Bilag	90

1. Indledning

SAS er Skandinaviens største flyselskab målt på markedsandele, og det er et selskab, som har haft en lang og traditionsbunden historie. SAS har igennem de seneste 10 år måtte kæmpe hårdt i luftfartsbranchen både på grund af en verdensomspændende finanskrisen, som tvang luftfartsbranchen i knæ, men samtidig en intensivering af konkurrencen på selskabets rutenetværk. Under finanskrisen er flere flyselskaber gået konkurs, som direkte påvirkning af finanskrisen og den faldende luftfartstrafik. Det er selskaber som Cimber, Skyways, Malev, Spanair og Air Finland.¹ Kunderne og især de erhvervsrejsende er begyndt at fravælge de dyre flybilletter, da virksomheder har indført skærpede rejsepolitikker for de ansatte. Dette har i krisens varighed betydet, at nye og billige flyselskaber har fået gang en meget eksplosiv vækst i luftfartsbranchen, hvor at Ryanair og Norwegian har oplevet stor succes og vækst. Denne udvikling har medført et stigende pres på de "gamle" og store netværksselskaber, hvor disse tidligere har fokuseret på service og kvalitet frem for priserne på billetterne.

SAS har været ekstremt hårdt ramt af faldende passagerer under finanskrisen samt stigende brændstofpriser, som er selskabets største omkostningspost. I 2009 & 2010 blev selskabet nødsaget til at få lavet kapitaltilførsler, da selskabets krise gjorde, at dette var en nødvendighed for at selskabet kunne undgå en konkurs. SAS blev derefter nød til at indføre en streng og hård strategi i selskabet "Core SAS", hvor at selskabet blev nød til at frasælge ikke kerneaktiviteter og derigennem fokusere på kerneforretningen. I 2011 blev ved en ny direktør iværksat en ny strategi "4excellance", som skulle styrke selskabets langsigtede konkurrence- og økonomiske situation. Denne strategi er efterfølgende i ultimo 2012 blevet revurderet og erstattet af "4 Excellance Next Generation", hvor at frasalg af datterselskaber og reducere i omkostningerne er vejen frem for selskabet.

SAS har i dag stadig udfordringer på markedet og er fortsat i gang med at omkostningsreducere, som er nødvendigt for at sikre selskabet i fremtiden. Denne udvikling og fortsatte kamp har påvirket SAS enormt og derfor findes det interessant at lave en værdiansættelse af SAS Group.

2. Metode

2.1 Problembaggrund

Luftfartsselskabet Scandinavian Airlines System, herefter omtalt SAS, har igennem tiden været et af de mest banebrydende og mest respekterede flyselskaber op igennem det 20. århundrede. De har haft meget store indtjeneringer samt selskabets var respekteret af omverden, og de ville gerne være som dem. Med tiden er SAS gået hen og blevet udsat mere og mere for en hårdere konkurrence fra diverse nyere

¹ Artikel: Endnu et flyselskab konkurs

luftfartsselskaber, som har en bedre og nyere forretningsmodel end SAS har. Luftfartsindustrien er en branche med skarp konkurrence og denne konkurrence presser indtjeningen og rentabiliteten i selskaberne, hvorfor det er vigtigt at kunne drive ens virksomhed mest optimalt pris- og omkostningsmæssigt.

SAS har igennem de seneste 8 år haft meget svingende netto resultater over tid, som kan ses her:²

Årstal	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Nettoresultat	-6.264	-2.947	-2.218	-1.687	-985	179	-736	956
i million SEK								

Dette viser at SAS har været igennem en meget hård periode med underskud, og det har kun været inde for de seneste par år, hvor SAS har kunnet levere positive resultater. Disse resultater bevidner en virksomhed som over de seneste mange år har været i krise, ligesom der har været i resten af luftfartsbranchen. SAS har dog haft de største udfordringer for at få tilpasset sine omkostninger og konkurrenceforhold, da aktører som Norwegian og Ryanair er kommet som direkte konkurrenter til SAS indenfor de sidste 10 år.

SAS har i hele selskabets levetid været ejet af den svenske, norske og danske regering, hvor disse ejerandele tilsammen har været omkring 50 procent af de samlede aktier. Den svenske og norske regering har nu offentligt en strategi, hvor de vil sælge op mod 19 millioner af deres stamaktier i SAS, hvor dette svarer til at sælge omkring 5,8 procent af deres stamaktier i SAS. Dermed brydes den mange års treenighed mellem de tre regeringer. Den svenske og norske regering vurderer, at SAS fremover vil stå stærkere, da SAS dermed kan overtages af mere professionelle investorer, som kan gavne SAS' forretning i fremtiden. Dette kan betyde store forandringer i fremtiden for selskabet.³ Dermed er der lagt op til store forandringer for selskabet og ejerstrukturen, hvor dette helt sikkert vil påvirke deres fremtidige muligheder og strategivalg.

Særligt grundet i disse ovenstående forhold, så vil det være uhyrligt interessant at studere om SAS er en god investering lige nu med de nye forhold, som vil berøre SAS i fremtiden?

2.2 Problemstilling

SAS er en virksomhed som er presset af hård konkurrence fra de større lavprisselskaber såsom Norwegian og Ryanair, som har udbygget deres markedsandele over de seneste par år. Problemstillingen her er,

² Regnskaber fra SAS samt Orbis-regnskabsoplysninger

³ Artikel: Ekspert om SAS-salg: Historisk brud

hvordan kan SAS i fremtiden konkurrere med disse lavprisselskaber igennem deres strategivalg og muligheder.

Der lyder et gammelt ordsprog, at "Når nye vinde blæser, bygger nogle vindmøller, mens andre bygger læhegn". Dette skal tolkes på den sådan en måde, at de fremtidige vindere vil utvivlsomt være de selskaber/ledelser, som kan håndtere forandringerne, og herigennem lære at forstå og tilpasse sig de nye krav og adfærdsmønstre som branchen og kunderne efterspørger. Det er i sidste ende disse forhold, som afgør hvem der er tilbage på markedet og hvem der skal forlade det.

Igennem øget konkurrence fra de nye konkurrenter, Norwegian og Ryanair, samt den økonomiske krise indtog i verden fra 2008 og frem, så har dette betydet flere konkurser og store underskud for de europæiske luftfartsselskaber. SAS er ligeledes blevet påvirket hårdt fra dette, og de har været tvunget til at frasælge nogle datterselskaber, så hvordan vil dette påvirke markedet og SAS i fremtiden, og hvordan kan SAS tilpasse deres forretningssetup denne udvikling?

Den globale trafikvækst, større velstand og mere attraktiv prissætning på billetter har bidraget til at dreje luftfartsindustrien i en vækst industri med en gennemsnitlig vækst på 5,8 % i løbet af de sidste 35 år. Fremover forventes at passagertrafikken at fortsætte stigningen grundet mere globalisering af verden og nemmere transportmulighed ved flyvning. Flyproducenten Airbus har i deres prognose en fortsat årlig trafikvækst på omkring 5,2 % frem til 2023 og en vækst på 4,2 % mellem år 2023 og 2033.⁴ Hvordan kan SAS sikre sig en del i den fortsatte vækst i passagertallene og ydermere sikre sig konkurrencefordele i en stadig voksende branche?

SAS har kun i 2 ud af de sidste 8 år haft et positivt nettoresultat, som var i 2013 og 2015, og dette har presset deres egenkapital som ses her:⁵

Årstal	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital i million SEK	8.682	11.389	14.438	12.433	11.156	11.103	4.907	6.339

Kilde: Regnskaber fra SAS samt Orbis-regnskabsoplysninger

Hvor længe vil SAS kunne klare disse turbulente år, hvis de fortsætter, og hvilken betydning har det for værdiansættelsen af SAS?

⁴ SAS årsrapport 2014/2015 s. 8

⁵ Regnskaber fra SAS samt Orbis-regnskabsoplysninger

2.3 Problemejer

Problemejeren er direktionen i SAS, da virksomheden primært ejes af de 3 skandinaviske regeringer, Danmark, Sverige og Norge, hvor den Svenske og Norske regering har offentlig gjort strategien omkring salg af ca. 5,8 % af aktierne hvilket betyder at ejerskabet kommer under 50 % af aktierne sammen med Knut & Alice fonden og dermed har de ikke stemmemajoriteten i selskabet længere. Det store problem for direktionen er, at kunne skaffe nye investorer til selskabet, og derfor er det afgørende at ledelsen får rettet op på driften af virksomheden og dermed tiltrække nye investorer.

2.4 Problemformulering

Formålet med denne HD-afhandling er, at kunne vurdere SAS aktuelle udfordringer og situation vurderet ud fra en strategiskanalyse, en regnskabsanalyse og til sidst en værdiansættelse. Igennem disse analyser sammenlignes den estimerede værdi med markedsværdien, og dermed vurdere om aktien er under- eller overvurderet. Ud fra ovenstående problemstillinger, så vil hovedproblemformuleringen der ønskes besvaret og belyst være:

Er det en god investering at investere i SAS, og derigennem vurdere om aktien er teoretisk værdiansat korrekt?

For at kunne svare på ovenstående problemformulering, så vil det blive belyst og besvaret igennem nedenstående undersøgelsesspørgsmål.

2.5 Undersøgelsesspørgsmål

Virksomheden:

USS1: Hvad er SAS og dens historiske udvikling?

Strategiskanalyse:

USS2: Hvilke eksterne faktorer påvirker SAS og deres strategiske muligheder?

USS3: Hvordan er branchens attraktivitet/konkurrence på SAS?

USS4: Vurder SAS strategiske udfordringer?

Regnskabsanalyse:

USS5: Hvordan har SAS økonomiske udvikling været i de sidste 5 år?

USS6: Vurder SAS økonomiske udvikling på baggrund af de seneste 5 år?

Værdiansættelsen:

USS7: Hvordan ser SAS fremtidige økonomiske udvikling ud?

USS8: Hvad er SAS' kapitalstruktur, Beta og WACC?

USS9: Vurder den estimerede pris for SAS ud fra teoretiske værdiansættelsesmodeller?

Problemstillingen beskriver en virksomhed, som har flere problemer, selvom det er en velanset og respekteret virksomhed. Branchen har været hårdt ramt af den økonomiske krise, og SAS har ikke været gode nok til at bruge krisen i deres favør og tilpasse konkurrencesituationen. Dette gør, at SAS står overfor store beslutninger på deres strategier og mulighed for at bevare en stærk position i markedet. Med udgangspunkt i problemstillingens redegørelse, så har jeg valgt at gøre SAS til genstand for en analyse med henblik på at analysere de konkrete forhold, som gør at SAS i fremtiden har en stor position i markedet og opnå en forbedret konkurrenceevne.

Undersøgelsesspørgsmålene er udarbejdet med henblik på en konkret besvarelse af min problemformulering, og disse har det formål at konkretiserer de relevante emne- og analyseområder.

Der er ved udarbejdelsen af undersøgelsesspørgsmålene lagt vægt på at de er formuleret iht. taksonomiske niveauer, således at der er spørgsmål indenfor hvert område. Der er ved undersøgelsesspørgsmål 1, et af beskrivende karakter, og ved f.eks. undersøgelsesspørgsmål 3,5 og 8 er dette analyserende. Til sidst er undersøgelsesspørgsmål 4,6 og 9 vurderende. Mine spørgsmål har til hensigt at fastlægge SAS strategiske muligheder og udfordringer, samt analysere virksomhedens økonomiske udvikling for til sidst at kunne vurdere virksomhedens værdiansættelse. Igennem dette vil jeg således være i stand til at besvare min ovenstående hovedproblemformulering.

2.6 Operationalisering af problemformuleringen

I det indledende afsnit til operationaliseringen ske igennem en beskrivelse og præsentation af SAS koncernen. Dette gøres ved hjælp af generel information beskrevet i kvalitative data, hvor de primære data vil være SAS' egne rapporter og hjemmeside suppleret med relevante bøger og artikler.

Det strategiske analyseafsnit vil ske igennem eksterne analyser, hvor de anerkendte modeller, PESTEL og Porter's Five Forces bruges til dette. Efterfølgende bruges konkurrence- og vækststrategierne til vurdering af SAS fremtidige strategier. Dette sker igennem kvalitative og kvantitative data såsom årsrapporterne, eksterne analyser, interviews mm.

Regnskabsanalysen vil ske igennem de indsamlede kvantitative data i årsrapporterne, og der vil kun blive brugt tal fra årsrapporterne for at disse data kunne være sammenlignelige. Disse data vil blive reformuleret

i resultatopgørelser og balancer, så de kan understøtte den senere værdiansættelse. Med udgangspunkt i de reformulerede regnskaber, så udarbejdes en rentabilitetsanalyse. Der vil ved fastlæggelse af det fremtidige budget kun være taget højde for 5 år frem i tiden, da det efter min vurdering ikke er muligt at kunne give et retvisende skønsmæssigt bud på fremtiden i SAS efter de fem år.

I opgavens del omkring kapitalstrukturen, så vil jeg bruge teorierne fra de anerkendte Miller & Modigliani til fastlæggelse af WACC samt CAPM-modellen til fastlæggelse af egenkapitalkravet.

I den sidste del omkring værdiansættelsen vil der blive brugt kapitalværdimetoden, som er DCF-modellen, og for at kunne bruge denne model, så skal det frie cash flow estimeres og WACC skal benyttes som tilbagediskonteringsfaktor. Efter benyttelse af DCF-modellen, så kan der ske en endelig værdiansættelse af SAS og dermed svare på problemformuleringen.

2.7 Afgrænsning

For at opgaven kan blive fokuseret på besvarelse af problemformuleringen så præcist som muligt, så vil det være nødvendigt at afgrænse sig fra mindre relevante områder. Der vil igennem afgrænsningen kunne opnås områder, som vil kunne besvare problemformuleringen i en mere nuanceret måde. Der er efter min egen vurdering ikke blevet afgrænset fra områder, som ville have væsentlig indflydelse på den endelige konklusion.

Det har desværre ikke desværre ikke været muligt, på trods af flere henvendelse til forskellige medarbejdere hos SAS, at opnå information og data til et mere detaljeret indblik i organisationens mål, strategier, forretningsmodel, værdikæde, kundeanalyser mm. Dette ville have givet en større indsigt i virksomhedens kompetencer og ressourceanvendelse, som kunne give en bedre mulighed for at analysere SAS ved inddragelse af interne faktorer. Der er derfor måttet ses bort fra interne forhold i virksomheden, og antagelserne i opgaven bygges således på en alt-andet-lige betragtning i analyserne med diverse kilder til supplerende. Analyserne ses derfor som udefra og ind.

Der vil i denne opgave primært blive fokuseret på kernerdriften i SAS, som koncernen drives ud fra. Den overordnede kernerdrift er flytrafikken fra de nordiske lande, Danmark, Finland, Sverige og Norge. Dermed vil den strategiske analyse ske på baggrund af moderselskabet SAS, hvor selskaberne SAS Ground Handling, Widerøe, Estonian Air og Air Greenland ikke vil blive inddraget og analyseret. Selvom der vil være påvirkning fra selskaberne i koncernregnskabet, så indgår datterselskaberne blot i den samlede behandling, da koncernregnskabet ikke kan separere regnskabstallene til de enkelte selskaber.

Der vil i denne opgave blive inddraget og henvist til andre selskaber (Norwegian, Lufthansa, Easyjet, British Airways og Ryanair), da disse er valgt ud fra alm. kundesegmenter såsom privat- og erhvervskunder. Der findes mange andre flyselskaber, men dette vurderes som et repræsentativt udsnit af flytrafikken fra de nordiske lande.

Der vil i denne opgave kun blive set på markedet for flyrejsende, og der vil ikke blive inddraget andre konkurrenceaspekter i form af øvrige substituerende befordringsformer såsom bil, bus, tog, færge, motorcykler mm.

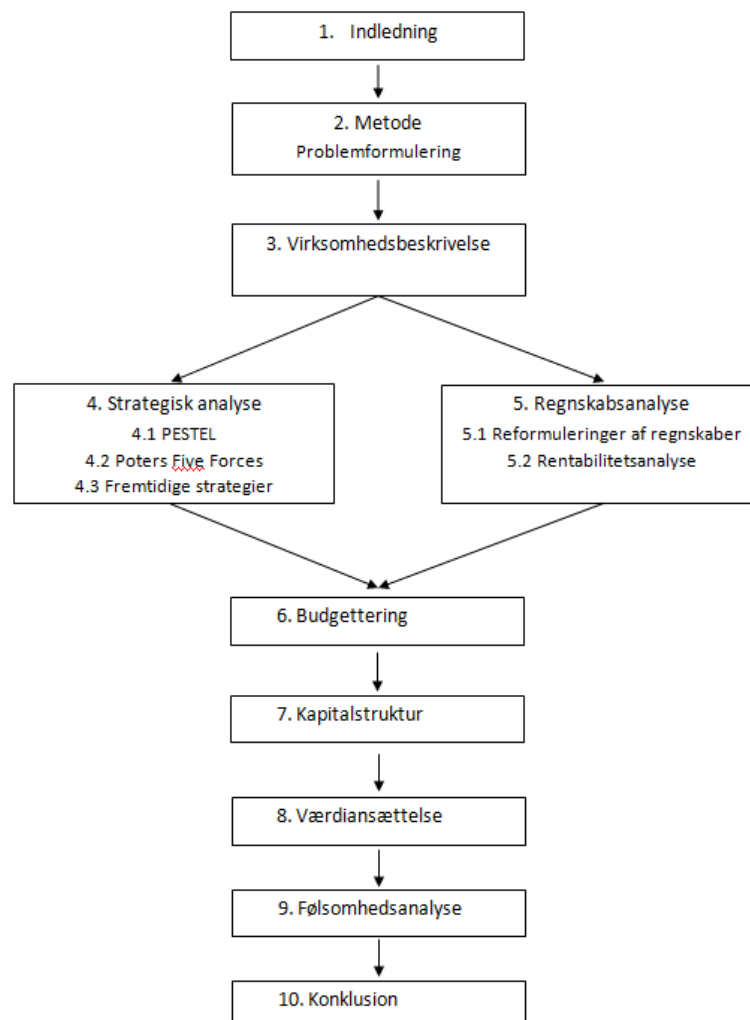
Der er afgrænset til bestemte modeller og teorier til opgaven for at opnå den mest relevante værdiansættelse af SAS. Der er begrænset til PESTEL, Porter's Five Forces, Vækst- og konkurrencestrategier til den strategiske analyse. Til regnskabsanalysen vil der blive foretaget reformuleringer af regnskaberne for at dekomponere egenkapitalens forretning på hhv. drifts- og finansieringsaktiviteten og herigennem benytte Du-Pont til rentabilitetsanalysen. Der vil blive opbygget et budget med udgangspunkt i Elling og Sørensens model til budgetopbygning til det fremtidige forecast. Ved den endelige værdiansættelse benyttes DCF-modellen.

Der er valgt at fokusere på de seneste 5 års regnskaber for SAS, da dette vurderes at give et retvisende billede for at skabe det bedste overblik overfor SAS koncernen. Der vil ikke blive foretaget analyser af de andre luftfartsselskabers regnskaber, men evt. kun henvisninger til sammenlignelige data.

Luftfartsbranchens attraktivitet er positiv korreleret med brændstofspriserne, men der vil ikke blive foretaget dybdegående analyser eller andet til dette område, men det vil blive nævnt og inddraget i opgaven. Ligeledes vil valutakursudviklinger ikke blive analyseret i dybden, da det ikke medhører i denne opgaves omfang, men en lille analyse omkring udviklingen vil blive foretaget.

Der vil ikke blive taget højde for informationer, som bliver offentlig gjort efter d. 10. april 2017, da der efter dette er fokus på redigering inden aflevering af opgaven.

2.8 Opgavens overordnede metode



Figur 1.1

Der vil indledningsvist blive skabt et kendskab til virksomhedens og dens historie via en virksomhedsbeskrivelse. Derefter foretages en strategisk analyse og en vurdering af fastlæggelse af SAS' fremtidige strategier. Efterfølgende vil der blive lavet en regnskabsanalyse, hvor regnskaberne reformuleres samt en rentabilitetsanalyse. Efter dette vil der blive foretaget budgettering, som leder op til fastlæggelse af selskabets kapitalstruktur, som er en grundlæggende faktor i den endelige værdiansættelse af virksomheden. Efter værdiansættelsen laves en følsomhedsanalyse, hvor efter at opgaven til sidst afsluttes med en konklusion.

Min opgave vil primært være baseret på en blanding mellem primær og sekundære data. De primære data vil blive fremskaffet igennem en spørgeskemaundersøgelse og interviews, som vil blive beskrevet nærmere senere hen i opgaven. Til brug for de sekundære data stammer tingene fra artikler, videnskabelige artikler,

årsrapporter, databaser med mere, dvs. allerede eksisterende litteratur. Til besvarelse af ovenstående problemformulering så anvendes en række erhvervsøkonomiske modeller til analyse og strukturering af mine primære og sekundære data. Jeg vil nedenfor diskutere den relevante videnskabsteori samt de videnskabsteoretiske overvejelser, som danner baggrunden for fremgangsmåde i denne hovedopgave. Der vil i opgaven både være kvalitative data, som vil være litteratur fra bøger, artikler mm., og kvantitative data, som vil være regnskaber, nøgletal, tabeller mm.

Der vil blive brugt den deduktive tilgang i forbindelse med vidensproduktionsproces, hvilket betyder at der vil er indsamlet allerede kendte teorier og konstruerer det til et datagrundlag, hvor der kan laves estimater og konklusioner ud fra.

2.9 Videnskabsteoretiske overvejelser

Jeg vil i min opgave anvende fremgangsmåder, som jeg er blevet inspireret fra via de forskellige videnskabsteoretiske paradigmer, da det er meget vigtigt at være bevidst omkring det videnskabsteoretiske standpunkt. Dette videnskabsteoretiske standpunkt er bestemmende for hvilken opfattelse der skelnes imellem ontologi, epistemologi og metodologi. Ontologien er læren om hvordan og i hvilken grad virkelighed og erkendelsen kan skilles ad.⁶ Epistemologien er erkendelseslære, altså læren om vores videns grundlag.⁷ Metodologien er de metoder, vi anvender ved videnfrembringelse.⁸ Der vil i min spørgeskemaundersøgelse, som gennemgås senere, blive taget udgangspunkt i positivismen og den kvantitative metode. I mine interviews, disse gennemgås også senere, tages udgangspunkt i en konstruktivistisk inspireret tilgang, og dette sker via den kvalitative metode.

I min opgave vil jeg bruge en postpositivistisk tilgang, da der grundlæggendes tages udgangspunkt i den kvantitative, objektive metoder som stammer fra positivismen. Der vil ved anvendelse af supplerende kvalitative, subjektive metoder som stammer fra konstruktivismen igennem allerede eksisterende litteratur og mine interviews. Der er således tale om anvendelse af metodetriangulering i opgaven, idet der bruger både kvantitative og kvalitative metoder til analyserne.⁹

⁶ Den skinbarlige virkelighed, s. 268, Ib Andersen

⁷ Den skinbarlige virkelighed, s. 27, Ib Andersen

⁸ Den skinbarlige virkelighed, s. 28, Ib Andersen

⁹ Den skinbarlige virkelighed, s. 267 og 268, Ib Andersen

2.10 Kildekritik

Generelt vil det foretrækkes at benytte primære kilder til denne opgave, idet de betragtes som værende mest troværdige. Derfor vil jeg forsøge, i så vidt muligt omfang, at indhente primære kilder, hvor dette er igennem selskabets materialer, dog er jeg opmærksom på at selskabets interesse er at fremstå bedst muligt. Derfor benyttes også analyser fra mere uvildige i forhold til analyse omkring SAS og branchen.

Regnskaber

Der vil i opgaven blive brugt mange tilgængelige informationer fra SAS' årsregnskaber, men de informationer der er medtaget er blevet vurderet ud fra en kritisk tilgang med fokus på earnings management¹⁰. SAS' årsrapporter bliver brugt af mulige investorer til at vurdere attraktiviteten af investering i SAS, og derfor er det naturligt at denne årsrapport bliver brugt af direktionen og bestyrelsen med et PR formål. SAS er underlagt IFRS, som er en række regler for den anvendte regnskabspraksis. Hvor hovedformålet med revision er "at give et retvisende billede". Der er ligeledes læst revisionens påtegninger, så disse data kan vurderes valide.

Modeller

Der vil blive brugt modeller såsom PESTEL, Porter's Five Forces samt Vækst- og konkurrencestrategier til den strategiske analyse. Til regnskabsanalysen vil der blive foretaget reformuleringer af regnskaberne for at dekomponere egenkapitalens forretning på hhv. drifts- og finansieringsaktiviteten og herigennem benytte Du-Pont til rentabilitetsanalysen. Der vil blive opbygget et budget med udgangspunkt i Elling og Sørensen's model til budgetopbygning til det fremtidige forecast. Ved den endelige værdiansættelse benyttes den mest brugte model DCF-modellen, hvor denne forudsætter anvendelse af teorier fra kapitalstruktur og de gennemsnitlige kapitalomkostninger (WACC) samt estimering af terminalværdien.

Der er både fordele og ulemper ved denne model og teorier, men den er anerkendt og meget respekterede, hvorfor der ikke sættes yderligere spørgsmålstejn ved modellen og teorierne.

Artikler og hjemmesider

Der vil hovedsageligt i denne opgave blive brugt artikler, rapporter mm fra mere profilerede hjemmesider såsom Børsen, Euroinvestor, Penge, Ratingbureauer mm. Der kan desværre opstå situationer, hvor ikke alle data og fakta fra artiklerne og rapporterne er valide, da dette skyldes ikke alle artikler har anvendt kildehenvisning, så dette kan kontrolleres.

¹⁰ investopedia.com/terms/e/earnings-management.asp

Bøger

Der er til opgaven primært blevet udvalgt bøger fra HD(F)'s pensumlister samt bøger der er blevet anbefalet af undervisere på uddannelsen. Jeg mener, at derfor det er det mest opdaterede og mest relevante materiale til at kunne understøtte opgavens besvarelse. Lærebøgerne er med generaliserede eksempler, og derfor kan der være virksomheds- og branchespecifikke faktorer der ikke indgår i analyserne i denne opgave. De generelle teorier er baseret på et teoretisk markedsperspektiv, som er generelt i teorilitteratur.

2.11 Valg af virksomhed

I mit valg af virksomhed er jeg primært gået efter et luftfartsselskab, som var en dansk eller dansk medejt virksomhed. Dette gjorde at udvalget blev indskrænket væsentligt, da de store aktører i luftfartsindustrien på det europæiske marked er selskaber som SAS, Norwegian, Ryan Air, British Airways og KLM. Ud af disse selskaber, så er det kun SAS, som er dansk medejt.

Den anden grund til at jeg valgte SAS er, at selskabet har gennemgået en stor udvikling i de seneste 10-15 år, hvor de er blevet presset af yderligere konkurrence fra nye aktører på markedet. Dette har haft stor betydning for udviklingen i selskabet, som er beskrevet ovenfor, og som vil analyseres mere i denne opgave. Hvordan vil SAS klare sig i fremtiden, og hvordan ser det ud for virksomheden?

3. Virksomhedsbeskrivelse af SAS

3.1 Historien omkring SAS

Selskabet, SAS, blev grundlagt den 1. august 1946, hvor de tre nationale selskaber, Det Danske Luftfartselskab A/S, AB Aerotransport og Det Norske Luftfartselskab gik sammen, da de vurderede at de kunne udnytte nogle fordele af samarbejdet i og omkring flyvninger til og fra Nordamerika.¹¹

SAS konsortiet, som det er i dag, blev dannet i 1951 af de tre grundlæggende selskaber. I 1954 blev SAS verdens første flyselskab til at flyve København – Kangerlussuaq – Winnipeg - Los Angeles polar rute i en almindelig rutefart. Selskabet udviklede sig yderligere i 1957, hvor selskabet var det første flyselskab til at åbne en rute over Nordpolen, hvor man nu kunne flyve fra København – Anchorage – Tokyo, hvilket reducerede flyvetiden mellem Europa og Japan fra 50 til 32 timer. I slutningen af 1950'erne fik selskabet deres første jetfly, og det blev sat i tjeneste på ruten mellem København og Tokyo, hvilket reducerede den

¹¹ Sasgroup.net – About SAS

lange flyvetid yderligere med 16 timer, så man nu kunne komme mellem Europa og Japan på blot 16 timer.¹²

I 1960 åbnede SAS det første af sine hoteller, SAS Royal Hotel Copenhagen, hvor man nu kunne tilbyde kunder pakkelsninger med både fly og hotel i samme kæde. Dette førte til udviklingen af et elektronisk reservationssystem, hvilket blev introduceret i 1965, hvor de var det første selskab, som havde udviklet og introduceret dette.¹³ Dette udviklet for at fastholde og udbygge selskabets position på markedet.

SAS køber i 1971 sin først Boeing 747 jumbojet, og sætter det i drift til at betjene deres langdistance ruter.¹⁴ Boeing 747'eren var en revolution inden for luftfartsbranchen, da det var det største passagerfly med en kapacitet op til 550 passagerer. Det er kun blevet overgået af Airbus med deres Airbus 380 i 2007.¹⁵

SAS åbner sit første hotel uden for Skandinavien i 1980, hvor SAS Kuwait Hotel åbnes i Kuwait City, og dermed lagde SAS grundstenen til at blive en mere international virksomhed end tidligere. SAS udvidede yderligere i 1981, hvor selskabet lancerede SAS EuroClass på alle europæiske flyvninger, hvor dette var en speciel type sæder, som i dag betegnes Business Class. Denne idé var daværende koncernchef Jan Carlzon's, da man gerne ville hæve selskabets image i luftfartsindustrien.¹⁶ Selskabet begyndte en mere kundeorienteret strategi, som blev belønnet året efter i 1982, hvor SAS blev kåret til det mest punktlige selskab i Europa for første gang. I 1984 modtager SAS prisen for "Airline of the Year" af Air Transport World, hvilket er en af de største priser et flyselskab kan modtage i branchen. Selskabet fortsatte deres ekspansion, og i 1986 blev Spanair grundlagt som et joint venture mellem SAS og Viajes Marsans, hvilket var et selskab som solgte pakketure i Spanien. I slutningen af 1980'erne ejer SAS international Hotels 40 % af en af de største hotelkæder i verden på daværende tidspunkt, Intercontinental Hotels Group¹⁷

I begyndelse af 1990'erne, så begyndte SAS at vende sit fokus mod flyvevirksomheden i SAS gruppen, og derfor blev ejerandelen i Intercontinental Hotels Group solgt i 1992, og flere andre datterselskaber blev solgt fra. I 1996 kunne selskabet holde 50 års jubilæum, hvor man harmoniserede selskabet ved at lave navneændring fra SAS moderselskab til SAS Danmark A/S, SAS Norge ASA og SAS Sverige AB. I 1997 begyndte SAS at se på en mere strategisk alliance, og SAS var derfor en af grundlæggerne i Star Alliance sammen med Lufthansa, United Airlines, Thai Airways og Air Canada, hvor dette i dag er blevet til verdens

¹² Sasgroup.net – About SAS

¹³ Sasgroup.net – About SAS

¹⁴ Sasgroup.net – About SAS

¹⁵ boeing.com/commercial

¹⁶ Artikel: Endegyldigt farvel til "The Businessman's Airline på check-in.dk

¹⁷ Sasgroup.net – About SAS

største samarbejde mellem flyselskaber fra hele verden.¹⁸ SAS fortsatte deres strategiske ekspansion og i 1998 købte SAS Air Botnia, så det blev et 100 % ejet datterselskab. I 1999 fik SAS flertalsejerskab i flyselskabet Widerøe.¹⁹

I 2001 den 6. juli blev SAS børsintroduceret på børserne i Stockholm, København og Oslo, hvor det nu var muligt for andre investorer at kunne købe aktier i selskabet. Det var samtidig et historisk dårligt år for SAS, da der var terrorangreb på de 2 tårne i World Trade Center, som medførte en stigende usikkerhed på de finansielle markeder rundt omkring i verden. Året 2001 var ligeledes det år, hvor SAS blev udsat for selskabets hidtil værste ulykke, da to fly kolliderede med hinanden i Milanos lufthavn, hvor 118 personer mister livet. Selskabet blev samme år idømt en bøde på 39,375 mio. EUR for at have indgået en kartelaftale med Maersk Air.²⁰ Dette medførte en krise i selskabet, og de blev derfor nød til at afskedige medarbejdere, og derigennem optimere deres drift. Udover nedskæringer og krise, så lancerede SAS stadig nye koncepter i form af at folk nu kunne check-in over internettet og elektroniske billetter.²¹

I 2004 samlede SAS alle sine aktiviteter under SAS Group, hvor SAS' flyselskaber blev inddelt under Scandinavian Airlines Business, som omfattede følgende: Scandinavian Airlines Danmark, SAS Braathens, Scandinavian Airlines Sverige samt Scandinavian Airlines International. Derudover omfattede SAS Group nogle andre mindre flyselskaber.²²

SAS begyndte i 2008 grundet et historisk dundrende negativt resultat på 6,3 mia. SEK, at lancerer en ny strategi "Core SAS", hvor at kerneforretningen blev sat i fokus, og ikke overskudsgivende forretningsområder skulle frasælges til andre investorer. Dog bevirkede strategien ikke efter hensigten, da verden var i en økonomisk krise, og selskabet kunne derfor ikke frasælge sine aktiviteter. Lidt blev gjort i 2009, hvor aktieposten i BMI blev solgt.²³ Strategien "Core SAS" betød også at selskabet skulle reducere i den nuværende flyflåde for at kunne forbedre sin konkurrenceevne i en hårdt presset branche. Det betød fokus på omkostningsreducering i selskabet igennem fornyelse af flyflåden til mere brændstofsøkonomiske fly, samt at selskabet fik større fokus på CO2-udslipet. For at styrke selskabets finansielle beredskab blev der i 2009 og 2010 lavet nye aktieemissioner på henholdsvis 6 og 5 mia. SEK.

I 2011 blev året hvor Rickard Gustafson blev ny direktør i SAS, og han lancerede en ny strategi "4Excellance", hvor formålet var at styrke selskabets langsigtede konkurrence- og økonomiske situation.

¹⁸ Sasgroup.net – About SAS og staralliance.com/en/faqs

¹⁹ Sasgroup.net – About SAS

²⁰ Artikel: Kommissionen idømmer SAS & Maersk Air bøder for aftale om markedsdeling

²¹ Sasgroup.net – About SAS

²² Sasgroup.net – About SAS

²³ Sasgroup.net – About SAS

Denne strategi blev revurderet i efteråret 2012 til "4Excellance Next Generation", hvor det flyttede fokus over til at reducere personaleomkostningerne samt frasalg af datterselskaber, såsom SAS Ground Handling og Wideøre.

I 2013 som følge af deres strategi, så besluttede ledelsen at lukke for selskabets kendte Euroclass til business folk på deres europæiske ruter, som følge af en ændret efterspørgsel fra kunderne, da virksomheder er begyndt at reducere deres omkostninger såsom business class flyvninger for deres ansatte. Dermed sluttede æraen i SAS efter 32 år. De har nu tre serviceklasser, SAS Go, hvor man skal tilkøbe ting. SAS Plus, hvor man får lidt ekstra benplads, mad og lounge adgang samt fast track. SAS Business, hvor der er de samme rettigheder som SAS Plus, men på interkontinentale ruter, så er sæderne såkaldte sleeper seats, hvor man kan ligge helt ned og sove.²⁴

3.2 SAS i dag

SAS er i dag en virksomhed med over 10.700 ansatte, hvor dette fordeles over kabinepersonale, Ground handling personale, tekniske personale og ledelse. SAS' hovedkvarter ligger i Stockholm, men der ligger også store baser i Oslo og København, hvor København er den største.²⁵

SAS er Skandinaviens førende flyselskab, og de tilbyder flyrejser. De tilbyder en smidig og attraktiv flyrejse baseret på et bredt netværk af primære lufthavne til, fra og i Skandinavien. SAS tilbyder også ground handling services og tekniske reparationer i de primære lufthavne såsom Stockholm, Oslo og København. SAS tilbyder ligeledes fragtservices.²⁶ SAS tilbød mere end 813 daglige flyvninger i 2015/2016, og der rejste 29 millioner passagerer med SAS imellem deres 118 destinationer i Europa, USA og Asien.²⁷

Ejer strukturen i SAS er, at selskabet hovedsageligt ejes af den svenske, danske og norske regering. Disse tre regeringer ejede pr. 31. oktober 2016, 42,87 % af den samlede aktiekapital i SAS. Den næste største investor i SAS er Knut og Alice Wallenberg's foundation med en samlet aktiepost på 7,5 % af den samlede

Tabel over aktionærer med over 1 %, pr. 31.10.2016	
Den svenske regering	17,1%
Den danske regering	14,2%
Den norske regering	11,4%
Knut and Alice Wallenberg's foundation	7,5%
Forsikringselskabet Avanza Pension	1,5%
Unionen	1,3%
Vätterladen Aktiebolag	1%
Kilde: Egen tilvirkning med data fra s. 32 i SAS årsrapport 2015-2016	

²⁴ Sasgroup.net – About SAS og Artikel: Endegyldigt farvel til "The Businessman's Airline"

²⁵ SAS årsrapport 2015-2016 s. 10

²⁶ SAS årsrapport 2015-2016 s. 10

²⁷ SAS årsrapport 2015-2016 s. 2

aktiekapital. Resten udgøres af små og mellemstore investorer, men hovedsageligt investorer fra Skandinavien.²⁸ Denne ejer struktur kan være både godt og skidt for SAS som selskab, da disse tre hovedinvestorer er ratet med den bedste rating man kan få AAA hos Standard & Poor's og Moody's giver Aaa samt Fitch også giver den højeste rating AAA til disse lande²⁹, hvorfor SAS ejerforhold gør at i tilfælde af problemer, så kan selskabet have større adgang til nødvendig kapital, da landene har den højeste kreditrating man kan få. Det umiddelbare problem ved denne ejer struktur er, at regeringerne har en stor indflydelse på selskabets visioner og missioner og de kan påvirke selskabet i deres interesser. Investorerne fra Skandinavien udgør samlet 89 % af den samlede aktiekapital. Den svenske og norske regering vil i løbet af 2017 reducere deres aktiebeholdninger i SAS med omkring 7 %.³⁰ Dette gør, at ejer strukturen i SAS vurderes stærk, da SAS har gode og sikre investorer i ejerkredsen. I løbet af 2017 vil denne ændres, og det kan på nuværende tidspunkt ikke konkluderes hvordan de nye investorer vil fordele sig i ejerkredsen.

Selskabet har defineret deres vision således:

*"Vores vision er at gøre livet lettere for Skandinaviens hyppige rejsende. Med SAS bliver du en del af et fællesskab, hvor der opleves nemmere, gladere og pålidelig service, leveret på den skandinaviske måde."*³¹

SAS har vedtaget tre strategiske prioriteringer til at imødegå fremtidens tendenser og udvikling i luftfartsindustrien samt at kunne opnå selskabets vision. Disse strategiske prioriteringer skal sikre selskabet en bedre konkurrenceevne samt skabe de optimale betingelser for selskabets langsigtede mål om bæredygtig rentabilitet.³²

De tre strategiske prioriteringer består af, at etablere en effektiv produktionsplatform, vind kampen om Skandinaviens hyppige rejsende samt invester i vores fremtid. Dette tilsammen udgør SAS samlede strategi for at kunne opnå ovenstående.

*Etablere en effektiv produktionsplatform*³³

SAS begyndte i 2014 at intensivere indsatsen for at reducere selskabets omkostninger og øge fleksibiliteten med henblik på at skabe en bedre og endnu mere effektiv produktionsplatform. Dette er en videre udvikling fra selskabets tidligere strategi "4Excellance Next Generation", hvor der blev fokuseret på et

²⁸ SAS årsrapport 2015-2016 s. 31

²⁹ da.tradingeconomics.com/country-list/rating

³⁰ SAS årsrapport 2015-2016 s. 31

³¹ sasgroup.net/en/strategic-priorities/

³² sasgroup.net/en/strategic-priorities/

³³ sasgroup.net/en/drivers-and-challenges/

omstruktureringsprogram, hvor der skulle opnås omkostningsbesparelser og øge effektiviseringen i selskabet. Dette blev i perioden fra 2013 til 2015 afsluttet med et slut resultat, som har betydet et positivt resultat effekt på 3 mia. SEK.

SAS har yderligere påbegyndt en outsourcing af selskabets ground handling, hvor der i oktober 2010 blev solgt 10 % af aktierne til Swissport. Dette har medført en intensiv indsats på at forbedre effektiviteten i selskabet samt bedre automatisering af driften for at skabe yderligere omkostningsbesparelser til selskabet.

Igennem forhandlinger med deres overenskomster for deres ansatte, så har SAS formået at forbedre produktiviteten i selskabet således at produktiviteten hos piloterne og kabinepersonalet er forbedret samt SAS nu kan benytte sig af den nye form for leasing, nemlig Wet lease.

Wet lease er en færdig løsning med fly, hvor der både er fly, besætning, tekniker, vedligeholdelse af fly samt forsikringer. Det udlejende selskab ejer flyet, men lejer dermed hele deres pakke ud til en kunde.³⁴ Dette gør, at SAS kan supplere sin egen produktion samtidig med at kunne tilbyde flere ruter til kunderne, hvor det er i perioder kan være behov for ekstra flyvninger.

Vind kampen om Skandinaviens hyppige rejsende³⁵

Omkring 2,3 millioner af Skandinaviens 20 millioner indbyggere rejser 5 eller flere returrejser pr. år, og omkring 1,7 millioner af disse passagerer valgte at rejse med SAS min én gang i 2013/2014. Et fællestræk for disse er at de ønsker nemme og effektive rejse løsninger, og for at styrke SAS position i markedet skal selskabet forbedre udbuddet af eksisterende og nye produkter, som kan opfylde kundernes forventninger, krav og behov.

SAS har opgraderet sit EuroBonus system for at styrke positionen ved et stærkt loyalitetsprogram for kunderne, hvor at den hyppige rejsende med SAS får flere fordele såsom Fast Track i lufthavnen, hvor der er prioriteret check-in og sikkerhedstjek, så man slipper for kø. Derudover får den rejsende adgang til SAS Lounges, som er en lounge hvor der ydes bedre komfort til at slappe af i den rejsende ventetid i lufthavnen samt den rejsende kan slappe af eller arbejde via højhastighedsinternet.

Udvikling af selskabets servicekoncept om bord på flyene, hvor der nu er SAS Go og SAS Plus, så den rejsende nu kunne prioritere formålet med rejsen. Skal rejsen være billigst med mindst mulig service, men stadig god service eller en mere effektiv rejse for forretningsrejsende, hvor Fast Track og Lounges indgår i

³⁴ dat.dk/acmi-og-wet-lease/

³⁵ sasgroup.net/en/win-the-battle-for-scandinavias-frequent-travelers/

prisen på billetten. Dette skaber en endnu større klarhed overfor kunden omkring den endelige pris, hvor der ikke tillægges skjulte omkostninger og gebyrer mm, som andre selskaber opkræver for disse services.

For at tiltrække nye kunder, så arbejder selskabet på at skabe en øget tilgængelighed overfor kunderne ved at lancere nye ruter for at kunne afdække kundernes efterspørgsel og behov. Dette gøres samtidig med at SAS har et mål om at være et af verdens mest punktlige flyselskaber for at tiltrække den hyppige rejsende til selskabet.

Investering i vores fremtid³⁶

SAS tanke er at gennemføre forenklinger i flyflåden, således at flyene bliver mere ensartede, hvilket styrker selskabets omkostninger til teknikker, da selskabet dermed kun behøves personale med kendskab til bestemte modeller i stedet for mange modeller og forskellige mærker. Selskabet har derfor prioriteret Next Generations fly fra Airbus, som har større komfort og er mere brændstofeffektive end tidligere fly. Selskabets plan er derfor kun at have forskellige modeller fra Airbus i fremtiden for at kunne effektivisere deres ansatte og flyflåden.

Selskabet har investeret i nye kabiner i nuværende fly for at forbedre komforten for kunderne samt forbedre den samlede oplevelse for kunden. I de større fly til langdistancerne er der kommet helt ny indretning i flyene, således at Business Class har fået verdensklasse sæder, hvor det kan ligges ned til 180 grader, og dermed gøre oplevelsen endnu bedre for kunden. Ligeledes har SAS fået trådløst WIFI i flyene som deres konkurrent Norwegian havde tilbudt i årevis.

Det sidste som SAS foretager sine investeringer i er en øget digitalisering, som skal sikre en mere standardiseret kundeoplevelse samt større brugervenlighed ved bookninger mm. Derudover et digitalt system, hvor kunderne kan styre deres rejse digitalt, fra bookning til check-in og registrering af Eurobonus point.

3.3 Peer Group

Der vil i denne opgave blive lavet sammenligninger med en peer group bestående af Norwegian, Lufthansa, Easyjet, British Airways og Ryanair. Disse vurderes at være SAS sammenlignelige konkurrenter set på selskabernes rutenetværk og passagerer. Disse konkurrenter kan inddeles i to grupper, hvor der er et Low cost carrier og et High cost carrier.

³⁶ sasgroup.net/en/invest-in-our-future/

Low cost carrier består af Easyjet, Norwegian og Ryanair, da deres forretningskoncepter er at tilbyde flyrejser til privat og forretningsrejsende til lavpris.

High cost carrier består af British Airways og Lufthansa, hvor deres forretningskoncepter er, at tilbyde flyrejser til privat og forretningsrejsende, hvor prisen er højere og her forventes mere service.

4 Strategisk analyse

Der er i den første del af opgaven givet et indblik i SAS som virksomhed og hvordan selskabet har udviklet sig igennem sin historie. Formålet med den strategiske analyse er, at finde de non finansielle vækstdrivere, som kan være med til at forudsige selskabets vækstpotentiale samt muligheder der ligger for SAS' tilfælde. Der vil i analysen blive inddraget områder, som har med luftfartsindustrien generelt og til dels SAS specifikt. Den første del af analysen vil analysere den uafhængige omverden for SAS, hvorimod den anden del tager udgangspunkt i en brancheanalyse af den skandinaviske luftfartsindustri. Til sidst vurderes SAS fremtidige strategi, som skal være med til at præge udarbejdelsen af budgettet, som skal bruges til værdiansættelsen af SAS. Markedet som analyseres er ind og udgående flytrafik fra Skandinavien, da dette er SAS primære branche.

4.1 PESTEL

I en PESTEL analyse, så analyseres en virksomheds uafhængige omverden. Den uafhængige omverden skal forstås på den måde, at det er de faktorer som kan være medbestemmende for virksomhedens afsætning og som virksomheden må udnytte eller tilpasse sig.³⁷ Disse faktorer har virksomheden meget lidt kontrol over, og kan ikke direkte have indflydelse på disse forhold. Der er følgende faktorer i en PESTEL analyse: politiske, økonomiske, sociokulturelle, teknologiske, miljø og lovgivning.³⁸ Der er lagt vægt på at de udvalgte elementer i analysen vurderes til at have store udfordringer eller muligheder for luftfartsindustrien og SAS.

4.1.2 Politiske

Der er kommet en ny præsident i USA, Donald Trump, som har lavet et dekret, som gør at der er oprettet et midlertidigt indrejseforbud i USA, hvis der er tale om borgere fra Syrien, Irak, Yemen, Sudan, Somalia og Libyen. Det er vedtaget til en prøveperiode på 90 dage. Dette betyder at flypassagerer fra disse lande eller med et dobbelt statsborgerskab såsom dansk/iransk, svensk/irakisk ikke vil få indrejse tilladelse i USA. Det har betydet at nogle passagerer ikke kan rejse med flyselskaberne, da de ikke kan komme ind i landet. Det har ligeledes indflydelse på selskabernes kabinepersonale, så selskaberne skal i deres rute og

³⁷ Understanding Strategic Management s. 48-49, Anthony E. Henry

³⁸ Understanding Strategic Management s. 48-49, Anthony E. Henry

besætningsplanlægning tage højde for dette forbud. Dette har allerede betydet at selskaber såsom SAS, Lufthansa og Emirates har lavet ændringer i deres vagtplaner som en direkte konsekvens af dette indrejseforbud. Mariam Skovfoged har udtalt *"Det er et omfattende arbejde, men det gør vi selvfølgelig, fordi vi forholder os til de love og regler, der er."* SAS har været ude at oplyse, at de billetter som er købt før d. 28. januar med dobbelt statsborgerskab kan få refunderet deres billetter, hvis der er problemer med at kunne komme ind i USA.³⁹ Forbuddet er blevet suspenderet igen, da en dommer fra Seattle har afgjort at forbuddet er i strid med landets forfatning, og det dermed udskudt på ubestemt tid. Det er blevet anket og der ventes nu svar fra en højere retsinstans i USA.⁴⁰ Dette vurderes at have en negativ indflydelse på selskabets omsætning, dog er det et begrænset problem for SAS, da deres kabinepersonale primært består af skandinaviske statsborgere samt passagerer primært også er fra Skandinavien.

Interessen fra ejerstaterne er præget i en mere politisk retning, da man stadig vil sikre en god samfundsøkonomisk interesse i fremtiden, da SAS tidligere har fløjet på essentielle ruter, København-Oslo, Oslo-Stockholm mm., som skal sikre en politisk interesse med samhandel.⁴¹ SAS har gennem tiderne gennemført flyvninger, som normalt og sandsynligvis ikke ville have været sket, hvis der ikke var sket støtte til disse ruter.⁴² Det kunne være ruter som Stockholm-Umeå, Oslo-Molde og København-Bornholm. Udviklingen af SAS' netværk siden 2003 har i dag betydet, at transferandelen i dag er på niveau med mellemstore lufthavne såsom Bruxelles. Denne udvikling har ført til at Københavns lufthavn nu er et knudepunkt, som repræsenterer en stor værdi for Danmark. En netværksrationalisering, hvor SAS lukker et antal af de interkontinentale ruter, og dermed reducere transfertrafikken vil have store omkostninger for Danmark i form af mistet tilgængelighed, mistet arbejdspladser og mindre omfang af rejsemuligheder for passagererne. Hvis det blev gjort op til at fire interkontinentale ruter blev nedlagt, så ville det medføre tab for samfundet på 3-5 mia. kr. samt at omkring 360 luftfartsjob vil blive nedlagt.⁴³

4.1.3 Økonomiske

Luftfartsbranchen er en branche, som er meget konjunktur følsom. Dette kan ses igennem nedenstående figur, hvor man kan se en positiv korrelation mellem world real GDP og World passenger traffic (ASK).

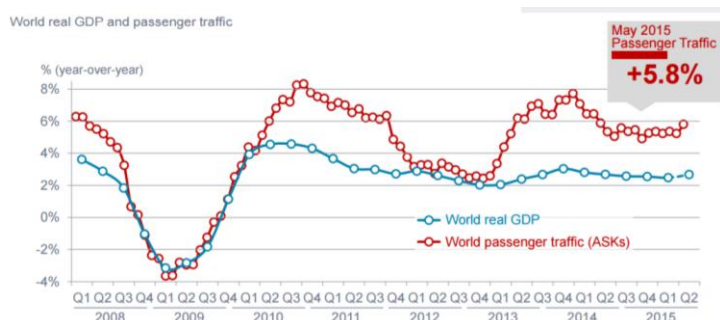
³⁹ Artikel: SAS lægger ny vagtplan efter USA's indrejse forbud

⁴⁰ Artikel: Dommer blokerer Trumps forbud

⁴¹ Sasgroup.net – About SAS

⁴² Sasgroup.net – About SAS

⁴³ Rapporten: Luftfartens samfundsøkonomiske betydning for Danmark s. 5



44

ASK er tilgængelig sædekilometer til rådighed for passagerkapacitet.⁴⁵

Der ses en form for korrelation mellem de to grafer, da væksten i BNP har en stor påvirkning på væksten i antallet af passagerer. Hvis man ser tilbage på 2008, hvor finanskrisen startede, så lå væksten i antallet af passagerer et niveau over væksten i BNP, og i takt med at finanskrisen fik sin indflydelse, så faldt begge til at have negativ vækst. I den periode lå BNP og antallet af passagerer omkring samme fald og stigningsprocenter. Dette blev ændret omkring primo 2010, hvor verden igen oplevede økonomisk vækst samtidig med at antallet af flypassagerer steg. BNP har ligget stabilt omkring 2-4 % i vækstprocent, mens antallet af passagerer har været mere volatilt. Det har i perioden fulgt BNP ved stigninger og fald, som det kan ses på figuren.

En af de største udfordringer i luftfartsindustrien er fuel cost, da dette er en nødvendighed for branchen at kunne levere flyrejser. Dette er den største eller næste største post i flyselskabernes regnskaber lige efter omkostningerne til personalet. Denne meget omkostningsfyldte post står for gennemsnitlig 25 % af de samlede driftsomkostninger i flyselskaberne.⁴⁶ Dette gør at der stilles meget høje krav til at kunne forbedre flyenes brændstofs effektivitet. SAS har en flyflåde på gennemsnitlig 11,3 år, hvor deres konkurrenter i lavprisselskaberne har en væsentlig lavere gennemsnitsalder på mellem 2-5 år.⁴⁷ Dette gør, at lavprisselskaberne har fly med forbedret effektivitet på brændstoffet, og dermed sikret dem en bedre konkurrencefordel i branchen.

⁴⁴ airbus.com/company/market/forecast

⁴⁵ Artikel: Passagerertrafik holder stærk trend

⁴⁶ Artikel: Fact fuel

⁴⁷ Se under teknologiske forhold.

Fuel Impact on Operating Costs

Year	% of Operating Costs	Average Price per Barrel of Crude (US\$)	Break-even Price per Barrel (US\$)	Total Fuel Cost
2004	17.3%	US\$38.3	US\$34.7	US\$65 billion
2005	22.2%	US\$54.5	US\$52.0	US\$91 billion
2006	28.1%	US\$65.1	US\$68.1	US\$127 billion
2007	29.8%	US\$73.0	US\$81.7	US\$146 billion
2008	35.6%	US\$99.0	US\$83.3	US\$203 billion
2009	28.3%	US\$62.0	US\$59.1	US\$134 billion
2010	28.3%	US\$79.4	US\$89.8	US\$151 billion
2011	30.7%	US\$111.2	US\$116.1	US\$191 billion
2012	33.2%	US\$111.8	US\$117.1	US\$228 billion
2013	33.2%	US\$108.8	US\$114.8	US\$231 billion
2014	31.3%	US\$99.9	US\$107.4	US\$224 billion
2015	27.3%	US\$53.9	US\$72.1	US\$180 billion
2016E	19.2%	US\$44.6	US\$62.1	US\$124 billion
2017F	18.7%	US\$55.0	US\$69.2	US\$129 billion

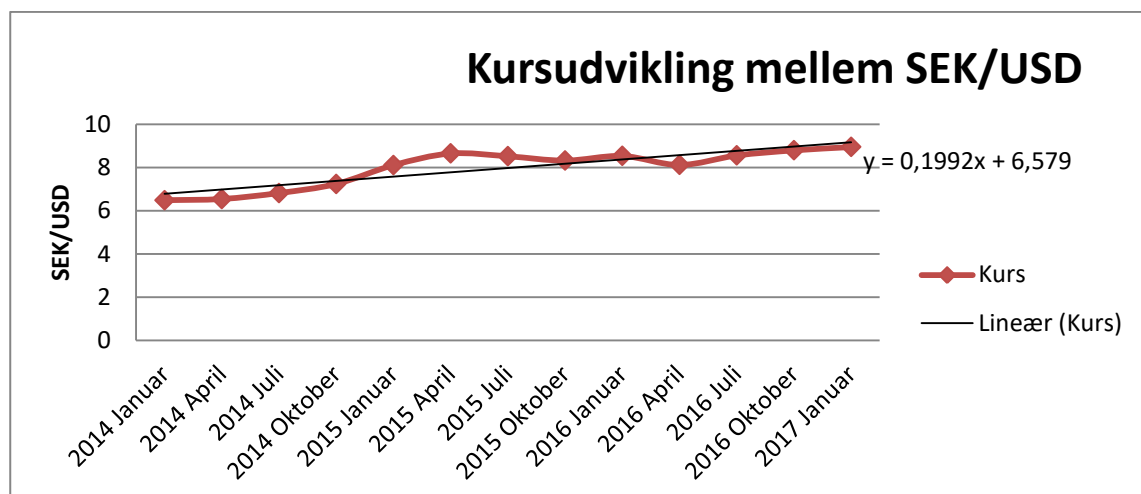
48

Figuren viser, at prisen på flybrændstof har en stor påvirkning på selskabernes omkostninger, hvor at prisen i 2011-2014, lå over 100 USD i gennemsnitspris, hvilket betyd at det i gennemsnit var omkring 30 % af flyselskabernes omkostninger. I et forecast for 2016 og 2017, så har IATA forudset at med den faldende tendens i prisen, så vil omkostningerne falde til omkring 19-20 %, hvilket betyder en forbedret indtjening til flyselskaberne på sigt, hvis dette forecast bliver realiseret.

Til sidst er der en anden økonomisk faktor som påvirker SAS, og det er valuta kursen, da selskabet bruger svenske kroner i koncernen. Et af SAS største omkostninger er til flybrændstof, og da alt brændstof handles til USD, så vil et fald i brændstofsprisen ikke kunne stå alene, da man også skal tage højde for valutakursen mellem SEK og USD.

I nedenstående figur er vist udviklingen mellem SEK og USD pr. kvartal fra januar 2014 til og med januar 2017.

⁴⁸ iata.org/economics



49

Her ses at udviklingen over de sidste 3 år har haft en negativ udvikling for SAS, da selskabets valuta er blevet svækket overfor USD. Den lineære regressionsanalyse viser, at tendensen er en stigning på 0,1992 kurspoint pr. kvartal.

4.1.4 Sociokulturelle

Et emne, som ligger dybt i rigtig mange passagerer er flysikkerheden. Det kommer frem igen og igen ved ulykker og katastrofer. Den største katastrofe, som folk husker, er terrorangrebet i USA d. 11. september 2001, hvor dette angreb med 4 flyvemaskiner dræbte mere end 2.977 mennesker.⁵⁰ Dette gjorde at de amerikanske luftfartsmyndigheder (FAA) fik udvidet listen over forbudte redskaber, så det nu også gjaldt husholdningsting, værktøj, redskaber og ting med en spids og skarp flade. FAA anbefalede også at man fik forstærket konstruktionen af døre til cockpittet, og fra 1. marts 2002 havde alle større luftfartsselskaber skiftet til nye og mere sikre cockpit døre.⁵¹ I 2006 havde 25 personer planlagt at sprænge adskillige transatlantiske fly i luften ved hjælp af flydende eksplosive væsker. Det medførte en begrænsning på at passagerer kun måtte tage 100 ml.⁵²

I 2009 forsøgte en Al-Qaeda terrorist at detonere plastisk sprængstof gemt i hans undertøj, og dette medførte kravet om kropsscannere, som blev introduceret i 2010.⁵³

Den globale sikkerhedskontrol er steget betragteligt i omkostninger, da det i dag koster over 40 milliarder kroner hos flyselskaberne, som har sendt det videre til passagerne i form af ekstra gebyrer f.eks. 9/11 fee

⁴⁹ Egen tilvirkning med data fra NASDAQ OMX Stockholm AB

⁵⁰ 911memorial.org/faq-about-911

⁵¹ Artikel: Dette har 9/11 betydet for luftfarten

⁵² Artikel: Dette har 9/11 betydet for luftfarten

⁵³ Artikel: Dette har 9/11 betydet for luftfarten

eller bare indlagt i den alm. billet pris.⁵⁴

Hver gang der sker en flyulykke, så er sandsynligheden for at et større antal personer kommer til skade eller dør er større. Dette gør, at passagerne føler sig utrygge med flyrejser. I 2014 var der ulykker omkring nedskydningen af Malaysia Airlines MH017, Transasia GE222 og Air Algerie AH5017, hvor samlet 459 passagerer og besætningsmedlemmer blev dræbt i ulykkerne. Dette skal ses i sammenhæng med at der hvert år rejser mere end tre milliarder mennesker, og så er denne statistik meget bedre end alm. transportformer som cykler og bil.⁵⁵

En anden stor påvirkning på SAS er selskabets overenskomstforhandlinger med fagforeningerne som repræsenterer de ansatte i selskabet. Her er foreningerne såsom Cabin Attendants Union, pilotforeningerne i Danmark, Sverige og Norge og HK luftfart for deres ground handling selskab. I Skandinavien er kulturen, at fagforeningerne forhandler på de ansattes vegne, som skal sikre bedre vilkår igennem mere ferie, løn og frihed mm. Dette er en stor interessekonflikt for SAS, da deres interesser er lavere løn, mindre frihed, mere arbejde osv.

Ved tidligere forhandlinger, så det er set at personalet har strejket som følge af at forhandlingerne gik i hårdknude. Dette har betydningen, at der sker aflysninger af planlagte flyvninger, som betyder mistet omsætning for selskabet samt passagerne måske vælger andre selskaber på denne baggrund. I juni 2016 strejkede de svenske piloter, da parterne ikke kunne nå til enig omkring en ny overenskomst. Det betød at selskabet måtte aflyse omkring 1.000 flyvninger. Det anslås, at denne strejke kostede SAS omkring 135 mio. svenske kroner.⁵⁶

Dette er ligeledes et problem for andre store og ældre selskaber, da de både i England og Tyskland også strejker, når disse forhandlinger går i hårdknude. Lufthansa piloterne havde i oktober en strejke på 4 dage, som betød mere end 2.600 aflyste flyvninger.⁵⁷ Derfor har denne kulturelle påvirkning en væsentlig påvirkning på selskabet.

4.1.5 Teknologiske

En af de største påvirkninger på selskabet er den teknologiske udvikling i branchen, da der hele tiden udvikles nye fly, som er bedre og billigere. SAS har skrevet i deres strategi at de investerer i fremtiden via køb af nye fly, hvilket giver god mening. SAS er i gang med at forny dele af deres nuværende flyflåde, da de nye er mere effektive og de skaber en bedre omkostningsminimering for selskabet. I oktober 2016 fik SAS leveret sit første nye Airbus 320neo, hvor fordelene ved dette fly er, at flyet bruger omkring 15-20 % mindre

⁵⁴ Artikel: Dette har 9/11 betydet for luftfarten

⁵⁵ Artikel: IATA "det er sikkert at flyve"

⁵⁶ Artikel: SAS strejke påvirkede indtjeningen

⁵⁷ Artikel: Lufthansa aflyser langruter lørdag

brændstof. Derudover oplever kunderne ligeledes en forbedret rejse oplevelse, da flyet er mere støjsikret, så rejsen bliver mere behagelig. Dertil kommer forbedret kabiner, som ligeledes øger kundeoplevelsen.⁵⁸ SAS bliver ligeledes nødt til at forbedre sig på dette punkt, da deres flyflåde har en gennemsnitsalder på 11,3 år⁵⁹. Lavprisselskabet Norwegian har en flyflåde med en gennemsnitsalder på 4 år⁶⁰ i deres selskab, som flyver i Europa, hvorimod deres selskab med langdistance flyvninger har en gennemsnitsalder på 2,1 år.⁶¹ Hvis der til gengæld kigges på de ældre selskaber, så har Lufthansa ligeledes en flyflåde med gennemsnitalderen på 11,3 år⁶². British Airways har en lidt ældre flyflåde på hele 12,6 år i gennemsnit.⁶³

Den teknologiske udvikling gør ligeledes at de forretningsrejsende får bedre muligheder såsom videomøder og videokonferencer igennem forbedret internet i verden, hvor dette bliver en mere fortrukket mødeform i mange virksomheder. Fordelene ved dette er man virksomheder reducere i deres rejseomkostninger, og reducere medarbejdernes ineffektive rejsetid.⁶⁴ Dertil kommer at internettet har gjort, at det for mange er blevet meget lettere og mere fleksibelt at booke sin flybillet. Dette gør, at kunderne i stor stil prøver at finde den billigste og mest optimale rejse igennem diverse søgemaskiner. Dette har medvirket til en større prisgennemsigthed i flybranchen, og det har sat branchen under en hård konkurrence på priserne. Dette har gjort at markedet for LLC, er dukket op, og har tiltrukket en masse private kunder, som bruger det til ferie, fornøjelser mm. Internettet har ligeledes hjulpet selskaberne, da kunder nu kan tjekke ind via apps og hjemmesiden, hvor det for SAS har betydet sparet personale i deres ground handling selskab, og de har dermed kunne spare en del på personaleudgifterne i selskabet.

Det sidste punkt, som påvirker flyselskaberne er en måske eventuel oprettelse af højhastighedstogforbindelser i Norden, da trafikken i dag er domineret af flytrafikken, som årligt flyver 3,6 mio. passagerer mellem København, Oslo og Stockholm. Der er omkring 13-15 daglige afgang herimellem.⁶⁵ Ved oprettelse af et højhastighedstog i Norden, så vil det betyde markant reduceret rejsetid med tog, hvor København-Oslo reduceres med 5 timer. Stockholm-Oslo med 2,5 time, og København til Stockholm med 1,5 time.⁶⁶ Dermed kan dette blive et større alternativ til fly, da disse tog, vil have direkte forbindelse til centrum af byerne, hvor lufthavnene ligger et stykke uden for byerne. Dertil kommer, at ved en flyrejse, så er der meget ventetid i form af bagageaflevering, sikkerhedskontrollen og igen

⁵⁸ SAS årsrapport 2015-2016 s. 8

⁵⁹ airfleets.net/ageflotte/SAS

⁶⁰ airfleets.net/ageflotte/Norwegian%20Air%20Shuttle

⁶¹ airfleets.net/ageflotte/Norwegian%20Long%20Haul

⁶² airfleets.net/ageflotte/Lufthansa

⁶³ airfleets.net/ageflotte/British%20Airways

⁶⁴ avcenter.dk/videokonference-11

⁶⁵ Observeret afgang i perioden 6/2-2017 og 10/2-2017

⁶⁶ Rapporten: Højhastighedstog i Norden s. 7

bagageafhentning og til sidst transport frem og tilbage fra lufthavnen til centrum i byerne. Dette kan have en direkte indflydelse på SAS og deres aktiviteter, da et af deres hovedprodukter er transport og netværk i Norden.

4.1.6 Miljø

Flyene er en af de største miljøsyndere indenfor transportsektoren, og grundet fly er hurtige transportmidler, så er flytrafikken steget med 73 % i EU fra 1995-2005, hvor biltrafikken til sammenligning kun er steget med 18 %. Denne udvikling skyldes flere ting såsom højere indtægter, og der er kommet en række LLC i branchen, hvilket gør at man tager oftere på weekendture i Europa eller dagsmøder for forretningsrejsende mellem f.eks. København og Stockholm. I dag står flytrafikken for ca. 2 % af verdens samlede CO₂ udledning.⁶⁷

Denne påvirkning på miljøet har betydet, at man har lavet et CO₂-kvote system i 2009. Det betyder at alle civile flyvninger ind og ud af EU samt internt i EU skal betale for CO₂-udledningen igennem et system, hvor man skal købe CO₂-kvoter til en markedspris. Disse indtægter skal gå til at fremme de teknologiske forbedringer inden for luftfarten.⁶⁸ Dette har betydet en ekstra udgifter i form af en afgift for flyselskaberne, og denne omkostning kan reduceres ved at opnå mere effektive og mindre CO₂ udledende fly.

Den anden udvikling er, at selvom der reguleres på området, så er almindelige virksomheder, passagerer og lign. begyndt at være mere miljøbevidste. En analyse fra tænketanken KRAKA viser, at mellem 2012 og 2015 er andelen af miljøbevidste organisationer og personer steget fra 12 % til 28 %.⁶⁹ SAS skriver årligt i sin årsrapport, hvor meget selskabet har udledt af CO₂ i regnskabsperioden. SAS havde i regnskabsperioden 2015/2016 udledt 4,1 mio. tons CO₂, hvor man til sammenligning havde udledt 3,8 mio. tons i 2014-2015. Stigningen skyldes at man har fået 4 flere fly i operativ tjeneste, og dermed en øget CO₂-udledning.⁷⁰ Norwegian beskriver i sin årsrapport fra 2015, hvordan selskabet prøver at reducere CO₂-udledninger, og dette gør Lufthansa ligeledes i deres årsrapport fra 2015. Dette er et område, som har stor interesse fra selskabernes corporate responsibility, hvor de viser hvilket indsats selskabet forsøger at gøre ifht. miljøet.

4.1.7 Lovgivning

Det er forsøgt i luftfartsbranchen, at forbedre konkurrencen ved at lave karteller. Dette er forbudt ved lov og de enkelte lande og EU holder skarpt øje med konkurrence udviklingen indenfor forskellige brancher. SAS har haft benyttet mulighed for oprettelse af karteller for at styrke deres marked. Den første sag kan

⁶⁷ Artikel: Flytrafik

⁶⁸ Artikel: Udledninger fra fly

⁶⁹ Artikel: Flere danskere går op i miljøpolitik

⁷⁰ SAS årsrapport 2015-2016 s. 11 og SAS årsrapport 2014-2015 s. 4

føres tilbage til 2001, hvor SAS havde indledt et "samarbejde" med Mærsk Air, hvor Mærsk nedlagde sin rute på strækningen mellem København og Stockholm, således at SAS fik monopol på ruten. Til gengæld så fik Mærsk forhåndsflyvninger på indenrigsruter i Danmark. SAS blev idømt en bøde på 291 mio. kr. på baggrund af denne aftale.⁷¹

En anden sag med SAS er fra 2010, hvor sagen drejede sig omkring fastsættelse af forhøjede fragtpriiser mellem 12 forskellige flyfragtselskaber. I den forbindelse blev SAS idømt en bøde på 70,5 mio. euro i november 2010 af EU-kommissionen. Sagen blev dog efterfølgende anket til EU-domstolen, som i december 2015 annullerede bøden.⁷²

Dette er et område, hvor der slås meget hårdt ned på i EU, og det er derfor vigtigt både for selskabet og andre aktører på markedet at der opereres inden for given lovgivning.

Et andet punkt som påvirker SAS er, at de tre regeringer i 2012 stillede en kreditfacilitet til rådighed overfor SAS. Sagen skyldtes, at man i november 2012 fik afslag på forhøjet kreditfaciliteter i bankerne.

Regeringerne i de tre lande, Danmark, Norge og Sverige gik derfor med til at finansiere halvdelen af den nye kreditfacilitet på 3,5 mia. kr. Dette fik sammenslutningen af europæiske lavprisselskaber til at klage til EU-kommissionen omkring ulovlig statsstøtte. SAS blev frikendt for dette, da der var tale omkring markedsvilkår for kreditfaciliteten, og kreditten ikke blev benyttet.⁷³ Det blev ligeledes påpeget, at staterne støttede SAS ved deres kapitaludvidelse i 2009 og 2010, hvor den danske stat gav tilsagn om at købe aktier for 600 mio. kr. i den i alt 4 mia. kr. store udvidelse. Easyjet langede ud efter staten for at støtte SAS.⁷⁴ Det er derfor et meget ømtåleligt emne for SAS' konkurrenter, da de føler at der bliver forskelsbehandlet i branchen, hvilket er naturligt, da staterne ejer ca. 42,8 % af selskabet.

4.1.8 Delkonklusion

Der er i denne analyse ved hjælp af PESTEL-modellen kigget på omverdensforhold, hvor SAS har begrænset eller ingen indflydelse på.

Det er i analysen belyst at der stadig er stor dansk politisk interesse i at bevare ejerskab i selskabet, hvor at den svenske og norske regering er begyndt at afhænde større dele af deres ejerskab. Udvikling i SAS og dens påvirkning i danske økonomi er en vigtig faktor, som spiller ind på valget om at frasælge aktierne i fremtiden for den danske regering.

Dertil kommer at udviklingen i den amerikanske politik har og kan få mere indflydelse på selskabets ruter til

⁷¹ Artikel: EU: SAS og Maersk Air bag kartel

⁷² Artikel: SAS frikendt i kartelsag

⁷³ Artikel: EU-kommissionen: SAS fik ikke ulovlig statsstøtte

⁷⁴ Artikel: Easyjet kritiserer statsstøtte til SAS

USA. Det er på nuværende tidspunkt blevet underkendt omkring indrejseforbuddet, men sagen er endnu ikke afsluttet.

SAS er et selskab som er meget konjunkturfølsomt, som det er belyst i ovenstående. Det er derfor nødvendigt for selskabet at polstre sig i opgangs tider, samt vinde markedsandele. I 2015 lå stigningen på flypassagerer mellem 5-6 % i stigning ved et BNP vækst på 2-3 %. Det vurderes at den fremtidige udvikling vil være på 2-3 % stigning i BNP, hvor at flypassagerer vil aftage en smule til omkring 3-5 % stigning over de næste par år.

IATA vurderer at selskabernes samlede omkostninger til brændstof vil falde fra ca. 30 % til ca. 19 % fra 2015 til 2017, men dette vurderes ikke reelt for SAS, som har en ældre flyflåde og derfor stadig vil bruge mere brændstof end deres konkurrenter i lavprisselskaberne. Dertil kommer, at udviklingen i SEK/USD vil ligeledes begrænse effekten af brændstofsbesparelser. SAS modtager i indenfor de næste 3-5 år en række nye fly som vil bidrage positivt til besparelsen. Det vurderes at SAS vil spare omkring 3 % i brændstofsomkostninger i de næste 3 år, hvor det efterfølgende vil være 1 % på baggrund af udviklingen i brændstofspriserne, kursen og de nye fly.

Den teknologiske udvikling vil i fremtiden have en positiv effekt på selskabets omkostninger, men det vil på nuværende tidspunkt være begrænset, og det vil ikke blive medtaget i budgetanalysen.

Miljø og lovgivning er faktorer, som kan have negative konsekvenser for selskabets omkostninger, da der kan komme nye regler og love omkring miljøet og yderligere afgifter på branchen for at forurene samt deres bidrag på ca. 3 % af den samlede CO₂-udledning.

4.2 Porter's Five Forces

I ovenstående analyse er der set på med et makroøkonomisk perspektiv, hvor der blev set på de faktorer som har en indflydelse på SAS og luftfartsbranchen. Nu vil der blive foretaget en brancheanalyse af flyindustrien med udgangspunkt i SAS. Formålet med denne analyse er, at se på de forskellige markeds kræfter, som der kan være hæmmende eller fremmende for virksomhedens mulighed for at tjene penge i fremtiden.

Porter's Five Forces er en model, som analyserer branchens attraktivitet igennem fem konkurrencekræfter, hvor de er delt op i to sæt. Det første sæt består af tre dele, som er truslen fra nye indtrængere, rivalisering mellem eksisterende virksomheder samt truslen fra substituerende produkter. Disse markeds kræfter fastlægger indtjeningsmulighederne i branchen.⁷⁵ Det andet sæt består af leverandørernes

⁷⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 62-63, Ole Sørensen

forhandlingsstyrke samt kundernes forhandlingsstyrke, hvor disse udgør input- og outputmarkederne. Disse input- og outputmarkeder fastlægger hvordan det aktuelle overskud påvirker branchens generelle forhandlingsstyrke.⁷⁶

4.2.1 Truslen fra nye udbydere

Truslen fra nye udbydere er bestemt til stede for SAS og luftfartsbranchen i Skandinavien, da det er forholdsvis let at åbne en rute fra København til f.eks. Stockholm. Der er to ting som har en relativ stor indflydelse på dette, hvor det ene er slots i lufthavnene og det andet er store kapitalkrav, når der skal oprettes en flyforbindelse.

For at man kan drive en rute i luftfartsindustrien, så er det nødvendigt at selskabet har en start/landingstilladelse, som man kalder slots i luftfartssprog. Når der skal laves fordelinger af disse såkaldte slots, så sker det i de danske lufthavne igennem Airport Coordination Danmark (ACD).⁷⁷

Når et flyselskab ansøger om en slot, så har selskabet rettigheden til denne slot i en sommer- eller vinterperiode, som forløber mellem marts til oktober og oktober til marts. Ved at selskabet udnytter den tildelte slot med 80 % eller derudover, så vil selskabet opnå en ret, som kaldes for "Grandfather rights". Dette betyder at selskabet automatisk er tildelt den præcise samme slot i den næste periode. Udnytter selskabet ikke deres tildelte slot med 80 % eller derover, så må selskabet sende en ny ansøgning til ACD, for at opnå adgang til den samme slot. Risikoen ved dette, er at et andet flyselskab er kommet først, og har ansøgt om netop den slot, da der uddeles slots efter først-til-mølle-princippet.⁷⁸

Det er derfor vigtigt for de eksisterende selskaber, at opnå denne fordel via automatisk tildeling af slots via "Grandfather rights". Det er derfor svært for et nyt selskab, at kunne opnå de rigtige "gode" slots, da alle de større luftfartsselskaber holder på dem. Slots er derfor en begrænset ressource i luftfartsbranchen, hvor de eksisterende selskaber har en fordel i forhold til nye indtrængere, men set i Skandinavien, så er der ledige slots, men SAS er stærkt repræsenteret her, hvorfor de har en klar fordel.⁷⁹

Det blev i slutningen af 2012 vedtaget i EU, at det nu blev muligt at handle med slots, hvilke betyder at selskaberne kan købe en bestemt eller bestemte afgangstider fra det andet flyselskab. I slutningen af 2015 solgte SAS en af deres 21 daglige "slots-par" i Heathrow Lufthavn for 60 millioner af dollars, hvilket svare til omkring 400 mio. kr. Hvis der ses på de øvrige 20 slots, så kan de have en værdiansættelse på omkring 8 mia. kr., hvis det opgøres efter samme princip som den solgte.⁸⁰ Disse slots udgør ligeledes en væsentlig

⁷⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 68, Ole Sørensen

⁷⁷ cph.dk/legacy/om-cph-old/profil/fakta-om-cph/lufthavnsudtryk--det-betyder-ordene/

⁷⁸ cph.dk/legacy/om-cph-old/profil/fakta-om-cph/lufthavnsudtryk--det-betyder-ordene/

⁷⁹ Bilag: Interview med Jacob Pedersen, Aktieanalysechef i Sydbank

⁸⁰ Artikel: SAS reducerer slots i heathrow

positiv konkurrenceevne for SAS, da efterspørgslen er stor samtidig med at dette til gode ser et bestemt kundesegment, nemlig de forretningsrejsende, som er SAS hovedmålgruppe.⁸¹

En anden stor barriere for nye indtrængende er, at det kræver et stort kapitalindskud at oprette nye flyafgange og forbindelse. Hvis der skal investeres i et nyt fly, så koster det mellem 530 mio. kr. op til 3 mia. kr. afhængig af flytypen. Den mest udbredte version i verden er Boeings model 737-800, som koster 672 mio. kr., hvor modsvaret fra Airbus en A319 koster ca. 634 mio. kr.⁸² Dette viser, at der er tale om ret store anlægsinvesteringer for at kunne komme ind på markedet. Skal det samtidig være en meget konkurrence dygtig flåde, så kræver det væsentlige kapitalbindinger i opstarten.

Det er muligt for selskaberne at bruge fly de ikke selv eje igennem leasingaftaler, som gør at nystartede eller oprettede selskaber kan skaffe sig konkurrencedygtige fly uden store kapitalbindinger på ca. 500-700 mio. kr. Fordelen ved leasing er at man minimere sin kapitalbinding, men en stor ulempe er, at man er ekstra sårbar, hvis der sker fald i selskabets omsætning, da man normalt ikke kan udtræde af forpligtelserne på kort sigt, hvor man ved et ejerskab kan sælge ud af flyene.⁸³ Den form for udnyttelse af fly begrænser fleksibiliteten for selskabet, og selskabet skal være sikker på at kunne afsætte de pågældende sæder, da det ellers kan blive en bekostelig affære for et ny startet selskab.

Det er nemmere for allerede eksisterende flyselskaber at indsætte fly på SAS ruter. Dette er set med Norwegian og Ryanair, som flyver på mange af de samme ruter.

4.2.2 Truslen fra udbydere af substituerende produkter

Der blev i PESTEL-analysen analyseret, at den største konkurrent til flyrejser er højhastighedstog, hvor EU endnu ikke har det store højhastighedsnetværk, så det vil primært være kortere strækninger, hvor dette reelt vil være en substitut til flyrejserne. SAS har primært korte flyvninger i Skandinavien, hvor en højhastighedsforbindelse til centrum i byerne vil være en stor konkurrent, da man ved flyrejser har en del spild tid ved transport til og fra lufthavnen, check-in, security check, ombordstigning, bagageudlevering mm. Dette vil være reduceret til et minimum, da det kun vil være ombordstigningen, som vil være aktuelt grundet beliggenhed og ingen ventetid. Forskellen består primært igennem hastighedsforskellene, hvor et passagerfly flyver omkring 700-900 km/t.⁸⁴ I togene varierer hastigheden meget, hvor det svinger mellem 300-600 km/t, hvorfor det reelt på nuværende tidspunkt er hurtigst i fly.⁸⁵ Forskere forsøger at lave et højhastighedstog, som skal kunne køre 2.900 km/t, hvilket vil gøre det endnu mere attraktivt at foretage

⁸¹ Bilag: Interview med Jacob Pedersen, Aktieanalysechef i Sydbank

⁸² Artikel: Så meget koster et nyt passagerfly

⁸³ Principles of Corporate Finance s. 640-641, Richard Brealey & Stewart Myers & Franklin Allen

⁸⁴ Boeing.com/kommercial

⁸⁵ Artikel: Japansk tog sætter verdensrekord

togrejser i stedet for flyrejser.⁸⁶

Højhastighedstog har lange udsigter i Norden, selvom der er undersøgelser i gang med at se på mulighederne. Det vil derfor være lange udsigter til en fuld implementering af dette. Derudover vil det give udfordringer i det nordiske terræn, da der er bjerge, floder mm, som vil gøre arbejdet meget omkostningsfuldt. Det vil derfor være meget dyre investeringer, som skal foretages inden dette vil blive et rigtigt substituerende produkt.

En anden trussel mod luftfartsindustrien er den stigende brug af videokonferencer mm, hvor dette kan flytte en del forretningsrejsende passagerer væk fra flyrejser. Videokonferencer gør det muligt at kommunikere med hele verden på blot få sekunder, hvor der dermed kan spares omkostninger for virksomhederne ved flybilletterne og tidsforbruget for de ansatte ved rejseaktiviteten. Et bredt studie blandt store internationale virksomheder viser, at det primært vil være til daglig kontakt og spørgsmål, hvor der ved større og mere komplicerede beslutninger kræver den personlige kontakt.⁸⁷

Luftfarten står samlet set med stadig en unik position, hvor der på kort og mellemlang sigt ikke er nogle reelle trusler, da det der vil gå lang tid før et produkt kan være helt substituerende. Dette kan dermed konkluderes at flybranchen i Skandinavien har en begrænset risiko overfor substituerende produkter.

4.2.3 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Det er en branche, hvor der er en hård konkurrence mellem selskaberne om at skabe vækst og få passagerne til at vælge dem frem for konkurrenten. Det er beskrevet ovenfor i PESTEL, at verdens BNP vækst hænger sammen med væksten i passagerer, hvor at med verdens positive konjunkturer på omkring 2 % i væksten i BNP, så vil dette ligeledes have en positiv effekt på passagerer antallet i fremtiden. Det vurderes af IATA, at der i 2035 vil være dobbelt så mange flypassagerer, hvis væksten fortsætter med gennemsnitlig 3,7 % årligt.⁸⁸

Dette betyder, at passagerer fra ikke vestlige lande kan tiltrækkes til Europa, da deres købekraft vil stige med årene. Dette vil være et marked, som er interessant for netværksselskaberne, da de vil kunne opnå pæne stigninger igennem deres samarbejdspartnere og egne ruter.

Der vil i denne analyse blive fokuseret på tre nøgletal fra flyindustrien, for at kunne vurdere rivaliseringen mellem selskaberne. De fire nøgletal er ASK, RPK samt Load faktor.

⁸⁶ Artikel: Nyt lyntog skal kunne køre 2900 km/t

⁸⁷ Global Airlines – competition in a transnational industry, side 37, Pat Hanlon

⁸⁸ Artikel: Dobbelt så mange flypassagerer

ASK er en forkortelse for *Available Seat Kilometer*, hvor dette udtryk målet et luftfartsselskabs kapacitet, og det bliver beregnet således: Antal sæder i flyet * Distancen flyet tilbagelægger.

Dette er et nøgletal for flyselskaberne, som de selv kan påvirke ved løbende at justere flyene på ruterne efter efterspørgslen og konkurrencesituationen for bedst muligt at optimere driften.⁸⁹

Oversigt over selskabernes ASK på koncernniveau i mio.			
	2014	2015	2016
SAS	45.158	44.289	48.620
British Airways	170.917	174.274	-
Lufthansa	268.104	273.975	-
Ryanair	125.391	128.245	-
Easyjet	79.525	83.846	87.724
Norwegian	46.479	49.028	57.798

Kilde: Selskabernes årsrapporter samt egen opstilling

Det har ikke været muligt at finde oplysninger på selskabernes ASK på det skandinaviske marked, hvorfor der i denne tabel er taget udgangspunkt i koncernens tal samt at selskaberne ikke har opgivet tallene i deres nyeste regnskaber. Denne tabel viser at SAS generelt er en lille spiller i en stor industri, hvor at SAS har den fordel at have en væsentlig markedsandel kun på det skandinaviske marked, hvor Norwegian er den største konkurrent. ASK er et vigtigt nøgletal for at kunne se på selskabernes øgede aktiviteter, hvor SAS er det eneste selskab med en tilbage gang fra 2014 til 2015. Stigningen i ASK kan i høj grad kombineres med den stigende flytrafik, som kunne ses under PESTEL.

Det næste nøgletal er RPK, som står for *Revenue Passenger Kilometer*. Dette tal viser passagertrafikken i selskabet, og er et tegn på selskabets efterspørgsel blandt kunderne. Det beregnes således: Solgte antal flyrejser * antal kilometer rejser er.

RPK er sammenspillet mellem antal passagerer per flyvning og flyvningens længde i km.⁹⁰

Oversigt over selskabernes RPK på koncernniveau i mio.			
	2014	2015	2016
SAS	34.714	33.781	36.940
British Airways	138.431	142.016	-
Lufthansa	214.643	220.400	-
Ryanair	103.752	113.184	-

⁸⁹ moneyterms.co.uk/ask-available-seat-kilometre/

⁹⁰ moneyterms.co.uk/rpk-revenue-passenger-kilometres/

Easyjet	72.933	77.619	81.496
Norwegian	37.615	42.284	50.798

Kilde: Selskabernes årsrapporter samt egen opstilling

Selskabernes stigninger i RPK er i sammenhæng med stigningerne i ASK, da det afspejles i dette, at den generelle tendens i branchen er stigende aktivitet.

Det tredje og sidste nøgletal er Load faktor, som måler selskabets samlede kapitaludnyttelse, og det beregnes som RPK's procentandel af ASK, og det er således: $\frac{RPK}{ASK}$.

Dette nøgletal viser selskabets effektivitet, og hvor godt selskabet formår at få afsat sine flyrejser. Dette tal tager ikke højde for den samlede rentabilitet, og derfor kan meget billige billetter blive medtaget som normale billetter.⁹¹

Oversigt over selskabernes Load Factor i %			
	2014	2015	2016
SAS	76,9	76,3	76
British Airways	81	81,5	-
Lufthansa	80,1	80,4	-
Ryanair	90,6	91,5	91,6
Easyjet	83	88	93
Norwegian	80,9	86,2	87,7

Kilde: Selskabernes årsrapporter samt egen opstilling

Dette nøgletal er interessant, da selskabet her viser hvor godt det udnytter den samlede kapital og dermed hvor effektivt selskabet drives samt afsætning af flyrejserne. SAS er i den lave ende i denne tabel, da det kan ses at de "gamle" netværksselskaber ligger på 76-81,5 %, hvor at de nye lavprisselskaber er klart bedre til at udnytte deres forretningsmodel.

Der er endnu et nøgletal, som er *Yield*, som beskriver selskabets omsætning pr. fløjet passagerkilometer.⁹² Nøgletallet bruges til at se på om selskabet har forhøjet sin load faktor igennem salg af nedsatte billetter. Det er kun SAS & Norwegian som oplyser dette i selskabets årsrapporter, hvor udviklingen har været således:

⁹¹ businessdictionary.com/definition/load-factor

⁹² Bilag 1: Interview med Jacob Pedersen, Aktieanalysechef i Sydbank

I SEK	2014	2015	2016
SAS	0,91	1	0,91
Norwegian	0,41	0,41	0,37

Kilde: SAS årsrapporter & Norwegian Traffic Figures samt egen opstilling

Dette viser at selskabet har et nogenlunde konstant niveau i deres Yield over de sidste 3 år. Dette er klart et nøgletal, som selskabet ønsker at forbedre, da det viser hvordan selskabets omkostninger i forhold til den endelige rentabilitet for driften. SAS vil naturligt have en højere Yield grundet at selskabet har højere omkostninger i forhold til deres konkurrenter og i særdeles lavprisselskaberne.

Der vil nu blive set på branchens markedsandele, hvor det med udgangspunkt i SAS opgjorte ASK, da selskaberne ikke rapportere deres ASK på de enkelte markeder. Norwegian har f.eks. baser i udlandet hhv. Gatwick og 4 stk. i Spanien. Det er oplyst i selskabets årsrapport at de har 15 % af markedsandelene i disse markeder⁹³ Dette gøres kun for Norwegian, da dette er SAS største konkurrent i Skandinavien.

Year	ASK		Market Share		
	SAS	Norwegian	SAS	Norwegian	Nordic marked ⁹⁴
2013	44.629	30.683	32 %	22 %	139.466
2014	45.158	31.474	33 %	23 %	136.842
2015	44.289	31.833	32 %	23 %	138.403
2016	48.620	35.289	31 %	22,5 %	156.839

Kilde: SAS årsrapporter 2013-2016 samt egen opstilling

Denne udvikling viser at markedsandelene er stort set uændret over 4 år, men det kan ses at der har været en væsentlig stigning i den generelle trafik, som begge selskaber har nydt godt af. Det skal bemærkes at Norwegian er steget kraftigt i selskabets samlede ASK, hvor det er steget fra 34.318 mio. til 57.910 mio. kr. hvilket skyldes deres satsning på flyvninger på markedet i England og Spanien.⁹⁵

Dette viser, at branchen er meget præget af intensiv konkurrence, hvor det primært er lavprisselskaberne, som har oplevet størst vækst, hvilket understøttes af udviklingen i ASK. Markedet oplever stigende efterspørgsel generelt, men det er lavprisselskaberne, som vinder mest på denne efterspørgsel. Denne høje

⁹³ Norwegian årsrapport 2015 s. 13

⁹⁴ Beregnet som SAS, ASK, divideret med markedsandelen

⁹⁵ norwegian.com/dk/om-os/company/investor-relations/reports-and-presentations/monthly-traffic-figures/

konkurrenceintensitet gør at SAS ikke vil opnå ligeså store stigninger i indtægten, som markedet og derfor vurderes at SAS omsætning vil stige med 3 % årligt de næste 3 år.

4.2.4 Truslen fra leverandører

Det er tidligere beskrevet, hvordan markedet for flyproducenterne domineres af de to giganter, det europæiske Airbus og den amerikanske Boeing. Dette marked er kendetegnet ved at være et differentieret duopol, da der er tale om et heterogent marked med to store udbydere. Der er stor konkurrence mellem producenterne, og hvert år bliver der lavet analyser på hvilken flyproducent, som henter flest nettoordre, og dermed vinder markedsandele det år. I 2016 havde Airbus 731 netto ordrer, hvor Boeing ligge lidt efter med 668, hvilket ikke er prangende for de to producenter, da dette er det laveste antal ordre efter finanskrisen i 2008. Rekordårene hos de to flyproducenter ligger med et antal nettoordre på over 1.000, som det sås inden finanskrisen og i 2012 og 2013.^{96 97}

Airbus har altid ligget lidt efter Boeing i leveret fly, da Airbus først kom på markedet efter Boeing. Airbus begyndte først i 1960'erne at producere fly, hvor det første fly var en A300.⁹⁸ Boeing var allerede i 1930'erne ude med deres først passagerfly, hvor dette var med deres 307.⁹⁹

For første gang i historien, så forventes det i 2017 at Airbus kan overhælde Boeing i leveret fly, da Airbus har mulighed for at levere flere fly i A350 end Boeing kan med deres 787, som er 2 sammenlignelige fly.¹⁰⁰ Konkurrencen mellem de to flyproducenter er hård, og de forsøger hele tiden at lave nye og bedre fly, som kan have en konkurrencemæssig fordel overfor den anden part. Der findes andre flyproducenter, som er meget mindre og har begrænset indflydelse på markedet, hvorfor disse ikke regnes for væsentlige flyleverandører til den Skandinaviske flytrafik.

SAS opererer primært i deres flyflåde med både Boeing og Airbus, da de har 44 Airbus fly, hvor dette er en blanding mellem kort og langdistance fly. De har 82 Boeing fly, som er en 737, hvor dette er kortdistancefly fra primært Sverige og Norge. Airbus flyene er primært fra København, dog ikke langdistance flyene, som opererer fra alle tre hubs.¹⁰¹ Derudover, så har SAS 19 stk. CRJ 900 fly samt 13 ATR72, som hovedsageligt bruges på korte indenrigsflyvninger og mindre ruter såsom, København-Ålborg og København-Gøteborg.

⁹⁶ airbus.com/presscentre/corporate-information/orders-deliveries/

⁹⁷ boeing.com/company/general-info/#/orders-deliveries

⁹⁸ airbus.com/company/history/

⁹⁹ boeing.com/history/

¹⁰⁰ Artikel: Airbus vs. Boeing

¹⁰¹ SAS årsrapport 2015-2016 s. 15

SAS flyflåde er af ældre dato, som beskrevet tidligere, og dette har medført at selskabet har lagt en ordre hos Airbus på 30 nye A320neo og 8 A350 fly, som er hhv. kort og langdistance fly.¹⁰² SAS har en god position overfor Airbus og Boeing, da begge producenter gerne vil have deres ordre, men grundet konkurrencen og duopol markedet, så vurderes det at producenterne har en god forhandlingsstyrke overfor flyselskaberne i Skandinavien, og resten af verden. Der vil i fremtiden blive forsøgt at trænge ind på dette marked, men som Jacob Pedersen siger i interviewet, så vil flyselskaberne forsøge at afkomplilere flyflåden, og gøre deres forretningsmodeller mere strømlinet, og dermed står man tilbage med de store flyproducenter.¹⁰³

En anden trussel mod SAS er leverandørerne af flybrændstoffet, da det normalt leveres igennem lufthavnene, og kan variere meget i pris. Priserne på flybrændstof fastsættes løbende ud fra tendenserne i oliepriserne, som er nævnt i omverdensanalysen. SAS er en meget lille spiller på flymarkedet generelt, da der findes større selskaber såsom Ryanair, Norwegian, Lufthansa mm. De har derfor ikke den store forhandlingsstyrke overfor disse leverandører, som de større selskaber vil have igennem deres større forbrug. Olieprisen svinger meget i værdi, som ligeledes er set på tidligere, hvor den har været over 110 USD og nede på 45 USD pr. tønde olie. SAS forsøger at udligne disse udsving i flybrændstof igennem hedging, hvilket betyder at selskabet forud køber brændstoffet til en aftalt pris, hvor at risikoen dermed bliver afdækket. Den største fordel for selskabet er, at det opnår budgetsikkerhed i en periode frem samt ved opadgående trendkurver i olieprisen, så kan selskabet spare mange penge igennem hedging. Ulempen er helt klart, at selskabet kan miste potentielle gevinster ved faldende priser, da selskabet har lavet fast pris aftaler. Dette blev set i 2015, hvor selskabet mistede en potentiel gevinst på et trecifret millionbeløb grundet hedgekontrakterne.¹⁰⁴ Tilbage i tiden, så havde brændstofsleverandørerne en forholdsvis stor magt, da det var præget af monopollignende forhold, som gjorde, at udbydere sat priserne til en overpris for brændstoffet. Dette er i dag reduceret, men i mindre lufthavne vil dette stadig kunne ses, da der er en eller to udbydere.

Dette er en nødvendighed for selskaberne for at kunne agere og levere deres produkter, hvorfor de har en grad af påvirkning fra disse leverandører.

Som et led i selskabets omstruktureringsprogram og strategi "4excellencenextgeneration", så har selskabet besluttet for at Københavns Lufthavn skal anvendes som selskabets hovedbase, hvor at baserne i Oslo og Sverige primært flyver til og fra Europa med enkelte afgang til og fra Asien. Københavns Lufthavn skal ligeledes fungere som selskabet transitlufthavn for selskabet til dets destinationer samt

¹⁰² sasgroup.net/en/sas-opgraderer-kort-og-mellemdistancefladen-og-installerer-naeste-generations-wifi/

¹⁰³ Bilag 1: Interview med Jacob Pedersen, Aktieanalysechef i Sydbank

¹⁰⁴ Artikel: SAS glipper trecifret milliongevinst

samarbejdspartnere, når de skal videre til Asien eller Amerika.¹⁰⁵ Der er begrænset muligheder for selskaberne i Skandinavien at ligge deres baser, da et få tal af lufthavne kan rumme den mængde afgang, plads og behov, som et selskab som SAS kræver. SAS kan derfor primært kun vælge mellem Oslo, Stockholm og København til deres hovedbaser. Dette gør at lufthavnene har en forholdsvis stor magt. Københavns Lufthavn vil i fremtiden udvide lufthavnen til at kunne modtage omkring 40 millioner passagerer mod i 2016 at have ligget på ca. 27,5 mio. passagerer. Dette kræver en investering for omkring 20 mia. kr., hvor at formålet er at skabe forbedret muligheder for at tiltrække rejsende og blive Nordeuropas førende lufthavn.¹⁰⁶

SAS har en markedsandel på omkring 42 % af afgang fra Københavns Lufthavn, hvorfor SAS har en forholdsvis stor indflydelse på lufthavnen, da det er den største enkelt stående kunde, hvor Norwegian kommer på andenpladsen med omkring 15 % i afgang.

SAS har ligeledes store markedsandele i Oslo og Stockholm, hvor de har 40 % og 48 % af afgangene, hvilket gør dem til en stor operatør, og med en forholdsvis stor indflydelse på lufthavnene.¹⁰⁷

Samlet set, så vurderes lufthavnene at have en lille forhandlingsmagt, da de er afhængige af flyselskaberne, og i Skandinavien er de afhængige af SAS og deres store position. Derudover, så vil lufthavne og selskaberne opnå en fordel ved at samarbejde, da det vil betyde øget muligheder for fremtiden.

Den sidste trussel fra leverandører er det medarbejderne, da denne gruppe udgør ca. 24 % af de samlede udgifter, hvilket gør at det er en af de største poster i regnskabet.

SAS har forsøgt at reducere disse omkostninger igennem de seneste års omstrukturering og via strategien "4excellencenextgeneration", hvor selskabet har fokuseret på at reducere deres samlede omkostninger i selskabet, for at kunne være mere konkurrencedygtige over for lavprisselskaberne. Det er tydeligt at se i regnskabet at omkostningerne over de seneste 4 år er reduceret.

Mio. SEK	2012-2013	2015-2016	Ændring
Payroll expenses	-11.451	-9.105	-20,49%
Payroll part of total costs	28,94 %	23,63 %	-5,31 %
Average number of employees	14.127	10.710	-24,19 %

Kilde: SAS Årsrapporterne 2012-2013 samt 2015-2016 og egen tilvirkning

Dette er en meget positiv udvikling for selskabet, da selskabet tidligere har haft større udgifter til personalet, og det er et punkt, som fortsat er i fokus på selskabet. SAS har planer om at oprette de nye

¹⁰⁵ SAS årsrapport 2015-2016 s. 15

¹⁰⁶ Artikel: Expanding CPH

¹⁰⁷ SAS årsrapport 2015-2016 s. 14

baser i London og Spanien, og ved dette, så har de muligheden for at spare på lønudgifterne, da lønniveauet er op til ca. 40 % lavere i disse lande end i Skandinavien. Dette skal lige pointeres, at selskabet er et skandinavisk selskab, hvor deres forretningsmodel er at fragte passagerer ud tidligt om morgenen fra deres baser, hvilket ikke vil kunne lade sig gøre igennem de nye baser.

Udviklingen i ovenstående er sket på baggrund af selskabets strategi om fokusering på kerneforretningen. De har derfor frasolgt nogle dele, som har forbedret området samt lavet nye overenskomster, som har bidraget positivt. Det er vigtigt at bemærke, at SAS stadig er i gang med at reducere personaleomkostningerne, og dette er nødvendigt for at kunne levere en rentabel forretningsmodel på sigt, da lavprisselskaberne har meget lavere gennemsnitsomkostninger til lønninger grundet overenskomsterne. Disse fagforeninger er klart et stort problem for SAS hver gang der skal forhandles nye overenskomster. Alle SAS' medarbejdere er organiseret i en fagforening og det er Ground Handling, kabinepersonalet eller piloterne, så er der fagforeninger for hver af parterne, hvilket modarbejder SAS' muligheder for en stor forhandlingskraft. Dette er set bare tilbage i 2016, hvor den svenske pilotforening SPF valgte at strejke med deres 400 medlemmer, som primært bistod kortdistanceflyvninger. I alt blev omkring 250 flyvninger aflyst, hvor de berørte ca. 20.000 passagerer i Skandinavien.¹⁰⁸ I 2015 strejkede kabinepersonalet grundet omstruktureringen fra SAS til Cimber, hvor dette betød aflysninger på ca. 50 afgang.¹⁰⁹ SAS forhandlingsstyrke er begrænset i disse tilfælde, hvor at fagforeningerne har en stor magt og indflydelse på selskabets drift ved konflikter.

Det vurderes at forventningerne til fremtiden er en yderligere reduktion i personaleomkostningerne, hvor det i de næste 3 år vil være ca. 2 % årligt, hvorefter det forventes at være på et stabilt niveau igen, og med små stigninger. Det kan have større betydning ved åbningerne af baserne i London og Spanien, men på nuværende tidspunkt, så vil det have en meget begrænset effekt, hvorfor dette ikke medtages senere.

4.2.5 Købernes forhandlingsstyrke

Der er to vigtige faktorer som påvirker købernes forhandlingsstyrke, kundernes prisfølsomhed og relativ forhandlingsstyrke. Prisfølsomheden betyder i hvor stort og i hvilket omfang kunderne bekymrer sig om at forhandle prisen, mens den relative forhandlingsstyrke bestemmer, i hvor stort omfang det lykkes for køberne at presse prisen ned.¹¹⁰

For at analysere købernes følsomhed, så er der blevet lavet en markedsundersøgelse i form af et spørgeskema, hvor der har været 203 respondenter samt der er lavet 2 supplerende interviews til at dække

¹⁰⁸ sasgroup.net/en/svensk-pilotstrejke-fortsaetter/

¹⁰⁹ Artikel: SAS strejke holder over 50 fly på jorden

¹¹⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 68, Ole Sørensen

følsomheden, da de kvantitative data ikke kan stå alene. De 2 interviews som er kvalitative data medvirker til at undersøgelsen opnår metodetriangulering.¹¹¹ Spørgeskemaet er blevet valgt, for at få en overordnet idé omkring kundernes efterspørgsel. Det er et kort standardiseret spørgeskema. Der er ligeledes blevet udarbejdet et standardiseret interview med 2 udvalgte personer, for at få lidt dybere svar samt at gøre undersøgelsen mere valid og opnå metodetriangulering.

I markedsundersøgelsen, som kan ses i bilag 2, har der været 203 respondenter, hvor 37,44 % er mænd og 62,56 % er kvinder. Ud fra denne fordeling, så har respondenterne primært været mellem 27-64 år, som udgør 56,16 % af den samlede mængde, mens andelen under 26 år er 36,41 %.¹¹²

I spørgsmål 4 omkring antal gange man har fløjet det seneste år, så har 30,05 % fløjet over 5 gange, hvilket er SAS hovedmålgruppe, da deres målgruppe er "frequeunt flyer", hvor de rejser over 5 enkelte rejser om året. Den næststørste gruppe er 1-2 gange, som udgør 28,57 % af besvarelserne, hvor dette typisk er en enkelt ferie om året med en retur billet. 21,67 % har ikke fløjet indenfor det seneste år, mens 19,7 % har fløjet 3-4 gange det seneste år. Dette viser, at samlet så har 49,75 % af de adspurgte fløjet 3 gange eller derover. Disse to grupper vil kunne bidrage positivt til væksten i SAS, hvis det er muligt at blive kundernes foretrukne flyselskab, da kunderne den vej igennem vil prioritere at købe deres billetter hos SAS. Det primære formål med rejserne har været privat, da de har stået for 85,86 % af besvarelserne, hvilket viser at de fleste personer flyver privat, hvilket også ovenstående analyser har vist, at det er privatrejsende og den private trafik, som primært vil stige i fremtiden.¹¹³

Valget af flyselskab består primært igennem punktligheden samt prisen på billetten, da respondenterne har svaret stor betydning med henholdsvis 54,68 % og 54,19 %. Kunderne vil også gerne kende den endelige pris fra starten, da de ikke vil blive krævet ekstra gebyrer for bagage, sædevalg mm., hvor at de samlet har svaret 75,86 % med rimelig eller stor betydning. Dette har SAS formået at aflæse på kunderne samt tilpasse deres produkter, da de netop tilbyder de færdige pakker ved SAS GO, SAS Plus og Business.

Derudover spiller fleksibiliteten, antallet af destinationer samt nye og moderne fly en supplerende faktor, da disse forhold har henholdsvis 60,6 %, 65,52 % og 66,99 % har valgt rimelig eller stor betydning for valget. Derfor er det vigtigt for flyselskaberne, at de har et tilfredsstillende antal afgang samt de har et stort udbud af destinationer. Dertil kommer at køberne primært gerne vil flyve med nye og moderne fly, som øger deres oplevelse.

Kunderne foretrækker at flyve med SAS, da 33,99 % af besvarelserne har svaret dette, hvor Norwegian er på andenpladsen af flyselskaberne med 22,66 % af besvarelserne, mens hele 28,57 % ikke har nogen

¹¹¹ Den skinbarlige virkelighed, s. 267

¹¹² Se bilag 2

¹¹³ Se bilag 2

præference for valg af flyselskab. Denne gruppe kunne være interessant at undersøge nærmere for andre forhold, som kunne gøre at de valgte SAS som deres flyselskab i fremtiden. Kunderne begrundet deres valg med følgende: service, stort antal afgang, billige billetter samt punktlighed. Dette er primært kundernes empiriske besvarelse, mens nogle få mener at overenskomster har en betydning på deres valg.

Lotte svare i sit interview, som kan ses i bilag 3, at det primært er prisen samt servicen hos den private rejsende. Hans, som kan ses i bilag 4, svare at antallet af afgang samt servicen er af afgørende betydning for deres valg af flyselskab. Lotte udtrykker samtidig at Norwegian og SAS yder den stort set samme service, hvor Norwegian er betydelig billigere end SAS.

Den primære konklusion på undersøgelserne viser, at priserne og punktligheden spiller en afgørende betydning for valget af flyselskab. Dette viser at prisfølsom for flybilletter er høj, da man nemt og hurtigt at finde et andet alternativ.

Den relative forhandlingsstyrke for køberne er relativ lav, da det primært er enkelt personer, som køber billetterne, og de har på ingen måde samme forhandlingsstyrke på prisen, som et større selskab vil kunne opnå. Statoil forlængede deres aftale med SAS i 3 år med mulighed for en option på yderligere 2 år. Dette betyder at selskabet Statoil vil benytte SAS og Widerøe til selskabets flyvninger.¹¹⁴ Statoil er et selskab med over 20.500 ansatte med operationer i over 30 lande¹¹⁵, hvilket gør at det er en attraktiv aftale for et netværksselskab at indgå med firmaer. Statoil vil alt andet lige have en betydelig større forhandlingsstyrke overfor SAS end en alm. privatkunde, da selskabet har en større købsvolume end en almindelig forbruger.

4.2.6 Opsamling på Porter's Five Forces

Truslen fra nye udbydere og truslen fra substituerende produkter er af begrænset karakter, og dette vurderes at SAS skal have et minimalt fokus på disse områder, da luftfarten stadig har en unik position samt at det er begrænset med nye udbydere, da markedet er godt mættet.

Der sker en stor rivalisering i branchen, som gør at lavprisselskaber presser prisen så meget, at de store netværksselskaber har svært ved at sikre den nødvendige avance for selskabet. SAS' store udfordring i denne situation er, at det kun er et mellemstort flyselskab, hvor at de andre større netværksselskaber, Lufthansa og British Airways, er op til 5 gange større målt på ASK. Dertil kommer at SAS igennem deres overenskomster har væsentligt højere udgifter til personale end alle deres konkurrenter. Lufthansa har ligeledes problemer med dette, men lønniveauet i Skandinavien er tilmed højere end Tyskland, hvilket giver

¹¹⁴ Artikel: SAS signs new deal with Statoil

¹¹⁵ statoil.com

SAS mindre muligheder inden for dette felt end alle deres konkurrenter. Selskabets nye tiltag vil kunne gavne omkostningsniveauet på sigt, men på et relativt beskedent niveau, som Jacob oplyste i sit interview.

De to leverandører, som spiller en stor rolle på branchen og SAS i sær er medarbejderne og prisudviklingen på flybrændstof. Disse faktorer er ligeledes selskabernes største regnskabsmæssige poster, da medarbejderne i SAS udgør ca. 24 %, mens flybrændstof udgør ca. 30 % af de samlede omkostninger. Derfor er det vigtigt at selskaberne hele tiden udnytter den nye teknologi til at få de mest brændstofs effektive fly som muligt for at kunne reducere denne omkostning. SAS har i forbindelse med deres omstrukturering haft fokus på at reducere omkostningerne til medarbejderne igennem forbedrede overenskomster samt bedre effektivisering af personalet.

Købernes forhandlingsstyrke er relativ lav, mens deres prisfølsomhed er relativ høj, da over 50 % af de adspurgte i markedsanalysen siger, at det har stor betydning. Dette kan også ses på Norwegian's udvikling i ASK, da selskabet har åbnet nye ruter med lave priser som kunderne efterspørger. Dette er et stort konkurrenceparameter, som lavprisselskaberne udnytter til at vokse i disse år, som kan ses i deres udvikling i ASK.

4.3 Fremtidige strategier

4.3.1 Historisk strategi i SAS

SAS er en virksomhed, som er kendt af mange i Skandinavien, da det er et flagskib i Skandinavien. Selskabet har eksisteret i rigtig mange år, hvorfor der i selskabets eksistens har været foretaget mange forskellige valg i selskabet, som har både været gode og dårlige. I fremtiden vil der uden tvivl være en hård konkurrenceintensitet i branchen, som kan læses i analysen omkring rivalisering mellem eksisterende udbydere. Derfor vil der blive set på selskabets muligheder i fremtiden og deres mulige strategier.

SAS største svaghed er deres historie, da man er et mellemstort skandinavisk netværksselskab, hvor at virksomhedens forretningssetup giver nogle større problemer for selskabet, da man opererer på et marked, som generelt har højere lønninger end resten af branchen i Europa. En af SAS' store udfordringer er, at selskabet er drevet fra 3 forskellige lande, som medfører at selskabet har flere fagforeninger, som øger kompleksiteten i SAS.¹¹⁶

SAS har igennem selskabets historie benytter flere forskellige vækststrategier, hvor man i 1954 brugte markedsudviklingen, da man begyndte at flyve til USA. Dette er sket flere gange, da selskabet har udbygget

¹¹⁶ Bilag 1: Interview med Jacob Pedersen, Sydbank

deres rutenet. Selskabet har ligeledes benyttet produktudvikling i 1965, da man introducerede et nyt reservationssystem samt i 1981, hvor man introducerede en ny flyklasse "EuroClass". Selskabet har ligeledes benyttet relateret diversifikation, da man i 1960 åbnede det første hotel, da der er tale om et nyt produkt og et nyt marked. SAS har også brugt horisontal integration, når selskabet har opkøbt andre konkurrenter såsom Air Botnia i 1998 samt Widerøe i 1999.¹¹⁷ Vertikal integration brugte SAS, da de oprettede SAS Ground Handling i 2001, hvor man nu overtog en underleverandørs funktioner.¹¹⁸ SAS har ligeledes været banebrydende, da man var med til at starte et af verdens største strategiske alliancer, hvor det skete tilbage i 1997 ved at være en af grundlæggerne af Star Alliance, som ikke var set tidligere i historien.¹¹⁹

Selskabet har primært brugt konkurrencestrategien differentiering, da selskabet ikke har fokuseret på at være omkostningsleder i branchen på noget tidspunkt i historien. Selskabet har haft et højt omkostningsniveau i det meste af selskabets historie, hvor der i nogle perioder har været fokus på omkostningsreduktion, så er den generelle konkurrencestrategi for selskabet differentiering. SAS har brugt differentiering ved at tilbyde bedre service, bedre plads i flyene for passagererne, gratis kaffe/the mm.¹²⁰

SAS har igennem de sidste 17 år haft nogle meget svære perioder, hvor selskabet har måtte kæmpe om overlevelse, og i 2009 fik selskabet tilført yderligere kapital, som har været en livsvigtig kapitaltilførsel. I dag ville SAS ikke have eksisteret uden denne kapitaltilførsel, og det bevidner en virksomhed, som fortsat er langt efter selskabets tidligere storhed i 1980'erne.

SAS var i 2001-2005 igennem et stort turnaround, hvor virksomheden skulle spare 14 mia. svenske kroner, da selskabet skulle kunne tilpasse sig de nye markedsudfordrere, lavprisselskaberne, som var begyndt at vækst i branchen, og de havde betydelige lavere omkostninger end selskabet. Ligeledes var markedet meget præget af den tragiske terrorhandling i World Trade centrene i New York i september 2001. Dette prægede passagerer trafikken negativt de kommende år, og gjorde at selskabet havde svært ved at opnå overskud. Dette kom først i 2005, hvor besparelses-programmet var gennemført og opnået et tilfredsstillende resultat.¹²¹

¹¹⁷ SAS - Når tiden er vigtigst, s.229-231, Peter Horn & Jens W. Willumsen

¹¹⁸ sasground.com/welcome-to-sas-ground-handling-sweden-ab-website/

¹¹⁹ staralliance.com/en/about

¹²⁰ SAS - Når tiden er vigtigst, s.129, Peter Horn & Jens W. Willumsen

¹²¹ SAS - Når tiden er vigtigst, s.198, Peter Horn & Jens W. Willumsen

I 2008 ramte finanskrisen hele verden, hvor den særligt ramte SAS hårdt, da branchen er meget konjunkturfølsom¹²² og dette var grunden til at selskabet blev nødt til at få tilført yderligere kapital for at kunne overleve krisen.

SAS lancerede i 2011 en helt ny strategi "4excellence", som skulle være startskuddet til at lave et flyselskab som er rentabelt at drive samt et langtidssigtet mål og vision, hvor at selskabet viste at denne strategi skulle hjælpe SAS videre mod deres mål og vision. Strategien blev delt op i 4 dele som består af Commercial excellence, Sales excellence, Operational excellence samt People excellence.¹²³

Commercial excellence bliver beskrevet af SAS, som de ting, som kunderne gerne vil betale ekstra for ved deres rejse, hvor det er SAS opgave at finde disse ydelser. Formålet er, at SAS skal være det naturlige valg for de rejsende i de nordiske lande, både forretningsrejsende og fritidsrejsende. De fritidsrejsende står for en stor del af den samlede passagerer vækst, og for at få andel i denne gruppe, så har selskabet måtte fokusere på målgruppen ved at opdatere destinationerne samt antallet af afgang. Dertil skal selskabet have konkurrencedygtige priser, så selskabet kan konkurrere med Norwegian på det nordiske marked.¹²⁴

Sales excellence er at kunderne får en loyalitet for SAS samt Star Alliance, hvor der i den solgte billet skal være klart tilstrækkelig merværdi for at kunne opbygge denne loyalitet, hvorpå det skal gøres igennem en attraktiv prissætning, hvor at omkostningseffektivitet er en bærende faktor her.¹²⁵

Operational excellence skal sørge for at virksomheden leverer den højeste kvalitet set i relation til den merværdi, som skal skabe kundernes loyalitet. Dette skal bygge videre på den tiltænkte omkostningseffektivitet, både på kort og lang sigt. Det i værksættes for at kunne konkurrere mod lavprisselskaberne og særligt Norwegian, der igennem de seneste par år, har udviklet virksomheden enormt fra 46,5 til 57,8 mio. ASK.¹²⁶

Den sidste gren People excellence skal realisere det fulde potentiale af selskabets medarbejdere gennem stærk ledelse og samarbejde. Der sættes fokus på et effektivt ledelsesværktøj, som skal sikre, at medarbejderne forstår hvordan de bidrager til SAS' overordnede mål og vision. Dertil en fælles forståelse af selskabets fremtidige udfordringer ved en effektiv samarbejdsmodel for ledelsen, medarbejdernes og fagforeningerne.¹²⁷

¹²² Se under økonomiske faktorer i PESTEL

¹²³ Rapporten: Now we begin our new Journey 4 excellence

¹²⁴ Rapporten: Now we begin our new Journey 4 excellence, s. 5-8

¹²⁵ Rapporten: Now we begin our new Journey 4 excellence, s. 11

¹²⁶ Rapporten: Now we begin our new Journey 4 excellence, s. 34 og 40

¹²⁷ Rapporten: Now we begin our new Journey 4 excellence, s. 34 og 42

Denne strategi blev i 2012 udvidet til også at fokusere på forbedret lønsomhed i virksomheden, som skal resultere i en forbedret årlig resultateffekt på ca. 3 mia. svenske kroner, hvor det skal være igennem 5 punkter, som er ny overenskomst for de ansatte, centralisering af administrative funktioner, reduceret kompensationsniveauer for at opnå omsættelighed, nye pensionsvilkår samt outsourcing af call centre og Ground Handling.¹²⁸

4.3.2 SAS i fremtiden

SAS har tidligere været for langsomme til at markedstilpasse forretningen, og det skal der laves om på i fremtiden, da SAS pt. stadig er markedsleder i Skandinavien, så er det vigtigt for selskabet at fastholde denne position.¹²⁹

SAS har været ude at sige, at selskabet vil åbne nogle baser i udlandet, som skal bidrage til yderligere vækst samt forbedret omkostningseffektivitet. Dette har store muligheder for SAS i forhold til deres større satsning på de private rejsende, da denne mulighed ikke kan harmonere med SAS kerneprodukt, hvor at de flyver tidligt ud i Europa med de forretningsrejsende, og om eftermiddagen/aftenen kan de returnere til Skandinavien. Dette er SAS primære målgruppe, som også gerne vil betale lidt ekstra for den bedre service. SAS vil aldrig blive et decideret lavprisselskab, da deres forretningssetup gør det umuligt at harmonere med denne strategi.

SAS skal fortsætte deres differentieringsstrategi, som de påbegyndte i 2011 og 2012, hvor det skal være effektivitet samt oparbejdelse af kundernes loyalitet, som SAS og brandet skal bygges videre på. SAS har fortsat en god markedsposition i Skandinavien, men der vil helt klart være yderligere vækstmuligheder ved at fokusere på markedsudvikling til de privatrejsende, som kan gøres igennem deres nye baser, hvor omkostningsniveauet er lavere end i Skandinavien. Det vil være muligt for selskabet at implementere de skandinaviske værdier i disse baser, som vil gøre det mere eftertragtet at flyve med SAS. Disse satsninger skal kombineres sammen med stadig aggressive reklameindslag, som der gøres i øjeblikket for at gøre kunderne opmærksomme på selskabet og deres produkter, services og andet. Alt andet lige, så skal SAS stadig fokusere på at mindske deres omkostninger, således at de kommer ned i et mere acceptabelt niveau. Dette skal gøres for at opnå en bedre rentabilitet pr. billet i forhold til i dag, hvor SAS har en relativ lav rentabilitet pr. billet grundet omkostningsniveauet. Det er fortsat lønomkostningerne, som selskabet skal reducere, da selskabet vil blive ramt af stigende omkostninger til brændstof. Brændstofs

¹²⁸ Artikel: SAS lancerer omfattende plan for at forbedre rentabilitet

¹²⁹ Bilag 1: Interview med Jacob Pedersen, Sydbank

omkostningerne skal holdes i et naturligt leje ved at skifte deres flyflåde løbende og dermed opnå en forbedret konkurrenceevne ved at have brændstofeffektive fly.

Konkurrencestrategien i SAS skal igennem deres nye baser være markedsudvikling, som beskrevet ovenfor, men på det skandinaviske marked, så konkurrencestrategien være en kombination ved markedspenetrering og produktudvikling, da selskabet har en førende position i markedet, som skal udnyttes ved markedspenetreringen og dermed opnå vækst i markedsandele. Produktudviklingen skal bruges til at forbedre allerede eksisterende produkter, da dette vil være med til at løfte oplevelsen ved flyrejser hos SAS.

4.4 Konklusion på den strategiske analyse

SAS bliver påvirket af mange forskellige faktorer fra omverden, hvor de mest afgørende faktorer består af oliepriserne samt udviklingen i BNP. Olieprisen har en stor indflydelse på selskabets fremtidige omkostninger, da stigning i olieprisen vil betyde stigende driftsudgifter. Derfor er det vigtigt for selskabet at det formår at for nye sin forholdsvis gamle flyflåde, så selskabet kan opnå en forbedret konkurrence evne på dette. Udviklingen viser, at olieprisen vil stige i fremtiden, hvilket gør at selskabet må fokusere på brændstofs effektivitet. Udviklingen i BNP er ligeledes en vigtig faktorer for branchen og SAS, da branchen er meget konjunkturfølsom, som det kunne ses efter finanskrisen, hvor flyselskaberne havde det meget svært. BNP ligger pt. på et acceptabelt niveau, og stiger med 2-4 % årligt, hvilket påvirker branchen positivt i form af stigende rejsende igennem ASK. Det er primært privatrejsende, som er stigende i verden, og det er derfor af afgørende betydning at SAS formår at få del i dette på sigt ved at forbedre deres rutenetværk til kundernes behov og ønsker.

SAS befinder sig i en branche med stærk konkurrenceintensitet, hvor at SAS har en fordel på det skandinaviske marked, hvor selskabet er markedsleder, men bliver presset af lavprisselskaberne. Selskabet har derfor en hård konkurrence, og det må fastholde deres unikke produkt i Skandinavien, da selskabets konkurrencefordel vil forsvinde. Det er primært medarbejderne, som selskabet skal fokusere på, da omkostningsniveauet på sigt skal reduceres for at kunne konkurrere med lavprisselskaberne.

SAS står overfor nogle store strategiske udfordringer i fremtiden, da selskabet ikke kan være omkostningsleder, så må selskabet fokusere på differentiering, som det har gjort tidligere. Ca. 40 % af de adspurgte foretrækker at flyve med SAS, hvilke gør, at SAS har et rigtig godt fundament, hvor at selskabet bliver nød til at reducere omkostningerne, for at kunne tilbyde den rigtige pris til kunderne. Selskabets hovedmål i fremtiden skal være omkostningsreducering, da dette vil kunne gavne selskabet i dets

konkurrence med Norwegian samt kunne yde en bedre service igennem personalet og deres netværk Star Alliance.

5. Regnskabsanalyse

Der vil i dette afsnit blive analyseret på udviklingen i nøgletallene fra SAS' Groups årsrapporter 2012-2016, hvor der i analysen vil blive fjernet påvirkninger, som kan have medført ændrede regnskabsprocedure eller andet.

Det væsentligste formål med denne regnskabsanalyse er at finde frem til de finansielle vækst drivere, som kan medvirke til fastlæggelsen af en prognose over de næste 5 år's budgetter samt en terminalperiode for selskabet, hvor dette skal danne grundlag for opgavens værdiansættelse.

For at kunne opnå den bedst mulige analyse af udviklingen skal der bruges materiale som kan sammenlignes. Der er 2 måder, hvorpå dette kan gøres. Det første kan gøres ved at lave en tværsnit analyse, hvor der inddrages materiale fra andre virksomheder. Den anden måde er, at man kan lave en tidsserieanalyse, som tager udgangspunkt i selskabets egen historik. Det er derfor valgt, at det er mest naturligt at benytte en tidsserieanalyse, da denne metode giver mig de brugbare informationer til at udarbejde værdiansættelsen.

5.1 Regnskabernes validitetsanalyse

Det er vigtigt at sikre, at man kan sammenligne tallene fra selskabets årsrapporter 2012-2016, således at tallene er valide. Der kan ske ændringer i den anvendte regnskabspraksis over en 5-årig periode, hvor et eksempel kan være store uventede nedskrivninger.

Der er sket en ændring af selskabets regnskabsår fra 2012, hvor det er ændret fra kalender år til 1. november – 31. oktober. Dette gør at regnskabet for 2012 kun har en 10 måneders periode. Denne ændring kan have en betydning for de finansielle tal, men vurderes begrænset, hvorfor der i denne opgave fastholdes 10 mdr. i 2012.

Der blev i 2011 vedtaget, at IAS 19 skulle indføres i regnskabet. IAS 19 betyder at omkostningen ved et medarbejder gode skal indregnes i den periode, hvori godet er optjent i stedet for det år, hvor den bliver udbetalt. Dette tiltag har betydning for regnskabet 2013/2014, hvor det vil blive inddraget og have en negativ påvirkning på egenkapitalen.¹³⁰

Udover disse ændringer, som er beskrevet ovenfor, så har der ikke været andre ændringer i selskabets regnskabspraksis. Det er dermed sikret at der bruges samme tal, som SAS benytter og dermed sikret tallene til tidsserieanalysen.

¹³⁰ SAS' årsrapport 2013/2014 s. 20-21 & 30

5.2 Reformuleringen af egenkapitalen

Reformuleringen af egenkapital er sket for at finde SAS' totalindkomst. Det vigtige ved totalindkomsten er at den medtager til forskel fra årets resultat alle de andre værditilførende aktiviteter, og især de ikke-resultatførte værdiposter, som bliver bogført direkte på egenkapitalen. Ved afvigelser af totalindkomsten fra årets resultat, så kaldes dette også for dirty-surplus.¹³¹ Ændringen i egenkapitalen kan bedst skrives som:¹³²

$$\text{EK ultimo} = \text{EK primo} + \text{totalindkomst} - \text{nettoudbetaling til aktionærerne}$$

Totalindkomsten giver derfor det mest korrekte indblik i, hvordan den endelige værdiskabelse i SAS har været igennem de seneste 5 år. Reformuleringen kan ses nedenfor i tabellen.

Tabel 5.1 Reformuleret egenkapital for SAS, 2012-2016, mio. SEK.

	2012	2012/2013	2013/2014*	2014/2015	2015/2016
Den bogførte værdi af egenkapitalen primo	12.433	11.156	3.226	4.907	6.339
Transaktionerne med ejerne:					
Dividende			-350	-350	-350
Kapitaltilførsel			3657		
Konvertering af konvertible obligationer					24
Nettodividende	0	0	3307	-350	-326
Totalindkomst					
Årets resultat	-985	179	-719	956	-306
Valutakursdifference ved valutakurs-regulering på udenlandsk drift	-29	-224	86	-177	212
Cash flow sikring	-357	-29	325	928	107
Skat som kan henføres til totalindkomsten	94	6			
Ikke-kontrollerbare renter				27	
Omkostninger ved aktieudvidelse			-96		
Ommåling af ydelsesbaserede pensionsordninger			-1222	75	
Totalindkomst	-1277	-68	-1.626	1.782	13
Ikke-kontrollerbare renter		15			
Totalindkomst	-1277	-53	-1626	1782	13
Den bogførte værdi af egenkapitalen ultimo	11.156	11.103	4.907	6.339	6.026

¹³¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 189, Ole Sørensen

¹³² Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 107, Ole Sørensen

*2013/2014	
Den bogførte værdi af egenkapitalen primo	11.156
Effekt af ændret regnskabspraksis	-11.044
Ændring totalindkomst	3.098
Ikke-kontrollerbare renter	16
Ny bogført værdi af egenkapitalen ultimo	3.226

Kilde: SAS årsrapporter 2012-2016 samt egen tilvirkning

Transaktioner med ejerne

Der er i regnskabsåret 2013/2014 blevet udstedt præferenceaktier for 3.500 mio. SEK., samt der er foretaget delsalg af SAS Ground Handling. Derudover er der blevet tilført for 163 mio. SEK., i anden kapital. Der er ved præferenceaktierne en fast dividende betaling på 350 mio. SEK årligt, som kan ses fra regnskabet 2013/2014 og frem. I det seneste regnskabsår er der blevet omdannet konvertible obligationer for 24 mio. SEK.

Totalindkomsten

Totalindkomsten kan beregnes ved:¹³³

Totalindkomst = Årets resultat $\pm$ anden totalindkomst

Dette er som nævnt ovenfor de poster, som ikke bliver medtaget i resultatopgørelsen, men viser tilvæksten i ejernes interesse i virksomheden, altså egenkapitalen, der ikke skyldes transaktioner med ejerne.

Der har over de seneste 5 år været en del aktivitet i totalindkomsten fra valutakursdifferencer på udenlandsk drift samt cash flow sikring, hvor selskabet sikre sin cash flow igennem hedging. Dertil har skat haft en effekt på ca. 100 mio. SEK. Der har ligeledes været omkostninger forbundet ved aktieudvidelsen i 2013/2014 regnskabet.

Ændringen i IAS 19 har betydet en betydelig reduktion i selskabets egenkapital, da den bidrog med 11.044 mio. SEK negativt, som kan ses under * i tabellen, hvilket har medført, at selskabet blev nødt til at hente kapital for at undgå en negativ egenkapital.

5.3 Leasingopgørelse for SAS

SAS benytter sig af både ejede og leasede fly til deres daglige drift. I denne leasing indgår der både finansielt leasede fly, som der er indregnet på balancen. Den anden type er operationelt leasede fly ikke

¹³³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 99, Ole Sørensen

indregnes på balancen. Dette skaber en tvetydighed for analytikeren, og det skaber en mulighed for ledelsen at omgå ånden i forskellen mellem finansiell og operationel leasing, hvilket kan lede til en undervurdering af selskabets leasede aktiver.¹³⁴ Omkostningerne til de operationelt leasede fly kan ses på selskabets resultatopgørelse, hvorfor dette kan bruges til beregning af indflydelsen på balancen. SAS benytter disse operationelt leasede fly på lige fod med de finansielt leasede fly, og derfor vil det give mest mening at indregne dem på selskabets balance. Denne udeladelse af balancen medfører, at de endelige aktiver og forpligtelse er lavere end normalt, som yderligere medfører at relevante nøgletal vil være misvisende. Det er derfor valgt at medindregne de operationelt leasede fly som værende finansielt leasede fly i den reformulerede balance. Der vil i den reformulerede resultatopgørelse blive medtaget afskrivningerne samt renterne, som de operationelt leasede fly påvirker. Omkostningerne til leasingomkostningerne fjernes fra resultatopgørelsen, da denne er indregnet i opgørelsen over operationel leasing.¹³⁵

Tabel 5.2 Opgørelse af operationel leasing i SAS, 2012-2016, mio. SEK

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Leasingomkostninger	1.342	1.786	2.127	2.593	2.840
Renten	1,78 %	1,62 %	1,48 %	3,24 %	3,36 %
Levetiden på aktivet	6	6	6	6	6
Værdien af operationelt leasede fly	7.275	9.767	11.721	13.026	14.181
Forpligtelsen					
Gælden primo	7.275	9.767	11.721	13.026	14.181
Ydelsen	1.342	1.786	2.127	2.593	2.840
Renteomkostning	129	158	173	422	476
Afdrag	1.213	1.628	1.954	2.171	2.364
Køb/salg	3.704	3.582	3.258	3.326	3.468
Gælden ultimo	9.767	11.721	13.026	14.181	15.285
Aktivet					
Aktivets værdi primo	7.275	9.767	11.721	13.026	14.181
Køb/salg	+3.705	+3.582	+3.259	+3.326	+3.468
Afskrivninger på aktivet	-1.213	-1.628	-1.954	-2.171	-2.364
Aktivets værdi ultimo	9767	11.721	13.026	14.181	15.285,3

Kilde: SAS årsrapporter 2012-2016 samt egen tilvirkning

¹³⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 170, Ole Sørensen

¹³⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 172, Ole Sørensen

Der vil her blive benyttet leasingomkostningen taget direkte ud fra resultatopgørelse i de enkelte regnskabsår fra "Leasing costs for aircraft".

Der vil blive benyttet renten under noten "Other loans", da operationel leasing ønskes side stilles med finansielt leasede fly. Derfor bruges den gennemsnitlige rente på finansiell leasing.

Der er ikke oplyst noget omkring længden af leasingaftalernes løbetid, hvor der tilbage i regnskabet 2011 blev oplyst at længden var en 6-årig periode.¹³⁶ Det antages derfor at alle årene vil der blive regnet med en 6-årig periode for at opnå en sammenlignelig metode. SAS forventer ligeledes at skulle forny sin flåde som beskrevet under den strategiske analyse, så en 6-årig periode vurderes retvisende.

Der er ved hjælp mellem Ole Sørensen¹³⁷ og Koller, Goedhart & Wessels¹³⁸, hvor at formelen for at finde værdien for de operationelt leasede fly er således: $Aktivets\ værdi_{t-1} = \frac{Leasingomkostningerne_t}{k_t + \frac{1}{Aktivets\ levetid}}$

Gælden primo er opgjort til aktivets værdi, da netop dette ville svare til en optaget gæld, hvis SAS havde haft købt flyene, da selskabet skulle have haft skaffet finansiering af flyene.

Den opgjorte ydelse svarer til leasingomkostningerne, som er taget fra selskabets regnskaber

Den opgjorte rentekomkostning vil være beregnet ved at gange renten med den fundne gæld primo

Afdraget fremkommer ved følgende måde: $Afdrag = Ydelsen - rentekomkostningen$

Tilkøb/frasalg af fly er fundet ved følgende måde:

$Gælden\ primo_{t+1} - (gælden\ primo_t - Afdraget_t)$, dog vil den sidste post i 2015/2016 regnskabet være antaget en stigning ved gennemsnittet fra de sidste 4 år, da gælden primo_{t+1} er ukendt.

Gælden ultimo er fundet ved: $Gæld\ ultimo = gæld\ primo - afdrag \pm tilkøb/frasalg$.

Aktivet primo vil stemme med gælden primo og dermed fås aktivets værdi.

Selskabet skriver i note 1 på side 66, at selskabet foretager en lineære afskrivning over den forventede brugstid. Hvilket vil gøres ved: $Afskrivning = \frac{Aktivet\ primo}{Levetiden}$.

¹³⁶ SAS' årsrapport 2011 s. 82

¹³⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 172-173, Ole Sørensen

¹³⁸ Valuation s. 583, Tim Koller, Marc Goedhart & David Wessels

Aktivet ultimo beregnes ved:

$$Aktiv\ ultimo = Aktiv\ primo_t \pm Tilkøb/frasalgt - Afskrivningerne_t$$

5.4 Reformulering af balancen

Der udarbejdes en reformulering af balancen, da den rapporterede balance lister aktiver og forpligtelser i form af kort og langfristede kategorier. Denne normale opbygning er nyttig forbindelse med almindelig kreditvurdering, hvor der ved mit fokus på værdiansættelse af aktier, så vil en opdeling i driftsaktiviteter og finansieringsaktiviteter. Herunder vil driftsaktiviteterne blive inddelt i driftsaktiver (DA) og finansielle aktiver (FA), hvor at finansieringsaktiviteten vil opsplittes i driftsforpligtelser (DF), finansielle forpligtelser (FF) og egenkapitalen (EK). Ved at fratrække driftsaktiverne med driftsforpligtelserne, og denne værdi er positiv, så fås netto driftsaktiver (NDA). Dette kan opsummeres til $NDA = DA - DF$, som opstilles på aktivsiden i den reformulerede balance. Hvis værdien derimod er negativ, så fås netto driftsforpligtelser (NDF), som opstilles på passivsiden i den reformulerede balance.

NDA opsplittes yderligere i to kategorier, arbejdskapital og anlægskapital, hvor arbejdskapitalen viser den kort fristede del af NDA, men anlægsaktiverne viser den langfristede del.

For at få de netto finansielle forpligtelser (NFF), så skal FA fratrækkes fra FF, og dette påføres under passivsiden i den reformulerede balance, hvis værdien er positiv. En negativ værdi ved NFF, så kaldes dette for netto finansielle aktiver (NFA), og dette påføres under aktivsiden i den reformulerede balance.

Aktivsiden består således af DA-DF og passivsiden består af EK+NFF.¹³⁹ Den reformulerede balance ser således ud:

Tabel 5.3 Reformuleret balance for SAS, 2012-2016, mio. kr. SEK.

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	
Godwill	903	706	711	643	694	DA
Andre immaterielle aktiver	1.019	1.096	1.194	1.155	1.229	DA
Immaterielle landfristede aktiver	1.922	1.802	1.905	1.798	1.923	
Grunde & bygninger	353	241	243	560	527	DA
Fly	20.987	20.516	20.561	21.276	23.539	DA
Reserve motorer og dele	1.349	147	76	31	48	DA
Udstyr til workshop og flyservice	110	117	85	101	93	DA
Andet udstyr og biler	117	105	128	137	105	DA
Igangværende investeringer	34	21	71	190	33	DA
Forudbetaling i relation til materielle anlægsaktiver	160	251	763	1.482	2.135	DA
Materielle langfristede anlægsaktiver	23.110	21.398	21.927	23.777	2.6480	

¹³⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 137, Ole Sørensen

Kapitalandele i associerede virksomhed	325	352	395	421	398	DF
Pensionsfonde	12.232	12.507	3.778	4.368	2.615	DF
Udskudt skatteaktiv	597	536	1.111	375	854	DF
Udskudt skatteforpligtelse	-1.013	-938	0	0	0	DF
Anden provision	-1.967	-1.361	-2.088	-1.992	-2.089	DF
Andre langfristede tilgodehavender	1.250	2.249	1.928	1.951	2.331	DF
Andre langfristede aktiver	11.424	13.345	5.124	5.123	4.109	
Anlægskapital	36.456	36.545	28.956	30.698	32.512	
Reserve dele og lager	687	359	342	345	312	DA
Forudbetalt til leverandører	0	2	8	0	0	DA
Tilgodehavender fra debitorer	1.311	1.376	1.067	1.249	1.406	DA
Tilgodehavender fra associerede virksomhed	3	1	0	2	1	DA
Andre tilgodehavender	1.399	866	1.263	867	1.193	DA
Periodeafgrænsningsposter - aktiv	873	858	937	1.093	1.153	DA
Kortfristede driftsaktiver	4.273	3.462	3.617	3.556	4.065	
Forudbetaling fra kunder	0	16	4	22	0	DF
Kreditorgæld	1.929	1.689	1.499	1.528	1.755	DF
Skyldig skat	32	36	0	0	21	DF
Ikke-realiseret transport omsætning	4.292	3.932	4.244	4.482	5.318	DF
Kortfristet andel af anden provision	1.186	855	709	479	457	DF
Andre forpligtelser	1.033	722	679	964	872	DF
Periodeafgrænsningsposter - forpligtelser	3.201	3.416	4.355	4.684	5.336	DF
Kortfristede driftsforpligtelser	11.673	10.666	11.490	12.159	13.759	DF
Arbejdskapital	-7.400	-7.204	-7.873	-8.603	-9.694	
Netto Driftsaktiver	29.056	29.341	21.083	22.095	22.818	
Andre beholdninger af værdipapirer	-23	-292	-273	-3	-3	FA
Likviditet	-2.789	-4.751	-7.417	-8.198	-8.370	FA
Efterstående lånekapital	978	956	1.003	1.104	1.157	FF
Realkreditlån	2.763	2.641	2.713	2.184	2.183	FF
Andre lån	15.027	16.775	17.445	18.988	19.675	FF
Andre forpligtelser	130	161	161	188	3	FF
Kortfristet anden af den langfristede gæld	1.403	2.517	2.082	1.264	1.827	FF
Kortfristet lån	411	231	462	229	320	FF
Netto finansielle forpligtelser	17.900	18.238	16.176	15.756	16.792	
Minoritets interesser						
Egenkapital	11.156	11.103	4.907	6.339	6.026	

Kontrol	0	0	0	0	0
---------	---	---	---	---	---

Kilde: SAS årsrapporter 2012-2016 samt egen tilvirkning

Der er i balanceposten fly medregnet påvirkningen fra de operationelt leasede fly, og fly er et væsentligt driftsaktiv for selskabet, hvorfor det sættes ind som et materielt langfristet anlægsaktiv.

Posten omkring kapitalandele i associerede virksomheder kan betragtes som et driftsaktiv, idet der er tale omkring associerede virksomheder, som tilhører samme branchen, nemlig luftfartsbranchen, som oplyses i note 6. Det skal nævnes at dette kan betragtes som en investering, og de kan derfor klassificeres som finansielt aktiv, finansiell forpligtelse eller som gjort i denne et driftsaktiv. Derfor kunne posten opdeles yderligere, men det vurderes ikke hensigten med denne opgave.

Pensionsfonde er en væsentlig post i SAS regnskab, hvor det efter den nye regel fra 2013/2014 betød, da selskabet skulle indbetale en stor sum til dette, hvorfor den blev reduceret betydeligt. Denne post klassificeres som et driftsaktiv, da det kan sidestilles med udskudt lønomkostninger til medarbejderne, og dette bidrager direkte til virksomhedens drift.¹⁴⁰

Regnskabsposten likviditet er klassificeret som et finansielt aktiv, da likvider ikke er et aktiv, som skaber værdi i virksomheden, men oftes er nødvendigt for driften til gældsafvikling eller investeringer.¹⁴¹

Alternativt kunne denne klassificeres som kortfristet aktiv, da SAS tidligere har været præget af underskud, og derfor kunne det vurderes nødvendigt i forhold til selskabets alm. drift, men der er valgt at følge Ole Sørensens klassifikation af posten.

Balanceposten andre lån er medtaget påvirkningen fra den operationelle leasing del, hvor det ligesom aktivet har en forpligtelse, hvis de skulle have haft købt flyene eller de havde været finansielt leaset.

5.5 Reformulering af resultatopgørelsen

Reformuleringen af resultatopgørelse tjener det formål, at opsplitte regnskabsposterne i driftsaktiviteter og virksomhedens finansieringsaktiviteter for at kunne give den samlede værditilvækst for ejerne igennem totalindkomsten.¹⁴²

¹⁴⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 129, Ole Sørensen

¹⁴¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 215, Ole Sørensen

¹⁴² Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 139, Ole Sørensen

Den reformulerede resultatopgørelse ser således ud:

Tabel 5.4 Reformuleret resultatopgørelse for SAS i perioden 2012-2016, mio. SEK					
	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Traffik omsætning	31.808	37.447	33.900	35.569	35.708
Anden omsætning	4.178	4.735	4.106	4.081	3.751
Nettoomsætning i alt	35.986	42.182	38.006	39.650	39.459
Lønomkostninger	-11.584	-11.451	-9.181	-9.622	-9.105
Andre driftsomkostninger	-22.105	-25.442	-25.122	-24.558	-24.552
Resultat før afskrivninger, amortisering og impairment (EBITDA)	2.297	5.289	3.703	5.470	5.802
Afskrivninger, amortisering og impairment	-2.639	-3.286	-3.397	-3.637	-3.731
Core driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	-342	2.003	306	1.833	2.071
Skat på EBIT	14	-605	-77	-561	-259
Core driftsoverskud fra salg efter skat (NOPAT)	-328	1.398	229	1.272	1.812
<i>Andre driftsindtægter</i>					
Indtægt fra salg af andel i datter- og associerede virksomheder	400	-371	6	0	-7
Indtægt fra salg af fly og bygninger	-247	-118	-16	777	265
Andre driftsindtægter før skat	153	-489	-10	777	258
Skat af andre driftsindtægter	-40	108	2	-171	-57
Andre driftsindtægter efter skat	113	-381	-8	606	201
Indtægter fra kapitalandele i associerede virksomheder (efter skat)	32	25	30	37	39
<i>Dirty surplus vedrørende driften</i>					
Ommålling af ydelsesbaserede pensionsordninger (efter skat)			-1.222	75	-1.627
Cashflow sikring (efter skat)	-263	-23	325	928	107
Valutakurs difference (efter skat)	-29	-224	86	-177	212
Ændring i kapitalandele i dattervirksomheder	0	1	0	0	0
Ikke-kontrollerbare renter		15			
Andet core driftsoverskud (efter skat)	-260	-207	-781	863	-1.269

Samlet driftsoverskud efter skat	-475	810	-560	2.741	744
Indtægt fra andre beholdninger af værdipapirer	0	1	-43	-300	1
Finansielle indtægter	96	50	102	124	91
Finansielle omkostninger	-1.184	-1.157	-1.303	-1.054	-1.029
Estimeret skat(Skattefordel af finansielle poster)	286	243	274	271	206
<i>Dirty surplus vedrørende finansieringen</i>					
Omkostninger ved aktieudvidelse	0	0	-96	0	0
Nettofinansielle omkostninger efter skat	-802	-863	-1.066	-959	-731
Totalindkomsten	-1.277	-53	-1.626	1.782	13
Skatteprocent i Sverige ¹⁴³	26,30 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %	22,00 %

Kilde: SAS årsrapporter 2012-2016 samt egen tilvirkning

Skatteallokeringen ser således ud:

Tabel 5.5 Allokering af skat i SAS, 2012-2016, mio. kr.

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Skat af årets resultat	260	-254	199	-461	-110
+ Skattefordel af netto finansielle omkostninger	-286	-243	-274	-271	-206
Samlet skat på driftsoverskud	-26	-497	-75	-732	-316
- Skat allokeret til andre driftsindtægter	-40	108	2	-171	-57
= Skat på EBIT	14	-605	-77	-561	-259

Kilde: SAS årsrapporter 2012-2016 samt egen tilvirkning

Totalindkomsten er blevet belyst under reformuleringen af egenkapitalen, men den afviger fra den reformulerede egenkapital, da under driften og de finansielle poster tillægges værdien af dirty surplus. Dette betyder, at totalindkomsten vil variere fra resultatet i de officielle rapporter.

Selskabet oplyser under note 10 i regnskabet, at skatteprocenten er beregnet for hvert enkelt land, dvs. Danmark, Sverige og Norge. Hovedselskabet er svensk, hvorfor det er valgt at beregne med Sveriges selskabsskatteprocent på 26,3 % i 2012 og 22 % i de efterfølgende år for simplificering af reformuleringen. Denne skatteprocent bruges til at beregne skatteskjoldet, som er den fordel, som der kan opnås igennem

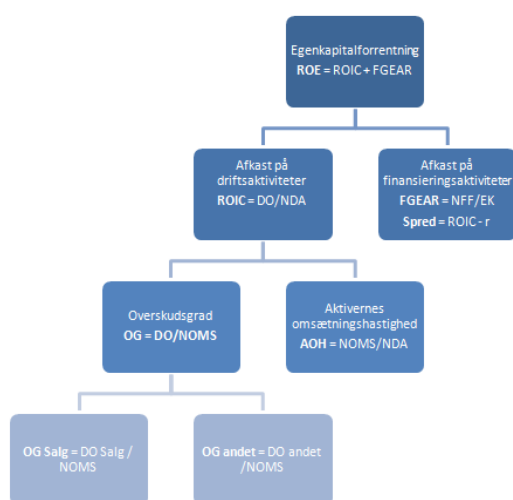
¹⁴³ skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2016

gældssætning. Skatte på driften i selskabet beregnes derfor som den rapporterede skat sammenholdt med værdien fra skatteskjoldet.

Allokeringen af den samlede skat er sket i Tabel 5.5, hvor at skat allokeret til andre drifts indtægter er sket ved at tage skatteprocenten og gange ind på posten "Andre driftsindtægter før skat".

5.6 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalysen bliver udarbejdet ved at analysere på SAS' nøgletal. Denne analyse danner et overblik over selskabets økonomiske udvikling de seneste år, samt hvilket driver, som er den bagvedliggende årsag til udviklingen i selskabets ex post tal. Analysen tager udgangspunkt i DuPont-pyramiden, som kan ses her:



Kilde: Figur 10.1 i Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 280, Ole Sørensen med egen opstilling

I den vestre side af pyramiden analyseres driftsaktiviteternes vækstdrivere med udgangspunkt i afkastet på driftsaktiverne, ROIC. I den højre side af pyramiden analyseres finansieringsaktiviteternes vækstdrivere. Der er tre analyseniveauer, hvor hovedformålet med disse niveauer er at finde de drivere, som skaber den værdiskabende aktivitet for virksomhedens ejere. Nøgletallene vil blive udarbejdet ud fra et gennemsnit mellem ultimo og primo i balancen for at opnå det mest restvisende billede, da værditilføjjelsen i virksomheden er sket over hele året og ikke kun den sidste dag i regnskabsåret.

5.6.1 Return on equity (ROE)

Beregningen af return on equity er vist i nedenstående figur, hvor der er benyttet totalindkomsten for det pågældende år, og et gennemsnit af egenkapitalen. Tabel ser således:

Tabel 5.6 Return on equity (ROE)

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
ROE = Totalindkomsten/Gns. EK	-0,48 %	-20,31 %	31,69 %	0,21 %
ROE = ROIC + (FGEAR*(ROIC-r))	-0,48 %	-20,31 %	31,69 %	0,21 %

Kilde: Egen beregning

Ud fra ovenstående tabel, så viser det at for hver gang der bliver investeret 1 SEK i SAS i 2015/2016, så blev den forøget med 0,0021 SEK, hvorfor der skete en meget begrænset rentabilitet for aktionærerne dette år. Over denne periode, så har udviklingen været meget svingende. Dette skyldes flere ting, hvor det første var ændringen omkring regnskabspraksis ved året 2013/2014, hvor selskabet har solgt en del i en datter virksomhed samt selskabet har fået tilført yderligere kapital i form af aktieudstedelser. Der har over perioden været et stigende BNP, som har været en medvirkende årsag til en forbedret rentabilitet, som kan ses under afsnit 4.1.3.

5.6.2 Niveau 1 analyse

5.6.2.1 Return on invested capital (ROIC)

ROE bliver påvirket af ROIC og den finansielle gearing i selskabet. ROIC måler, hvor rentabelt et selskab er i stand til at implementere sine nettodriftsaktiver til at skabe driftsoverskud. Derfor er ROIC et udtryk for, hvor rentabel selskabets drift er.

Tabel 5.7 Return on invested capital (ROIC)

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
ROIC = Driftsoverskud/Gns. NDA	2,77 %	-2,22 %	12,7 %	3,31 %
ROIC = OG * AOH	2,77 %	-2,22 %	12,7 %	3,31 %

Kilde: Egen beregning

Beregningerne af ROIC viser, at selskabet har fået et positivt afkast ved at investere i driften, hvor den største kom i 2013/2014, som igen skyldtes ændringen i regnskabspraksis. Siden ændringen er ROIC faldet kraftigt, hvilket er negativt. På den positive side, så har selskabet mindsket omkostningerne til løn og andre driftsomkostninger i perioden. Derudover har selskabet formået at øge trafikomsætningen som er den primære indtægt, mens anden omsætning er faldet.

5.6.2.2 Finansiell gearing

Den anden del af ROE er den finansielle gearing, hvor denne opsplittes i to udtryk. Den ene er FGEAR, som er et udtryk for hvordan selskabet har forholdet mellem finansieringskilderne, egenkapital og nettorentebærende gæld. Det andet udtryk er SPREAD, som viser forskellen mellem ROIC og de netto finansielle omkostninger, r .

FGEAR er beregnet i tabel 5.8:

Tabel 5.8 Finansiell gearing (FGEAR)				
	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Gns. Netto finansielle forpligtelser (NFF)	18.069	17.207	15.966	16.274
Gns. Egenkapital (EK)	11.130	8.005	5.623	6.183
Finansiell gearing = NFF/EK	1,62	2,15	2,84	2,63

Kilde: Egen beregning

Udviklingen i FGEAR, viser at SAS har 2,63 gange så mange finansielle forpligtelser end selskabet har egenkapital. Udviklingen viser at den er steget fra 1,62 i 2012/2013 til 2,63 gange i 2015/2016. Dette skyldes omstruktureringen har pensionsforpligtelserne, hvor denne hovedsageligt blev nedskrevet igennem egenkapitalen. FGEAR's udviklingen kan forklares ved reduktionen i den gns. egenkapital, da denne er faldet med 44,4 % i perioden, hvor at de finansielle forpligtelser er faldet moderat.

SPREAD er beregnet i tabel 5.9

Tabel 5.9 Spread og r				
	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
SPREAD = ROIC - r	-2,00 %	-8,41 %	6,69 %	-1,18 %
r = NFO / Gns. NFF	4,78 %	6,20 %	6,01 %	4,49 %
Gns. Netto finansielle forpligtelser (NFF)	18.069	17.207	15.966	16.274

Kilde: Egen beregning

Udviklingen i SPREAD viser at perioden har været ustabil, hvor at i tre af årene har der været et negativt SPREAD, hvilket udtrykker, at ROIC i disse år har været lavere end r . I det ene år har SPREAD været positivt, hvilket betyder, at den finansielle gearing har haft en positiv indflydelse på ROE og omvendt ved negativt SPREAD.

Effekten af den finansielle gearing i SAS kan ses i Tabel 5.10:

Tabel 5.10 Effekten af den finansielle gearing for SAS

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
FGEAR*(ROIC-r)	-0,03	-0,18	0,19	-0,03

Kilde: Egen beregning

Effekten af den samlede finansielle gearing har svinget i årene, da 3 af årene har haft en negativ effekt, mens kun 1 af årene har haft en positiv effekt fra den finansielle gearing, hvilket man har kunnet se på den samlede ROE, da denne ligeledes er blevet formindsket eller forstærket igennem denne.

5.6.3 Niveau 2 analyse

5.6.3.1 Overskudsgrad OG

Ændringerne i ROIC er baseret på de underliggende drivere bag ROIC, og disse danner baggrund for ændringerne i DO og NDA. Der er tale om overskudsgraden, OG, og aktivernes omsætningshastighed AOH.

Overskudsgraden er et vigtigt mål for virksomheden for at kunne indtægts- og omkostningstilpasning. Den viser, hvor stor en procentdel af selskabets aktivitet, som bliver til overskud.¹⁴⁴

Overskudsgraden for SAS ser således ud:

Tabel 5.11 Overskudsgrad for SAS

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Driftsoverskud efter skat (DO)	810	-560	2741	744
Nettoomsætning (NOMS)	42.182	38.006	39.650	39.459
Overskudsgrad = DO/NOMS	1,92 %	-1,47 %	6,91 %	1,89 %

Kilde: Egen beregning

Overskudsgraden i SAS for perioden 2012-2016 har svinget meget, hvilket også er udtrykt i ROIC. Igen spiller ændringen af regnskabspraksis en stor rolle i 2013/2014 og 2014/2015, hvor at selskabet leverede en overskudsgrad over 5 %. Selskabet har trods alt haft en positiv overskudsgrad, men den er meget begrænset, hvilket er en bekymring for selskabets ledelse. I 2015/2016 betød det, at selskabet genererede et overskud på 0,0189 SEK for hver 1 SEK i omsætning. Overskudsgraden har i næsten alle årene bidraget positivt til ROIC.

¹⁴⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 286, Ole Sørensen

5.6.3.2 Aktivernes omsætningshastighed AOH

Nøgletallet aktivernes omsætningshastighed udtrykker, hvor meget salg en investering i netto driftsaktiverne skaber i virksomheden. Den inverse værdi af AOH udregnes for at betragte hvor meget der er bundet i netto driftsaktiverne til at skabe én krones salg.

Nøgletallet bruges som et mål for kapitalintensitet og -tilpasning i virksomheden.¹⁴⁵

AOH og den inverse værdi af AOH er beregnet til:

Tabel 5.12 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Nettoomsætning (NOMS)	42.182	38.006	39.650	39.459
Gns. Nettodriftsaktiver (NDA)	29.224	25.237	21.589	22.457
Aktivernes omsætningshastighed (NOMS/NDA)	1,44	1,51	1,84	1,76
Invers værdi af AOH = 1/AOH	0,69	0,66	0,54	0,57

Kilde: Egen beregning

Aktiverne i SAS blev i 2015/2016 omsat for 1,76, hvilket viser at driftsaktiverne i gennemsnit var bundet i 208 dage ($365/1,76$). Videre viser det også, at for hver gang der bliver investeret 1 SEK i netto driftsaktiverne, så genereres 1,76 SEK i omsætning. Den inverse værdi viser at SAS bruger 0,57 SEK for at kunne generere 1 SEK. Udviklingen skyldes at de gennemsnitlige netto driftsaktiver er faldet i perioden, hvor den var lavest ved regnskabet 2014/2015, hvilket betød den højeste AOH dette år.

5.6.4 Niveau 3 analyse

Af ovenstående analyse af OG og AOH, så kunne det ses at overskudsgraden var meget svingende, og derfor den primære årsag til de store ændringer i ROE. Det er derfor nødvendigt at se på hvilke drivere, som har spillet en rolle på denne udvikling. Nedenfor i tabel 5.13 er vist dekomponeringen af overskudsgraden.

Tabel 5.13 Dekomponering af overskudsgraden

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Nettoomsætning	100,00 %	100,00 %	100,00 %	100,00 %
Driftsomkostninger	-87,46 %	-90,26 %	-86,20 %	-85,30 %
Afskrivninger, amortisering mm.	-7,79 %	-8,94 %	-9,17 %	-9,45 %

¹⁴⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 286, Ole Sørensen

EBIT-margin	4,75 %	0,80 %	4,63 %	5,25 %
Skat på EBIT	-1,43 %	-0,20 %	-1,42 %	-0,66 %
NOPAT-Margin	3,32 %	0,60 %	3,21 %	4,59 %
Andre driftsindtægter efter skat	-0,90 %	-0,02 %	1,53 %	0,51 %
Andet core driftsoverskud efter skat	-0,50 %	-2,05 %	2,17 %	-3,21 %
Samlet OG	1,92 %	-1,47 %	6,91 %	1,89 %

Kilde: Egen beregning

I perioden 2012/2013 til 2015/2016, så har SAS haft en positiv NOPAT-margin, hvilket viser at selskabet har kunnet formå at tjene penge på deres primære drift. Den primære drift er SAS nøgleområde, hvorfor det er vigtigt at denne viser et positivt tal. Det er posterne andre driftsindtægter samt andet core driftsoverskud, som har i det meste af perioden bidraget negativt til overskudsgraden. I 2014/2015 var alle posterne positive, hvorfor selskabet havde en høj overskudsgrad dette år. Positivt er det at driftsomkostningerne er faldet til 85,3 % af de samlede omkostninger i seneste regnskab, hvor denne post har været helt oppe på 90,26 % i 2013/2014.

5.7 Vækstanalyse

Det er vigtigt for investorer, at finde SAS' vedvarende vækst, da dette er den vækst, som SAS kan forvente at stige med, hvis den finansielle risiko ikke ændres.

En virksomheds vækstrate kan derfor skrives som:¹⁴⁶

$$g = ROIC + \left[(ROIC - r) * \frac{Gns. NFF}{Gns. EK} \right]$$

Denne formel svarer til virksomhedens ROE, og denne er beregnet under punkt 5.6.1:

Tabel 5.6 Return on equity (ROE)

	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
ROE = Totalindkomsten/Gns. EK	-0,48 %	-20,31 %	31,69 %	0,21 %
ROE = ROIC + (FGEAR*(ROIC-r))	-0,48 %	-20,31 %	31,69 %	0,21 %

Kilde: Egen beregning

Dette viser at væksten i de første to år var negativ, mens den i de sidste 2 år har været positiv. SAS har kun i de seneste 2 år haft en positiv evne til at generere en positiv vækst. Det var kun i 2014/2015, hvor SAS lå på

¹⁴⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 300, Ole Sørensen

et højt og acceptabelt niveau, hvilket også skyldes den forhøjede overskudsgrad dette år. Alle andre år må siges at være ikke tilfredsstillende, da der enten var været meget lav eller negativ vækst i virksomheden.

Der vendes tilbage til dette under budgetteringen, da de historiske vækstdrivere må forventes at være det bedste mål for fremtiden.

5.8 Delkonklusion på regnskabsanalysen

Der er i analysen blevet gennemgået mange nøgletal, som har haft betydning for SAS udvikling over de seneste år. SAS har haft en meget svingende i perioden over de seneste 5 år, hvor at en ændret regnskabspraksis har medført forstyrrelse i tallene, som kan ses ved at årene 2013/2014 samt 2014/2015. Alt i alt har SAS økonomiske udvikling ikke haft en positiv periode, da 3 af årene har haft en negativ eller meget lille vækst. Året 2014/2015 har uden tvivl været selskabets bedste år i perioden, da SAS havde et positivt resultat samt virkningerne fra deres cashflow-sikring gjorde at selskabet opnåede et rigtigt positivt resultat. Ligeledes har året 2015/2016 positive tendenser, da selskabet opnåede den højeste NOPAT-margin i hele perioden, hvilket er positivt.

Igennem ovenstående rentabilitetsanalyse, så er den historiske udvikling blevet belyst, som vil bruges til budgetteringen.

6 Budgettering

Der vil ved budgetteringen blive opstillet forventningerne til SAS' periode over de kommende 5 år. Dette gøres for at opnå et udgangspunkt, som skal bruges til den egentlige værdiansættelse, som vil blive beregnet efter DCF-modellen, hvor denne tager udgangspunkt i selskabets fremtidige cash flow.

Der har igennem opgaven blevet foretaget analyse om SAS strategiske muligheder, som har medvirket til se på, hvordan værdien i selskabet skabes. Derefter blev der foretaget en regnskabsanalyse, som har givet indblik i selskabets historiske vækst, samt set på hvilke vækstdrivere, som har skabt værdi for SAS.

I forbindelse med udarbejdelsen af budgettet for fremtiden, så vil der ikke blive set på alle regnskabsposter, men der vil blive set på de vigtigste poster som er:

- Omsætningen
- Lønomkostninger
- Andre driftsomkostninger (Heri indgår brændstof)
- Afskrivninger mm.
- EBIT

Der vil blive udarbejdet et budget for SAS for en 5-årig periode, hvor år 5 og fremefter udgøres af terminalperioden, da det er umuligt at kunne give et mere retvisende billede efterfølgende. Dette skyldes, at to forhold spiller ind på fastlæggelsen af budgetperioden. Den ene er vækstudsigter for branchen og den anden er virksomhedsspecifik konkurrencemæssig fordel.¹⁴⁷ Der er under afsnit 4.1.3 blevet analyseret på den tidligere udvikling, hvilket viser en årlig vækststigning på 5-6 % i branchen, hvilket er lavt ifht. andre brancher, hvor at vækstudsigten er over 10 % eller 15 %. Under afsnit 4.2.3, så vurderes det af IATA, at væksten vil i gennemsnit ligge på 3,7 % årligt indtil 2035. Derfor vurderes vækstudsigten for branchen at være moden/lav.

Det andet punkt, SAS' specifikke konkurrencefordel, så har de den konkurrencefordel, at de har et unikt produkt i Skandinavien, som er truet af konkurrenterne, hvorfor den vurderes at være på kort sigt.

6.1 Budgettering af væksten i omsætning

Væksten i omsætningen udarbejdes på baggrund af vækstudsigterne for luftfartsbranchen samt selskabets interne og eksterne forhold. Der blev i den strategiske analyse belyst de forskellige nøgletal for luftfartsbranchen. Den generelle udvikling i luftfartsbranchen vil være 3,7 % i gennemsnitlig årlig vækst frem til 2035 jf. IATA. Den historiske udvikling har fra 2012 til 2015 været mellem 3-6 % i ASK, hvor at BNP, som har en positiv korrelation med passagerer væksten, har ligget på 2-3 % i perioden. Verdensøkonomien er inde i en god periode med en god stabil vækst, hvorfor det forventes at forblive sådan de næste 5 år. SAS forventer en årlig vækst på omkring 5 % over de næste tyve år, hvilket på baggrund af ovenstående vurderes relativt højt.

Omsætningen i SAS har haft en svingende udvikling over de seneste 5 år, som kan ses her:

Tabel 6.1 Udvikling i SAS' nettoomsætning

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Nettoomsætning i mio. SEK	35.986	42.182	38.006	39.650	39.459
Procentvis ændring	-	17,22 %	-9,9 %	4,33 %	-0,48 %

Kilde: SAS årsrapporter samt egen beregning

Gennemsnittet på den procentvise ændring har været 2,7925 %, hvilket viser at selskabet ligger under den generelle udvikling på markedet. En formodentlig årsag til dette, er at lavprisselskaberne, de såkaldte LCC, er bedre til at udnytte branchens vækst end tilfældet er for SAS.

¹⁴⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 320, Ole Sørensen

Der forventes i budgetperioden, at konklusionen bliver en stigning i omsætningen på baggrund af økonomiens udvikling, så vil SAS' omsætning stige med 3 % årligt i de første 3 år, hvorefter den vil falde til 2,5 % i år 4, og endelige i år 5 og terminalperioden, så vil SAS konkurrence fordel mindskes samt at den generelle udvikling i økonomien ligger på omkring 2,25 %.

Omsætningsvæksten vil derfor se således ud:

Tabel 6.2 Udvikling i SAS' omsætning for de næste 5 år

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Nettoomsætning i mio. SEK	39.459	40.643	41.862	43.118	44.196	45.190	46.207
Procentvis ændring	-	3 %	3 %	3 %	2,5 %	2,25 %	2,25 %

Kilde: Egen beregning

6.2 Budgettering af væksten i lønomkostninger

En stor del af SAS' samlede omkostninger går til lønomkostning til personalet, da disse er nødvendige i selskabets drift. SAS er stadig i gang med en omstrukturering og omkostningsbesparelser, hvor dette er et punkt, som selskabet har fokus på. Lønomkostningerne er fra 2012/2013 til 2015/2016 faldet med 20,49 %, hvilket har bidraget positivt til virksomhedens rentabilitet. Det forventes at der sker yderligere reduktion, men ikke i samme omfang som set tidligere. Selskabet har offentligt gjort, at der kommer baser i udlandet, hvilket kan have en stor betydning for selskabets lønomkostning på lang sigt, men indenfor de kommende år, så vurderes der ikke indflydelse fra dette. De fremtidige forventninger til lønomkostningerne vil være en reduktion på 2 % næste år og efterfølgende en reduktion på 1 % i en 2-årig periode, hvorefter det forventes, at stige til et normalt leje på 1 % om 4 år og derefter en fast stigning på 2,5 % i år 5 og terminalperioden.

Lønomkostningsvæksten vil derfor se således ud:

Tabel 6.3 Udvikling i SAS' lønomkostninger for de næste 5 år

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Lønomkostning i mio. SEK	-9.105	-8.923	-8.834	-8.746	-8.833	-9.054	-9.280
Procentvis ændring	-	-2 %	-1 %	-1 %	1 %	2,5 %	2,5 %

Kilde: Egen beregning

6.3 Budgettering af væksten i andre driftsomkostninger

Denne post udgør i regnskabet 2015/2016 i alt 62,22 % af de samlede indtægter, hvor denne post har en stor betydning for SAS og deres fremtidige mulighed for at generere et positivt resultat.

Driftsomkostningerne i SAS har haft en svingende udvikling over de seneste 5 år, som kan ses her:

Tabel 6.4 Udvikling i SAS' driftsomsætning

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Driftsomkostninger i mio. SEK	-22.105	-25.442	-25.122	-24.558	-24.552
Procentvis ændring	-	15,1 %	-1,26 %	-2,25 %	-0,02 %

Kilde: SAS årsrapporter samt egen beregning

SAS har igennem de seneste 3 år reduceret denne med gennemsnitlig 1,176 %, da ændringen fra 2012 til 2012/2013 skyldes, at regnskabet for 2012 kun var på 9 mdr., så holdes denne udenfor.

SAS er i gang med at for nye dele af sin flyflåde, som er beskrevet i den strategiske analyse, hvor at de nye fly bruger ca. 15-20 % mindre brændstof. Dog vil selskabet blive påvirket effekten af stigende brændstofspriser, hvorfor den samlede effekt vil være minus 2 % i 3 år, og efterfølgende vil den blive tilpasset med 2 % stigning i år 4 og 3 % i år 5 og terminalperioden.

Driftsomkostningsvæksten vil derfor se således ud:

Tabel 6.5 Udvikling i SAS' driftsomkostninger for de næste 5 år samt terminal

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Driftsomkostning i mio. SEK	-24.552	-24.061	-23.580	-23.108	-23.571	-24.277	-25.005
Procentvis ændring	-	-2 %	-2 %	-2 %	2 %	3 %	3 %

Kilde: Egen beregning

6.4 Budgettering af væksten i afskrivninger mm.

Posten afskrivninger mm., er selskabets afskrivninger på fly også de operationelt leasede fly mm.

Denne post har udviklet sig således:

Tabel 6.6 Udvikling i SAS' Afskrivninger mm.

	2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016
Afskrivninger i mio. SEK	-2.639	-3.286	-3.397	-3.637	-3.731
Procentvis ændring	-	24,52 %	3,38 %	7,07 %	2,58 %

Kilde: Egen beregning

SAS har igennem de seneste 3 år reduceret denne med gennemsnitlig 4,34 %, da ændringen fra 2012 til 2012/2013 skyldes, at regnskabet for 2012 kun var på 9 mdr., så holdes denne udenfor.

Det forventes at igennem sin fornyelse, ekspansion og salg af gamle fly, så vurderes det at den stiger med 10 % i de næste 3 år, hvor den vil falde til 5 % fremadrettet.

Afskrivningsvæksten vil derfor se således ud:

Tabel 6.7 Udvikling i SAS' afskrivninger mm for de næste 5 år

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Afskrivninger i mio. SEK	-3.731	-4.104	-4.515	-4.966	-5.214	-5.475	-5.749
Procentvis ændring	-	10 %	10 %	10 %	5 %	5 %	5 %

Kilde: Egen beregning

6.5 Budgettering af andet core driftsoverskud efter skat

Udviklingen i andet core driftsoverskud har svinget meget over den 5 årig periode. I gennemsnit over de sidste 5 år, så har andet driftsoverskud efter skat været negativt med 330,8 mio. SEK. Det er svært at finde yderligere oplysninger omkring cashflowsikring, som svinger samt de nye ommåling af pensionsordningerne, som kom fra 2013/2014 og frem. Der udover vurderes det, at prisen for cash flow sikring stiger i takt med at kursen på dollaren stiger, så vil denne post stige med 70 mio. SEK frem til og med 5 år, hvor at den efterfølgende vil være konstant.

6.6 Budgettering af den effektive skatteprocent

Det er nødvendigt for budgetteringen at kunne beregne den effektive skatte procent, og dette gøres ved:¹⁴⁸

$$NOPAT = EBIT * (1 - \text{effektiv skatteprocent})$$

SAS oplyser ikke i sin effektive skatteprocent i regnskabet, men hvis den beregnes for 2014/2015, så var den 32,53 % og i 2015/2016 var den 7,69 %, og bliver der beregnet et gennemsnit af dette, så har den effektive skatteprocent været 20,11 %. Dette vurderes lidt lavt i forhold til selskabsskatten på 22 %, så der beregnes med en skatteprocent på 22 % i budgetteringen.

¹⁴⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 327, Ole Sørensen

6.6 Budgettering af AOH

Når der skal budgetteres med aktivernes omsætningshastighed, så tages der udgangspunkt i den inverse omsætningshastighed for selskabet. Den inverse værdi er, som beskrevet ovenfor, hvor meget kapital der skal bindes i driftsaktiverne for at skabe 1 SEK omsætning. Investeringer i arbejdskapitalen er typisk tæt forbundet med udviklingen i salget. Der vil blive brugt formelen:¹⁴⁹

$$NDA_{t-1} = \text{salg}_t * 1/AOH_t$$

Denne formel anvender den inverse værdi af AOH, og dette udtrykker, at en faldende invers AOH viser en stigende AOH. Der vil blive taget udgangspunkt i ultimo balancetal mod, at i rentabilitetsanalysen blev brugt gennemsnit, da værditilførslen sker over hele året. Der er nu tale om et budget, som viser hvordan det kommende regnskab udarter sig, og derfor budgetteres med ultimo balance tal.

I perioden 2012/2013-2014/2015 har SAS haft en faldende inverse AOH, hvilket har været positivt. Dette skyldes at SAS har reduceret deres gennemsnitlige nettodriftsaktiver, hvor det er kommet igennem stigende likviditet samt reduktionen i pensionsfondene efter den nye regnskabspraksis, hvilket har været positivt. I det seneste regnskabsår er den inverse AOH steget lidt, hvilket skyldes at SAS har fået nogle af de nye fly, som vil stige over de næste par år, når SAS modtager de nye fly. Der er under afsnit 4.2.4 beskrevet, hvordan SAS vil for nye sin flyflåde med 30 nye A320neo og 8 A350, hvilket alt andet lige vil betyde at NDA vil stige, når disse fly modtages, da de har en større værdi end de nuværende samt ekspansion. Den inverse AOH forventes at stige, da det forventes at NDA, og den vil stige hurtigere end omsætningen grundet denne strategiske udvikling i selskabet. I de første 3 år forventes den inverse AOH at stige med 0,15 og i år 4 forventes en stigning på 0,05 og i år 5 samt terminalperioden en stigning på 0,03.

6.8 Konklusionen på budgettering

Ud fra ovenstående forudsætningerne, så vil udvikling i SAS se således ud for de næste 5 år samt terminalperioden:

Tabel 6.8 Resultatopgørelse for SAS i perioden 2016-2021 samt terminalværdi, mio. SEK							
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Nettoomsætning i alt	39.459	40.643	41.862	43.118	44.196	45.190	46.207
Lønomsætninger	-9.105	-8.923	-8.834	-8.746	-8.833	-9.054	-9.280
Andre driftsomkostninger	-24.552	-24.061	-23.580	-23.108	-23.571	-24.277	-25.005
Resultat før afskrivninger, amortisering og impairment (EBITDA)	5.802	7.659	9.448	11.264	11.792	11.859	11.922
Afskrivninger, amortisering og impairment	-3.731	-4.104	-4.515	-4.966	-5.214	-5.475	5.749
Core driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	2.071	3.555	4.933	6.298	6.578	6.384	6.173

¹⁴⁹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 326, Ole Sørensen

Core driftsoverskud fra salg efter skat	1.812	2.773	3.848	4.912	5.130	4.980	4.815
Andet driftsoverskud efter skat	-331	-401	-471	-541	-611	-681	-681
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	2.372	3.377	4.371	4.519	4.299	4.134
Balancen							
1/AOH	0,57	0,72	0,87	1,02	1,07	1,1	1,13
Netto driftsaktiver	22.095	29.263	36.420	43.980	47.290	49.709	52.214

Kilde: Egen beregning

Selskabets fremtidige udvikling kan ikke forudsiges præcist, men på baggrund af SAS nuværende strategier og historiske udvikling, så vil fremtiden for SAS se lysere ud end tidligere, da udviklingen peger i positiv retning. Det er en forudsætning, at selskabet for reduceret i deres omkostninger, som strategien antyder samt Jacob Pedersen fastslår i interviewet.

7. Kapitalstrukturen i SAS

For at kunne lave den endelige værdiansættelse, så er det nødvendigt at fastlægge diskonteringsrenten r_{WACC} . WACC er forkortelse for, *Weighted average cost of capital*, og det udtrykker det vægtet gennemsnit af omkostningerne ved at finansiere virksomheden med både egenkapital og gæld. Denne fastlæggelse af WACC er meget vigtig for den endelige værdiansættelse.

Kapitalstrukturen er, hvordan en virksomhed vælger at finansiere sine aktiver, som selskabet bruger til deres aktiviteter. En virksomhed kan finansieres ved fremmedkapital, egenkapital eller ved en kombination af de to måder.

Der er væsentlige forskelle mellem finansieringsformerne egenkapital og fremmedkapital, da graden af indflydelse samt kravet om betaling fra virksomheden er forskellige.

Egenkapitalen er ejernes interesse i virksomheden, hvor deres indflydelse kan gøres gældende på virksomhedens generalforsamling.¹⁵⁰ Ved investering i aktierne, som ligger i egenkapitalen, så har investorerne ikke krav på betaling fra virksomheden, men det er kutyme at virksomheden udbetaler en dividende, hvis selskabet opnår et positivt resultat.

Fremmedkapitalfinansieringen har normalt ikke direkte indflydelse på en virksomheds drift, men kan i nogle tilfælde sætte grænser for selskabets adgang til kapital medmindre deres anbefalinger udføres i virksomhederne. Dette gøres kun i særlige tilfælde, hvor virksomheden er ude i en økonomisk krise. Betalingen sker her via en ydelse, som består af både renter og afdrag ud fra en bestemt rente og tidshorisont. Långiver vil have sit krav stillet før egenkapitalen ved en konkurssituation. Derfor har

¹⁵⁰ Principles of Corporate finance, s. 355-356, Brealey, Myers & Allen

aktionærerne en højere risiko end långiver, og grundet den øgede risiko, så vil afkastkravet ligeledes være højere.¹⁵¹

Den generelle formel til estimering af WACC efter selskabsskat er:¹⁵²

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g, \text{ hvor}$$

WACC = vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{EV} = markedsværdi af virksomheden ($V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}$)

r_e = ejernes afkastkrav

r_g = lånerente efter skat

WACC består af både egenkapital og nettofinansielle forpligtelser, hvor at der bliver taget højde for långivers afkastkrav renset for skattefordelen og aktionærernes afkastkrav. Udfordringen ved estimering af WACC er, at der skal anvendes markedsværdier af egenkapitalen og de netto finansielle forpligtelser, hvilket ikke kendes på nuværende tidspunkt. Derudover er det nødvendigt at fastlægge kapitalstrukturen igennem, r_e og r_g , som vil blive gjort nedenfor.

7.1 Egenkapitalomkostningen

Afkastkravet for ejerne er egenkapitalomkostningen, r_e , hvor denne svarer til afkastkravet ved en alternativ investering med samme risiko. Til estimering af denne vil CAPM-modellen blive brugt, da denne model tager udgangspunkt i sammenhængen mellem afkastet på den enkelte virksomheds aktier og afkastet på hele aktiemarkedet med den antagelse, hvor at investorerne vil kræve et merafkast som kompensation for den forhøjede risiko.¹⁵³

Formlen for CAPM-modellen er:¹⁵⁴

$$r_e = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f], \text{ hvor}$$

r_e = ejernes afkast

r_f = risikofri rente

β = beta, hvor denne udgør den systematiske risiko

¹⁵¹ Principles of Corporate finance, s. 356-359, Brealey, Myers & Allen

¹⁵² Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 42, Ole Sørensen

¹⁵³ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 38, Ole Sørensen

¹⁵⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 39, Ole Sørensen

$$E(r_m) = \text{forventet afkast ved investering i markedsporteføljen}$$

$$[E(r_m) - r_f] = \text{markedets risikopræmie}$$

CAPM bygger på den forudsætning, at investorerne har placeret deres kapital i en portefølje af aktier for at udnytte alle fordelene ved diversifikation, således at der medtages den uundgåelige risiko, som betegnes systematisk risiko. Den systematiske risiko forklares normalt af de generelle markedsbevægelser, og som ikke kan bort diversificeres.¹⁵⁵ Modellen medtager også den risikofrie rente, r_f , hvor dette er en teoretisk rente som er lig med renten på nulkuponobligationer. Denne skal vise, hvilket afkast en typisk investor ville kunne opnå ved at investere sine i en helt teoretisk risikofri investering. I praksis vil man normalt anvende renten for den toneangivende statsobligation, som et estimat for den risikofrie rente.¹⁵⁶

Risikopræmien er det tillæg/ekstra afkast, som investorerne kræver for at investere i aktier modsat at investere i risikofri aktiver.

7.1.1 Fastlæggelse af den risikofrie rente

Der vil i denne opgave i forbindelse med fastlæggelse af den risikofrie rente blive taget udgangspunkt i denne gennemsnitlige effektive rente for en svensk 5-årig statsobligation, da budgetperioden er sat til 5 år. Dette gøres for at matche varigheden på det risikofrie papir med varigheden på aktiemarkedet samt varigheden på den typiske længde af budgetperioden.¹⁵⁷

Der er valgt at følge den svenske 5-årig statsobligation, da selskabet er svensk. I bilag 5 er den gennemsnitlige effektive rente for en 5-årig statsobligation blevet beregnet på baggrund af de seneste 20 kvartaler. Den er estimeret til 0,6435, hvorfor den risiko frie rente fastsættes til 0,6435 %.

7.1.2 Fastlæggelse af markedets risikopræmie

Der er flere måder at kunne fastlægge markedets risikopræmie. Disse tre måder er:¹⁵⁸

1. Der anvendes en risikopræmie svarende til 5,3 %, da der er blevet spurgt et antal investorer i 2016 om deres skøn over risikopræmien, og efterfølgende er deres vurderinger blevet beregnet som et gennemsnit og anvendt som et estimat for risikopræmien.
2. Risikopræmien estimeres ud fra historiske data, hvor denne metode bygger på den antagelse, at den forventede risikopræmie er den samme som den historiske risikopræmie. Parum estimerede i 2001, at den historiske risikopræmie på det danske marked i perioden 1925-1997 var ca. 3 %.

¹⁵⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 38, Ole Sørensen

¹⁵⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 39, Ole Sørensen

¹⁵⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 39, Ole Sørensen

¹⁵⁸ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 39-40, Ole Sørensen

3. Den implicitte risikopræmie kan beregnes ud fra de nuværende aktiekurser ved hjælp af f.eks. residualindkomstmodellen, hvilket vil kræve omfattende analyse og beregninger.

Grundet opgavens omfang og begrænset længde er det ikke muligt at kunne beregne den implicitte risikopræmie, da dette vil kunne være en afhandling i sig selv. Historiske tal er normalt ikke lig med fremtidige udviklinger, da de økonomiske og demografiske betingelser ændre sig, og dermed vil denne alt andet lige ændre sig. Til sidst er der risikopræmien på 5,3 %, som investorerne bruger samt 884 professorer¹⁵⁹, som vil danne baggrund for risikopræmien i denne opgave. Derfor vil risikopræmien være 5,3 %.

7.1.3 Fastlæggelse af systematisk risiko

Beta er den systematiske risiko, som ikke er muligt for en investor at bort diversificere. Betaværdier kan beregnes på flere forskellige måder, hvor den mest foretrukne er, common sense-metode, hvor der sker en kvalitativ vurdering af virksomhedens samlede risiko af både driftsmæssig og finansiell risiko, hvorefter det konverteres til en betaværdi. Der er i denne opgave valgt at se på markets.com samt Reuters, som begge har estimeret betaværdien til henholdsvis 1,8511 og 1,85, som kan ses i bilag 6. Det er derfor valgt grundet opgavens begrænsninger at vælge 1,85, som betaværdi.

Der er foretaget en betaværdi beregning, hvor der ses på aktiens udvikling sat i mod udviklingen på OMX Stockholm. Beregningen er lavet i bilag 8, hvor betaværdien er beregnet til 0,70477. Dette er betaværdien, hvis der kun ses på udviklingen i aktien i forhold til udviklingen på indekset OMX Stockholm. I dette vil der ikke blive taget højde for virksomhedens driftsmæssige og finansielle risiko, som har stor påvirkning på SAS. Derfor er der valgt at bruge betaværdien på 1,85, da denne indeholder både udviklingen på indekset samt den driftsmæssige og finansielle risiko.

7.1.4 Fastlæggelse af egenkapitalomkostningen

Ved at benytte de ovenstående informationer, så vil ejernes afkastkrav, r_e , blive beregnet:

$$r_e = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f] = 0,006435 + 1,85 * 0,053 = 0,104485 = 10,4485 \%$$

Dette betyder at ejernes afkastkrav er 10,45 % for at ville investere i SAS.

7.2 Fremmedkapitalomkostningen

Fremmedkapitalomkostningen angiver det afkastkrav, som långiverne forlanger for at stille deres penge til rådighed for virksomheden. Formlen for fremmedkapitalomkostningen er:¹⁶⁰

¹⁵⁹ Financial Statement Analysis s. 264, Christian Petersen & Thomas Plenborg

¹⁶⁰ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 43, Ole Sørensen

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t_s), \text{ hvor}$$

$r_g =$	lånerente
$r_f =$	risikofri rente
$r_s =$	selskabsspecifikt risikotillæg
$t_s =$	selskabsskatteprocenten

Under de tidligere afsnit af nogle af disse faktorer fundet, da vi i afsnit 7.1.1 fandt den risikofrie rente til 0,6435 %. I afsnit 5.5 under tabel 5.4 er der fundet selskabsskatteprocenten til 22 %, og disse vil naturligvis blive genanvendt i dette afsnit.

For at fastlægge det selskabsspecifikke risikotillæg, så kan dette gøres på to forskellige måder. Den første måde er i virksomhedens lånerente, som blevet fundet i afsnit 5.6.2.2 i tabel 5.9. Den anden metode er at tage udgangspunkt i selskabets kreditrating. Ved kreditratings, så vil en højere rating give en mindre vurderet risiko, hvorfor risikotillægget mindskes. Omvendt, betyder en lavere rating, at det er forbundet med højere vurderet risiko og risikotillægget forhøjes. I sommeren/efteråret 2016 blev SAS rated til B af både Rating and Investment Information og Standard & Poor's. Der er i tabel 7.1 vist, hvordan risikopræmien for de enkelte ratings kan svinge. I tabellen er der blevet brugt en amerikansk statsobligation, hvilket ikke direkte er sammenligneligt med SAS, da de hovedsageligt opererer i Skandinavien.

Tabel 7.1 Oversigt over risikopræmie ved en 10-årig amerikansk statsobligation i %

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Høj	1,9	2,4	3,6	4,7	11,2	13,1
Lav	0,6	0,7	0,8	1,3	2,6	3,2
Gennemsnit	1,25	1,55	2,2	3	6,9	8,15

Kilde: Financial Statement Analysis s. 291, Christian Petersen & Thomas Plenborg (2012)

SAS er blevet sat af Standard & Poor's til stabil, mens den af Rating and Investment Information er positiv, hvilket indikerer at SAS befinder sig under gennemsnittet i denne tabel for B virksomheder.

I afsnit 5.6.2.2 er den gennemsnitlige rente i SAS fundet for de seneste 4 år, hvis der tages et gennemsnit af disse: $\frac{(0,0478+0,062+0,0601+0,0449)}{4} = 0,0537$, hvilket giver en gennemsnitlig rente på 5,37 %. Det er derfor valgt at bruge den gennemsnitlige rente for de seneste 4 år. For at give det mest retvisende billede.

Dermed kan fremmedkapitalomkostningen beregnes ved:

$$r_g = (r_f + r_s) * (1 - t_s) = (0,6435 \% + 5,37\%) * (1 - 22\%) = 0,0469 = 4,69 \%$$

7.3 Den vægtede kapitalomkostning – WACC

I afsnit 7 er formelen for den gennemsnitligt vægtet kapitalomkostning vist, og er således:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g$$

I ovenstående afsnit, så er både r_e og r_g blevet beregnet til 10,45 % og 4,69 %. For at kunne lave den endelige beregning af WACC, så skal selskabets kapitalstruktur findes.

Det antages, at markedsværdien for NFF matcher med værdien, som er fundet i selskabets reformulerede balance, som pr. 31.10.2016 udgjorde 16.792 mio. SEK. Derefter skal man finde markedsværdien af egenkapitalen, som gøres ved at gange aktiekursen med antallet af aktier. Værdien mellem markedsværdien af fremmedkapitalen og egenkapitalen giver den samlede virksomhedsværdi, som er:¹⁶¹

$$V_0^{EV} = V_0^E + V_0^{NFF}, \text{ hvor}$$

V_0^E = markedsværdi af egenkapitalen

V_0^{NFF} = markedsværdi af netto finansielle forpligtelser

V_0^{EV} = markedsværdi af virksomheden

SAS havde pr. 31.10.2016 en aktiekapital på 337.082.551¹⁶² til en kurs på 14,2 SEK d. 06/4-2017 jf. bilag 7.

$$V_0^E = 337.082.511 * 14,2 = 4.786.572.224 \text{ SEK}$$

$$V_0^{NFF} = 16.792.000.000 \text{ SEK}$$

$$V_0^{EV} = 4.786.572.244 + 16.792.000.000 = 21.578.572.244 \text{ SEK}$$

$$\frac{V_0^E}{V_0^{EV}} = \frac{4.786.572.224}{21.578.572.244} * 100 = 22,18 \%$$

$$\frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} = \frac{16.792.000.000}{21.578.572.244} * 100 = 77,82 \%$$

Kapitalstrukturen i luftfartsindustrien er på 67,5 % i egenkapitalvægtning og 32,5 % i fremmedkapitalvægtning¹⁶³, hvor SAS har en helt modsat kapitalstruktur. SAS har igennem de seneste år

¹⁶¹ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 42, Ole Sørensen

¹⁶² Note 21 i SAS årsrapport 2015-2016 s. 81

blevet nødsaget til at hente yderligere kapital samt at aktiekursen er faldet, hvilket har medført en forringet kapitalstruktur i selskabet. I takt med en forventet bedre fremtid i form af omkostningsreduktion og vækst i branchen, så forventes egenkapitalen i selskabet at stige og dermed reducere denne forskel.

WACC kan nu beregnes som:

$$WACC = \frac{V_0^E}{V_0^{EV}} * r_e + \frac{V_0^{NFF}}{V_0^{EV}} * r_g = 22,18 \% * 10,45 \% + 77,82 \% * 4,69 \% = 5,97 \%$$

Dette viser, at det gennemsnitlige afkastkrav er 5,97 %, når begges afkastkrav medtages.

8. Værdiansættelse

Der vil nu blive foretaget den enlige værdiansættelse af SAS, som sker på baggrund af opgavens tidligere analyser og konklusioner. Der vil til denne værdiansættelse blive brugt DCF-modellen, da denne er den mest brugte og anvendte i praksis. Derudover kunne man have brugt andre modeller såsom RIDO-modellen, hvor man kan kontrollere resultatet, da modellerne burde fremkomme med samme resultat.

Grunden til at netop DCF-modellen er valgt er, at man anser finansieringsaktiviteten for at være uden værdiskabende effekt. Værdiskabelsen bør alene ske efter forventningerne fra driftsaktiviteten.

Nu vil DCF værdiansættelsesmetoden kort blive redegjort for, samt nævnt fordele og ulemper ved modellen.

8.1 DCF-modellen

DCF-modellen er en indirekte model, hvor analytikeren skal estimere virksomhedsværdien inden brug. Egenkapitalen fås ved at tage markedsværdien og fratrække de netto finansielle forpligtelser. Beregningen af det frie cash flow sker ved følgende måde:¹⁶⁴

$$FCF_t = DO_t - (NDA_t - NDA_{t-1}) = DO_t - \Delta NDA$$

Virksomhedsværdien bliver beregnet med følgende formel:¹⁶⁵

$$V_0^{EV} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc - g)(1 + wacc)^T}$$

For at beregne aktionærværdien fratrækkes værdien med de netto finansielle forpligtelser, NFF_0 .¹⁶⁶

¹⁶³ Financial Statement Analysis s. 248, Christian Petersen & Thomas Plenborg

¹⁶⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 33, Ole Sørensen

¹⁶⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 33, Ole Sørensen

$$V_0^E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{FCF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} - NFF_0$$

Modellen gør, at det frie cash flow tilbagediskonteres, hvor det frie cash flow er det maksimale beløb aktionærene kan få udbetalt som dividende.

DCF-modellen er let at anvende, da der ikke tages udgangspunkt i bogførte værdier i balancen. Modellen kræver at analytikeren har et indgående kendskab til virksomheden for at den kan anvendes meningsfyldt. Derudover forudsætter DCF-modellen en vis form for professionalisme hos analytikeren.¹⁶⁷

Det er svært for analytikeren, at identificere cash inflow fra investeringerne på kort sigt. Værdien bliver derfor skabt på den fremtidige performance i DCF-modellen, hvilket kan være meget usikkert, da det er analytikerens forudsætninger.

8.2 værdiansættelse med DCF

Der er igennem tidligere stillet forudsætninger udarbejdet og opstillet værdiansættelsen her:

Tabel 8.1 Værdiansættelse af SAS, mio. SEK

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	2.372	3.377	4.371	4.519	4.299	4.134
Netto driftsaktiver (NDA)	22.095	29.263	36.420	43.980	47.290	49.702	52.214
Årlig vækst i NDA		7.168	7.157	7.560	3.310	2.412	2.512
FCF = DO - NDA		-4.796	-3.780	-3.189	1.209	1.887	1.622
WACC	5,97 %						
Tilbage diskonteringsfaktor		0,9403	0,8842	0,8314	0,7817	0,7351	
PV FCF		-4.510	-3.342	-2.651	945	1.387	
PV FCF t.o.m. 2020/2021	-8.171						
Terminalværdi (TV) FCF	32.628						
PV af TV FCF	24.457						
Virksomhedsværdi FCF	24.457						
- Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	-16.792						
Værdi af egenkapital	7.665						
Antal aktier mio. stk.	337,1						
Værdi pr. aktie	22,74						

¹⁶⁶ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 34, Ole Sørensen

¹⁶⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse s. 36, Ole Sørensen

Interval $\pm 5\%$	
Øvre værdi	23,88
Nedre værdi	21,60

Kilde: Egne beregninger

Forudsætningerne for driftsoverskuddet og NDA er beskrevet i budgetteringen af disse. Driftsoverskuddet indeholder ikke finansielle omkostninger, da disse er indregnet når det opgøres på totalbasisindkomst. Dermed bliver driftsoverskuddet til det frie cash flow til gæld og egenkapital. Det betyder med andre ord, at dette skal SAS bruge til at afbetale på deres långivere og ejere. I de år, hvor det frie cash flow er negativt, så skyldes det, at selskabets investeringer i driftsaktiverne er større end driftsoverskuddet. SAS er som tidligere beskrevet nødt til at for nye sin flåde, hvilket de næste par år vil kræve store investeringer heri. Det er derfor naturligt at det frie cash flow er negativt i de første år grundet disse investeringer. Der er budgetteret med fald i omkostningerne de første par år, hvilket skyldes SAS nuværende strategi, hvor de fokuserer på omkostningsreduktion. Efterfølgende vil omkostningerne stige til et naturligt leje, som vil være på niveau med den generelle udvikling i verdensøkonomien og udviklingen i de nordiske lande.

Der er i perioden givet et bud på, hvordan fornyelsen af flyflåden samt ekspansionen i SAS vil se ud i de kommende år, hvor SAS vil skille sig af med nogle fly, mens de stadig vil vokse, som de har gjort hidtil. I terminalperioden er givet et bud på, hvordan et normaliseret frit cash flow vil se ud.

I min tilbagediskonteringsfaktor, så er den estimerede WACC benyttet, og den er efterfølgende blevet beregnet som $TDF = 1 * (1 - wacc)^t$. WACC er blevet brugt i tilbagediskonteringsfaktoren, da den viser den forventede forretning ved den vægtede kapital.

Den fremtidige vækstrate er sat til 2,25 %, hvilket stemmer overens med omsætningens udvikling i perioden, som stammer fra budgetteringen, hvor det forventes at SAS ikke opnår lige så stor vækst som resten af markedet.

Terminalværdien er blevet beregnet ud fra formelen:

$$TV = \frac{FCF_{T+1}}{(wacc-g)(1+wacc)^T} = \frac{1.751}{(0,0597-0,02)*(1+0,0597)^5} = 32.628 \text{ mio. SEK}$$

Efterfølgende er virksomhedsværdien fundet ved $-8.171 + 32.628 = 24.457$ mio. SEK, og ved at fratrække værdien af de netto finansielle forpligtelser, så er værdien af egenkapitalen $24.457 - 16.792 = 7.665$ mio. SEK.

SAS har jf. note 21 aktier for 337,1 mio., hvilket giver en estimeret aktieværdi på 22,74 SEK pr. aktie. Dette kan ikke konkluderes at være den sande værdi for SAS, og derfor er der opstillet et 5 % interval, hvor den er beregnet til at ligge i intervallet 21,6-23,88.

Sammenlignet med værdien på euroinvestor, pr. 06.04.2017, som lå på 14,2 SEK, så kan det ses at den estimerede værdi over den reelle markedsværdi. Dette skyldes, at der er opstillet egne forventninger på baggrund af de fundne informationer, som har givet en højere budgettering af SAS' udvikling i fremtiden end markedet forventer.

8.2.1 Forudsætninger for værdiansættelsen

Den estimerede værdi i værdiansættelsen er ikke nødvendigvis den sande værdi, da dette skyldes mange faktorer, som er blevet estimeret med egne forudsætninger baseret på analyserne i opgaven.

SAS har haft en svingende udvikling i omsætningen igennem de seneste år, men det vurderes at den positive udvikling på markedet vil til gode se SAS i de kommende år, og derfor er der budgetteret med en positiv vækst i alle årene, hvilket er optimistisk, men på baggrund af selskabets strategiske mål.

Der er i opgaven lagt vægt på at SAS stadig står overfor at skulle reducere i deres omkostninger, hvilket kan ses i budgetteringen, hvor de første år er med faldende omkostninger til løn og andre driftsomkostninger.

SAS har igennem de seneste år reduceret antallet af medarbejdere, som har bidraget til faldende lønomkostninger. Derudover, så er de andre driftsomkostninger ligeledes faldet over de seneste 3 år med 1,176 %. SAS er i gang med at for nye sin flyflåde, hvor at disse nye fly gerne skulle reducere selskabets brændstofforbrug med 15-20 %, men hvor at udviklingen i oliepriserne vil reducere denne besparelse. SAS oplyser ikke hvor mange af de gamle fly som vil blive solgt/opsagt deres leasingaftaler, hvorfor det forudsættes, at nogle af flyene er til ekspansion for at kunne få fat i markedet for "leisure travellers", som lavprisselskaberne bygger deres vækst på.

Grundet denne ekspansion samt levering af nye fly vil medføre stigende udgifter til afskrivningerne i selskabet.

9. Følsomhedsanalyse

Der er relativ stor usikkerhed ved at benytte værdiansættelsesmodeller, og derfor er forskellige scenarier vigtige, når der laves en værdiansættelse. De forventede værdier er et gennemsnit af en lang række mulige udfald, og derfor er følsomhedsanalysen vigtig til at kunne se på ændringer i faktorerne. Det er vigtigt at analytikerens fører en objektiv tilgang til værdiansættelsen, for at opnå bedst mulige resultat.

9.1 Følsomhedsanalyse af WACC

I dette afsnit vil der blive opstillet forskellige scenarie, hvor der vil blive beregnet ændringer ved

$\pm 5, 10$ og 15% i de vigtigste faktorer i værdiansættelsen. Ved estimering af WACC er der en usikkerhed, og en ændring i en af faktorerne kan have indflydelse på den endelige estimerede værdi. I nedenstående tabel er opstillet ændring i kursen ved ændringer på $\pm 5, 10$ og 15% .

Tabel 9.1 Følsomhedsanalyse af faktorer i WACC

	15 %	10 %	5 %	0 %	-5 %	-10 %	-15 %
Beta	13,82	16,45	19,5	22,74	26,18	29,84	33,74
Risikofri rente	20,37	21,21	22,14	22,74	23,66	24,59	25,22
Markedets risikopræmie	13,82	16,45	19,5	22,74	26,18	29,84	33,74
Selskabsspecifikt risikotillæg	9,65	13,82	18,09	22,74	28,15	33,74	39,91

Kilde: egne beregninger

Denne følsomhedsanalyse viser, at WACC'en ændres mest ved ændringer i selskabets specifikke risikotillæg.

9.2 Følsomhedsanalysen af budgetteringen

Der er ligeledes stor usikkerhed ved budgetteringen, da den bygger på estimerede værdier, som er fundet igennem analyserne. Der er derfor stor usikkerhed omkring fastsættelsen, da ingen kan forudsige fremtiden præcist. Der laves derfor to yderligere scenarier, hvor den ene er, et best case scenarie og den anden et worst case scenarie.

9.2.3 Best case

I dette scenarie vil der blive taget udgangspunkt i at SAS opnår samme vækst i omsætning som markedet i luftfartsindustrien generelt på $3,7\%$ de næste 5 år og derefter vil terminalperioden være med en konstant vækst på 3% . Alle andre faktorer bibeholdes, som budgetteret.

I bilag 9 er ændring vist, hvor at værdien bliver estimeret til 160,64 SEK pr. aktie, hvilket ikke vurderes ret sandsynligt for at ske i fremtiden grundet presset i branchen.

9.2.4 Worst case

I dette scenarie vil der blive taget udgangspunkt i at SAS opnår en lavere vækst i omsætning grundet konkurrencen fra lavprisselskaberne samt at de vinder SAS markedsandele i Skandinavien. Derfor budgetteres med et fald på 1% i omsætningen over de næste 4 år, hvor at år 5 og terminalperioden vil have en vækst på 1% . Investeringen i nye fly vil kun se over de næste 2 år, mens den inverse AOH vil derefter være konstant. Alle andre faktorer bibeholdes, som budgetteret.

I bilag 10 er ændring vist, hvor at egenkapitalværdien bliver estimeret til - 57.126 mio. SEK, hvilket vil betyde at aktie værdi vil være 0 og selskabet vil gå konkurs. Dette scenarie vurderes at være mere

sandsynligt end best case scenariet, da selskabet står i udfordringer på markedet og har svært ved at generere samme vækst som lavprisselskaberne, hvor disse udgør en større og større udfordring for selskabet.

9.3 Konklusion på følsomhedsanalysen

Der er i dette afsnit opstillet scenarier på ændring i WACC samt ændringer i budgetterede forudsætninger. Den største påvirkning af værdien sker ved ændring i de budgetterede forudsætninger, hvor dette påvirker aktieværdien mest. Ændringer i faktorerne i WACC'en har ligeledes en meget stor påvirkning på aktiekursen.

10. Konklusion

SAS er en virksomhed, som har en lang traditionshistorie bag sig, hvor virksomheden toppede i branchen i 1980'erne. Selskabet var højt respekteret og de ansatte var stolte af at repræsentere SAS. SAS var dengang en stor virksomhed med mange forskellige grene, såsom hotelkæder, joint venture via et selskab, som solgte pakkerejse. I 1990'erne blev det strategiske samarbejde Star Alliance grundlagt med SAS som et af de grundlæggende selskaber, og SAS er den dag i dag stadig medlem i denne alliance, som sikre et større netværk igennem samarbejdet og mulighed for at nå endnu flere destinationer end et enkelt selskab kan opnå. I 2001 begyndte krisen for alvor at melde sin ankomst i selskabet, da verden blev ramt af terrorangrebet i New York og SAS blev udsat for selskabets største flyulykke i selskabets historie samtidig med at selskabet blev idømt en bøde for karteldannelse med Maersk Air. Selskabet har siden 2001 haft store problemer med at tilpasse virksomheden og indlede de nødvendige spareprogrammer for at sikre virksomheden en god konkurrence evne. I 2008 blev verdenen ramt af en finanskrisen, hvor at selskabet de efterfølgende år i 2009 og 2010 var tæt på konkurs, men blev reddet igennem aktieemissioner. Siden 2011 har selskabet fokuseret på deres kerneforretning, og frasolgt datterselskaber, og indledt flere spareprogrammer for at kunne matche branchens nye vilkår, hvor pris spiller en afgørende rolle for forbrugernes valg. SAS forsøger igennem deres strategiske initiativer at forbedre selskabets konkurrenceevne, så der i fremtiden stadig er plads til SAS i branchen. SAS er i dag ejet af den svenske, norske og danske regering samt Knut & Alice Wallenberg's fonden, hvor disse tilsammen har over 50 % af selskabets aktier.

SAS bliver påvirket af mange forskellige faktorer, hvor den største er de økonomiske faktorer, da selskabet er meget konjunkturfølsomt. Selskabet og branchen bliver ekstra hårdt ramt ved lav konjunkturer, hvilket gør at selskaberne må kunne modstå disse udsving i økonomien. SAS har været særlig påvirket af konjunkturerne, hvilket kan ses i selskabets historie, hvor at finanskrisen var tæt på at koste selskabets

eksistens. Ud over den generelle økonomiske udvikling, så spiller oliepriserne ligeledes en meget stor rolle på selskabet, da selskabets driftsomkostninger, løn og brændstof mm udgør ca. 85 % af selskabets omsætning, hvilket er højt. Derfor spiller udviklingen i olieprisen en afgørende rolle på selskabets udvikling i omkostningerne, da en stigning i olieprisen vil medføre en stigning til brændstofomkostningerne, som vil medføre et faldende EBIT.

SAS er i en branche med stor rivalisering, hvor det er lavprisselskaberne som presser de etablerede netværksselskaber ved at kunne tilbyde meget billige flybilletter, hvor at netværksselskabernes forretningsmodel gør at selskaberne vil give underskud, hvis de skal konkurrere på prisen. Det er vigtigt for de etablerede selskaber, at omstille sig til de nye tider, hvor "lesuire travellers" vil komme til at dominere fremtidens vækst. Det vigtigste parameter for netop denne gruppe er prisen, hvorfor netværksselskaberne bliver nød til at ændre selskabernes forretningssetup for at kunne bevare deres konkurrence evne. SAS udfordringer på dette er klart selskabets omkostningsstruktur, som spænder ben for selskabet. Selskabet må og skal fokusere på omkostningerne i selskabet, da forbrugerne efterspørger lave priser. Selskabet har igennem de seneste år haft svært ved at omstille selskabet, hvor de har iværksat store strategier, hvor der skulle fokuseres på kerneforretningen og frasælge andre underskudsgivende aktiviteter.

Selskabet skal i fremtiden ikke være omkostningsleder, da hele virksomhedens setup ikke kan matche denne ambition. Det er derfor nødvendigt for at selskabet at fokusere på omkostningsreduktion for at forbedre selskabets konkurrence evne, således at selskabet kan matche kundernes efterspørgsel og derigennem opnå en vækst. Selskabets primære strategi skal være differentiering, da kunderne ligeledes efterspørger en god service. Kunderne ønsker rent faktisk at flyve med SAS, men grundet selskabets priser, så har de ofte valgt andre flyselskaber, hvilket går udover selskabets mulighed for vækst. SAS er på sporet igennem deres strategi, hvor de fokusere på de ting, som kunderne gerne vil betale ekstra for, da dette er selskabets eneste mulighed for overlevelse i en branche, hvor at konkurrencen er utrolig hård.

SAS har igennem de seneste 5 år været ude på en stor rutschetur, da selskabet har haft svært ved at genere en positiv vækst. Igennem de reformulerede opgørelse, så er den historiske analyse kunne blive foretaget. Selskabet har kun formået i 2014/2015 at have et tilfredsstillende return on equity, hvor de andre år har været negativt eller meget begrænset. Rentabiliteten i selskabet er blevet forbedret, ROE i 2012/2013 var -0,48 % og dette er blevet forbedret til et positivt resultat på 0,21 % i 2015/2016. Selskabets afkast på driften har i perioden ligget på et acceptabelt niveau, hvor det kun i 2013/2014 havde et negativt afkast på -2,22 %. Selskabet har derfor over analyserede periode formået at opnå et positivt afkast igennem investering i driften.

I den finansielle udvikling i selskabet er der sket en negativ udvikling, da selskabet har haft en stigende finansiell gearing fra 1,62 i 2012/2013 til 2,63 i 2015/2016, hvilket betyder at selskabet har 2,63 gange så mange finansielle forpligtelser end selskabet har egenkapital. Denne store negative udvikling skyldes i høj grad omstruktureringen af pensionsforpligtelserne, da disse blev nedskrevet og selskabet måtte tilføre yderligere kapital igennem en aktieemission. Den finansielle gearing påvirker selskabets return on equity negativt, hvilket kan ses på effekten af den finansielle gearing, hvor den har været -0,03 i 2015/2016.

Alt i alt har selskabet haft en acceptabel udvikling over de seneste år, hvor at ændringen i regnskabspraksis omkring pensionsforpligtelserne har haft en negativ påvirkning på selskabet. Selskabets drift har bidraget positivt, hvilket er meget positivt, da markedet er hårdt præget af konkurrence.

SAS står overfor for nogle afgørende år i fremtiden, da selskabet skal have tilpasset forretningen til at kunne konkurrere mod lavprisselskaberne. Der er i budgetteringen taget højde for de fremfundne resultater fra den strategiske analyse samt selskabets historiske nøgletal. Der er generelt budgetteret med et optimistisk syn på fremtiden i selskabet, da dette understøttes via udviklingen i nøgletallene samt den generelle udvikling i branchen.

Selskabets kapitalstruktur er ligeledes anderledes i forhold til branchen generelt, hvor at egenkapitalvægtningen udgør 67,5 % og 32,5 % i fremmedkapitalvægtning. SAS har en næsten direkte modsat kapitalstruktur, hvilket påvirker WACC positivt, da afkastkravet på fremmedkapitalen er lavere end afkastkravet på egenkapitalen. Selskabets systematiske risiko er forholdsvis høj, hvilket afspejler virksomhedens konjunkturfølsomhed, hvor at selskabet er ekstra udsat.

Den endelige værdiansættelse, som er foretaget igennem DCF-modellen, viser med udgangspunkt i opgavens strategiske analyse, regnskabsanalyse samt budgetteringen og fastlæggelsen af de gennemsnitlige kapitalomkostninger, så er den teoretiske værdi af SAS 22,74 SEK pr. aktie, og med et 5 % interval, så er værdien mellem 21,6-23,88 SEK pr. aktie.

Der er endvidere blevet foretaget en følsomhedsanalyse, hvor at budgetteringen er blevet påvirket ved ændring i selskabets omsætning. Selskabet vil igennem en forhøjet omsætning på niveau med markedet have en estimeret værdi på 160,64 SEK pr. aktie mod et svigt i omsætningen, så vil selskabet gå konkurs.

Det kan dermed konkluderes at det er en god idé at investere i SAS, hvis de opstillede forudsætninger opfyldes, da aktien dermed er undervurderet på markedet i øjeblikket.

11. Litteraturliste

Bøger:

- Schack, Bent (2002), Regnskabsanalyse og Virksomhedsbedømmelse, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag
- Sørensen, Ole (2017), Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En Praktisk Tilgang. 5. udgave, Gjellerup
- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C. og Allen, Franklin (2014), Principles of Corporate Finance. McGraw-Hill Education
- Petersen, Christian V. & Thomas Plenborg (2012), Financial Statement Analysis, Pearson Education Limited
- Henry, Anthony E. (2011), Understanding Strategic Management, 2. udgave, Oxford university press
- Koller, Tim & Goedhart, Marc & Wessels David (2010), Valuation, 5. udgave, Wiley
- Andersen, Ib (2013), Den skinbarlige virkelighed – vidensproduktion i samfundsvidenskaberne, Samfundslitteratur
- Bjørnelid, Richard (2012) SAS – Kunsten at sænke et flyselskab, Lindhardt og Ringhof
- Horn, Peter og Willumsen, Jens W. (2006), SAS når tiden er vigtigst – Historien om SAS' turnaraound, Børsensforlag
- Hanlon, Pat (2007) Global Airlines – competition in a transnational industry, Elsevier Ltd

Rapporter:

SAMAK's rapport om luftfart

<http://samak.info/wp-content/uploads/2017/01/SAMAKs-rapport-om-luftfart.pdf>

Luftfartens samfundsøkonomi:

<https://www.trm.dk/da/publikationer/2016/luftfartens-samfundsoekonomi>

Højhastighedstog i Norden:

<https://www.regionh.dk/til-fagfolk/trafik/Analyser-og-rapporter-om-trafik/mobilitet/Documents/HoejhastighedstogiNordenmedHamborg.pdf>

Now we begin our new Journey 4 excellance:

<http://www.sasgroup.net/en/wp-content/uploads/sites/2/2014/10/4Excellence-strategy-2011-English.pdf>

Årsrapporter:

SAS Group: Annual report 2011

SAS Group: Annual report 2012

SAS Group: Annual report 2012/2013

SAS Group: Annual report 2013/2014

SAS Group: Annual report 2014/2015

SAS Group: Annual report 2015/2016

British Airways: Annual report 2014

British Airways: Annual report 2015

Easyjet: Annual report 2013/2014

Easyjet: Annual report 2014/2015

Easyjet: Annual report 2015/2016

Lufthansa: Annual report 2014

Lufthansa: Annual report 2015

Norwegian: Annual report 2013

Norwegian: Annual report 2014

Norwegian: Annual report 2015

Ryanair: Annual report 2013/2014

Ryanair: Annual report 2014/2015

Ryanair: Annual report 2015/2016

Hjemmesider:

<http://www.sasgroup.net>

<http://sasground.com/>

<http://staralliance.com>

<http://www.dst.dk/da/Statistik/nyt/NytHtml?cid=20645>

<http://hduddannelse.dk/porters-five-forces/>

<https://orbis-bvdinfo-com.esc-web.lib.cbs.dk:8443/home.serv?product=orbisneo&loginfromcontext=ipaddress>

<http://skm.dk/skattetal/statistik/generel-skattestatistik/selskabsskattesatser-i-eu-landene-1995-2016>

<http://www.boeing.com>

<http://europa.eu>

<http://da.tradingeconomics.com/country-list/rating>

<http://airbus.com>

<http://iata.org/economics>

<http://911memorial.org/faq-about-911>

<http://www.nasdaqomxnordic.com/>

<http://airfleets.net/ageflotte>

<http://avcenter.dk/videokonference-11>

<http://cph.dk>

<http://statoil.com>

<http://moneyterms.co.uk/>

<http://businessdictionary.com/>

<http://moneyterms.co.uk>

<http://norwegian.com/dk/om-os/company/investor-relations/>

<http://www.euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-copenhagen/sas-ab/464549>

<http://www.investopedia.com/terms/e/earnings-management.asp>

<http://dat.dk/acmi-og-wet-lease/>

Artikler:

Ekspert om SAS-salg: Historisk brud:

<http://www.dr.dk/nyheder/penge/ekspert-om-sas-salg-historisk-brud>

SAS analytiker: SAS er umådeligt presset:

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/sas-analytiker-sas-er-umaadeligt-preset>

SAS overvejer at flytte del af flyflåde:

<https://www.dr.dk/nyheder/penge/sas-overvejer-flytte-del-af-flyflaade-vaek-fra-skandinavien>

Gigantisk udbygning i Københavns Lufthavne – SAS er ikke glade:

<http://nyheder.tv2.dk/erhverv/2016-12-15-gigantisk-udbygning-i-koebenhavns-lufthavne-sas-er-ikke-glade>

Expanding CPH:

<https://www.cph.dk/om-cph/presse/expandingcph/>

Dette nye fly skal ruste SAS til kampen mod ærkerival:

<http://nyheder.tv2.dk/erhverv/2016-10-25-dette-nye-fly-skal-ruste-sas-til-kampen-mod-aerkerival>

Aktieanalyse: SAS præget af ny historisk optimisme:

<https://penge.dk/investering/aktieanalyse-sas-praeget-af-ny-historisk-optimisme>

Virksomhedsprofil:

<http://www.investorbriefing.dk/default.asp?Content=Virkprof&Menu=3&ID=3476>

Kommissionen idømmer SAS & Maersk Air bøder for aftale om markedsdeling:

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-01-1009_da.htm

Endegyldigt farvel til the businessmans airline:

<http://www.check-in.dk/endegyldigt-farvel-til-the-businessmans-airline/>

Dette har 9/11 betydet for luftfarten:

<http://check-in.dk/dette-har-911-betydet-for-luftfarten/>

IATA: Det er sikkert at flyve:

<http://check-in.dk/iata-det-er-sikkert-at-flyve/>

SAS signs new deal with Statoil:

<http://sasgroup.net/en/sas-signs-new-deal-with-statoil/>

SAS lancerer omfattende plan for at forbedre rentabilitet:

<http://www.sasgroup.net/en/sas-lanserar-omfattande-plan-for-att-forbattralonsamheten-och-sakerstallalangsiktig-finansiell-beredskap/>

SAS strejke påvirkede indtjeningen:

<http://check-in.dk/sas-strejke-paavirkede-indtjeningen/>

Lufthansa aflyser langruter lørdag:

<http://check-in.dk/lufthansa-aflyser-langruter-loerdag/>

SAS reducere slots i Heathrow:

<http://check-in.dk/sas-reducerer-slots-i-heathrow/>

Så meget koster et nyt passagerfly:

<http://check-in.dk/saa-meget-koster-et-nyt-passagerfly/>

Dobbelt så mange flypassagerer:

<http://check-in.dk/dobbelt-saa-mange-flypassagerer-20-aar/>

Japansk tog sætter verdensrekord:

<http://ing.dk/artikel/japansk-magnet-tog-saetter-verdensrekord-603-kilometer-i-timen-175572>

Nyt lyntog skal kører 2900 km/t:

<http://nyheder.tv2.dk/udland/2014-05-20-nyt-lyntog-skal-kunne-køre-2900-kmt>

Endnu et flyselskab konkurs:

http://borsen.dk/nyheder/virksomheder/artikel/1/236029/endnu_et_flyselskab_konkurs.html

Dommer blokerer Trumps forbud:

<http://dr.dk/nyheder/udland/dommer-blokerer-trumps-indrejseforbud>

SAS strejke holder over 50 fly på jorden:

<http://dr.dk/nyheder/indland/sas-strejke-holder-over-50-fly-paa-jorden-mandag>

SAS frikendt i kartelsag:

<http://check-in.dk/sas-frikendt-i-kartelsag/>

EU-kommissionen: SAS fik ikke ulovlig statsstøtte:

<http://check-in.dk/eu-kommissionen-sas-fik-ikke-ulovlig-statsstoette/>

EU: SAS & Maersk Air bag kartel:

<http://finans.dk/artikel/ECE4202458/eu:sas-og-maersk-air-bag-kartel/?ctxref=ext>

Fact fuel:

http://iata.org/pressroom/facts_figures/fact_sheets/Documents/fact-sheet-fuel.pdf

Passagerertraffik holder stærk trend:

<http://iata.org/pressroom/pr/Pages/2015-12-03-01.aspx>

Flere danskere går op i miljøpolitik:

<http://b.dk/nationalt/flere-danskere-gaar-op-i-miljoepolitik>

Flytraffik:

<http://climateminds.dk/ressourcerum/transport/flytrafik/>

Airbus vs. Boeing:

<http://airwaysmag.com/industry/boeing-vs-airbus-in-2016/>

Udledninger fra fly:

<http://trafikstyrelsen.dk/DA/Luftfart/Flyvepladser-og-luftrum/Miljo-og-luftfart/Udledninger-fra-fly>

SAS lægger ny vagtplan efter USA's indrejseforbud:

<http://business.dk/transport/sas-laegger-ny-vagtplan-efter-usas-indrejseforbud>

SAS glipper trecifret milliongevinst:

<http://business.dk/transport/sas-gaar-glip-af-trecifret-millongevinst-paa-lav-oliepris>

Easyjet kritiserer statsstøtte til SAS:

<http://business.dk/transport/easyjet-kritiserer-statsstoette-til-sas>

Bilag 1: Interview med Jacob Pedersen, Aktieanalysechef i Sydbank

Mark:

SAS har igennem de seneste tre til fire år været i gang med en omstrukturering af selskabet, og hvordan vurderer du, at selskabet har klaret dette?

Jacob:

Jeg synes, at SAS har været lidt af humblebi, der ikke ved at den ikke kan flyve, da selskabet har et for højt omkostningsniveau, men har gjort rigtig meget over de seneste år for at tilpasse sig, men har fået et par kapitaltilførsler tilbage i 2009 og 2010. Uden disse havde selskabet ikke eksisteret i dag. Det er der ingen tvivl om. Ledelsen har arbejdet med, det som udefra ser ud til, at de er lidt efter kurven, så har man gjort rigtig meget på omkostningerne, hvor de har fået skabt et bedre rentabilitetsniveau i forretningen, og de har fået bedre styr på, hvor man har kunderne, og i det hele taget den strategi man følger

"4excellencenextgeneration" har man eksekveret sig fint på. Det er ikke det sammen som at sige det har været fejlfrit, da f.eks. omkostningsreduktionen ikke er kommet så hurtigt som jeg gerne havde set, men i det store hele, så har SAS fokuseret på de markedsområder, hvor der er plads til SAS, og hvor de kan gøre en forskel.

Mark:

Er SAS i mål med deres omstrukturering og hvad skal der til for at de kommer i mål?

Jacob:

Om SAS nogensinde kommer i mål, det er jeg ikke sikker på de gør, da dette er en industri, hvor der er en kraftig bevægelse mod lavest fællesnævner på lønniveauet, ja, omkring deres overenskomster. I et marked hvor der er grænser for hvor meget de forretningsrejsende kan øge deres aktiviteter, hvor der alligevel blive ved med at dukke nye passagerer op til fritidsdestinationerne. Dette er en udvikling som tydeligt favoriserer lavprisselskaberne ganske meget, så jeg tror ikke at man kommer til at nå et punkt, hvor man kan sige at SAS er kommet i mål, da konkurrencen hele tiden vil være der. SAS lever på at have en hel masse netværk omkring det nordiske område, hvor SAS har masser af frekvenser og destinationer ind og ud af norden og internt i norden. Det er langt lettere for lavprisselskaberne som har en strømlinet forretningsmodel at sætte fly ind på nogle af de ruter som SAS flyver på de absolutte bedste tidspunkter og dermed trække nogle af kunderne ned i deres egne fly og det koster for SAS. SAS er nød til at operere med det setup de har, for at imødekomme kundernes fleksibilitet, ønsker og de slags.

Det er ikke en øvelse som stopper for mig, det er noget som man skal fortsætte med når vi kigger fremad. SAS har været for langsomme om at tilpasse sig, da luftfartssektoren er i et svært marked, som er omskifteligt og tingene går lynhurtigt. Det er at kigge på selskabets resultater over de sidste 10-15 år, men

der har alle dage været nogle store fagforeninger tilknyttet luftfartsindustrien, som har haft en stor indflydelse på luftfartsindustrien, i hvert fald blandt de etablerede netværker, de gamle flyselskaber, hvor medarbejderne har haft en stor grad af indflydelse og der er simpelthen grænser for hvor hurtigt SAS har kunne tilpasse deres forretning. I dag kan man godt sige at det man burde have gjort for 15 år siden var bare at opløse SAS, som man kendte og dermed starte et nyt selskab på ny og billigere overenskomster. Dermed har SAS været al for langsom til tilpasningen, hvis man kigger på resultaterne, men man har overlevet indtil videre i hvert fald, så det har ikke kostet SAS livet, og hvis du spørger mig, så har det været svært at gennemføre forandringerne hurtigere, da det er gået stærkt og medarbejderne været massivt indrammet. Det har desværre været nødvendigt og der er kommet en form for destruktion med lavprisselskaberne som er kommet på markedet med en mere strømlinet forretningsmodel med lave omkostninger, som har kunnet trække en hel masse passagerer ud fra de allerede etablerede selskaber markedsandele.

Mark:

Hvad er SAS største styrke og største svaghed på nuværende tidspunkt?

Jacob:

Den største svaghed hos SAS er selskabets historie og det at man er et mellemstort skandinavisk netværksflyselskab fordi det giver bare nogle umuligheder i hele forretningssetupet med for høje lønninger da selskabet er skandinavisk, og kernemarkedet er skandinavisk, så har man bare højere lønninger end over resten af Europa. Et problem er, at der er 3 forskellige lande med forskellige interesser ind over, forskellige pilotforeninger, forskellige foreninger for kabinepersonale, som giver en masse støj og en masse kompleksitet i SAS forretningsmodel. Dette gør at det gør det rigtig dyrt at drive SAS, og det er en af selskabets hel store svagheder. Hvis man havde mere samarbejdsvillige fagforeninger og de havde et fælles mål, så ville det være nemmere at kunne trække lønnen ned og tilpasse forretningen, men sådan er livet bare ikke for selskabet, som man ser i Norwegian og Ryanair og ikke i de gamle flyselskaber.

Deres klart største styrke er, at de har et unikt produkt, og så kan man godt sige "Jaja, det er bare fly", men for rigtig mange passagerer er SAS netværk, kompleksitet, adgang til lounges, ground handling, antallet af destinationer, antallet af afgang der er de unikt i det nordiske område. Det at have et unikt produkt, hvor der er en stor kunde gruppe der har behov for, er rigtig godt for SAS, men SAS bliver nødt til at sikre at selskabet kan tjene penge på produktet, og som bliver svære. Der er intet lettere for et lavprisselskab at indsætte et fly, hvor SAS f.eks. flyver 6 gange på en given rute hver dag. Lavprisselskabet vælger at flyve en enkelt eller 2 gange dagligt og dermed vælge at trække i hele prisniveauet ned og trække kunder ud af SAS, men SAS har et produkt som er bedre end hvad andre kan tilbyde og mange kunder mener at SAS er de

bedste til at operere i det skandinaviske område, men SAS skal sikre sig at det er rentabelt for selskabet med deres produkt.

Mark:

Hvilke udfordringer ser du mht. SAS ejerstruktur, hvor de tre skandinaviske regeringer ejer samlet ca. 42,5 % af selskabet?

Jacob:

Det er rigtig meget historie, som ligger i selskabet og deres DNA. Denne struktur har gjort livet svært for SAS ved større beslutninger, så har der været mange forskellige interesser som skulle tilgode ses. Spørgsmålet er om det er et kæmpe problem i dag, og i en stor udstrækning, så er det, men for mig er det ikke break og break for SAS, da det ligger rigtig meget i staternes ejerskab, og i selskabets konstruktion, at man er hjemmehørende i tre forskellige lande, Sverige, Norge og Danmark. Det er hele den kompleksitet og interessekonflikter som det at være hjemmehørende i 3 lande medfører. Det har det altid været og SAS har formået at tjene gode penge igennem tiderne, især hvis der ses tilbage på 80'erne og før dette. I dag er det dog ikke sådan at SAS skal flyve nogle ruter og har pligt til at flyve og måske få penge af staten. Det er ikke denne situation i dag.

Mark:

Luftfartsindustrien bliver påvirket fra mange eksterne faktorer, men hvilke faktorer spiller nogle større roller på nuværende tidspunkt?

Jacob:

Olieprisen har stor betydning for SAS og de andre flyselskaber, da den forhøjer de faste omkostninger i selskaberne, da flyene bruger næsten ligeså meget brændstof, hvis der er 75 eller 100 passagerer ombord på flyet. Olieprisen er steget kraftigt over det seneste år, og det påvirker i stor stil rentabiliteten i flyselskaberne negativt, og pilen peger i opadretning, hvilket ikke gør det sjovere for selskaberne.

Mark:

Hvilket forhold i luftfartsbranchen vurderer du, at SAS bliver påvirket mest af og hvorfor?

Jacob:

Der er lige nu lavprisselskabernes meget billige billetter, som er blevet endnu billigere efter at de er begyndt at ansætte medarbejderne på de her finurlige kontraktvilkår, som gør det langt, langt billigere end hvad netværksselskaberne kan levere og ansætte efter. General konkurrence fra lavprisselskaberne, som har stor indflydelse på branchen. Derudover kommer flyselskaberne fra Mellemøsten, som er begyndt at

vinde markedsandele på langdistance flyvningerne. For SAS er det hovedsageligt til og fra Asien, hvor de kan være konkurrence dygtige selvom der er mellemlanding mm. på deres produkter, hvor SAS normalt flyver direkte til destinationen. Dette påvirker primært de større selskaber som KLM/Air France, Lufthansa samt British Airways.

Lavprisselskaberne er begyndt at prøve at gøre sig lækre overfor de forretningsrejsende og de større netværksselskaber er begyndt at gøre sig lækre overfor privatrejsende. Selvom kompleksiteten i f.eks. SAS eller Lufthansa er langt større end i lavprisselskaberne, så prøver de at lokke hinandens kunder.

Der er kun to rigtig store spillere på leverandør markedet, hvor der er Airbus og Boeing. Disse har klart en markant indflydelse på valg af flyene i fremtiden, og selvom der er mange små leverandører, så vil det være disse som præger branchen. SAS har tidligere haft andre fly såsom CRJ-900, som de nu har solgt, og det giver forretningsmæssig rigtig god mening, som er med til at afkomplicere flyflåden og gøre den bedre og mere ensartet. Man får nu andre til at flyve disse flyvninger, som har en mere strømlinet forretningsmodel med netop disse flytyper samt det er deres kerneforretning og man kan gøre det billigere og bedre end SAS. Dermed står man tilbage med flytyperne Boeing 737 og Airbus 319, 320 og 321, som kan levere de bedste fly indenfor den europæiske luftfart.

Mark:

Hvad er Yield og hvordan påvirker det SAS?

Jacob:

Yielden er indtægten pr. fløjet sædekilometer. F.eks. hvis du flyver 100 km og har 100 sæder, og der de 100 sæder er fyldt op og du tjener 1 kr. pr. km., så vil indtjeningen være 10.000 kr. Det er den indtjening du har pr. fløjet kilometer pr. sæde.

Det er et grundlag til sammenligning mellem flyselskaberne. Der vil være forskel i indtjeningen på forskellige ruter, da ruten København-Karup har en højere Yield end ruten København-New York. Påvirkningen er svær at sige noget omkring på SAS, men de vil typisk have en lidt højere yield end lavprisselskaberne, da de har en lavere omkostningsstruktur.

Mark:

Hvad er slots og har de stor betydning for SAS?

Jacob:

Slots er de tider, som flyselskaberne får tildelt fra lufthavnene med deres landings og afgangstider. For SAS har det ikke den største betydning, da de er stærkt repræsenteret i det skandinaviske område, og de har baser i de store lufthavne, Oslo, Stockholm og København. Det har større betydning for deres rutenet, da

mange af de større lufthavne, såsom Heathrow, Charles Dé Gulle og Frankfurt, hvor flytrafikken og markedet er meget stort, hvor det giver mening at have nogle meget gode slots. Det vil være umuligt for et nyt flyselskab, at kunne komme ind på markedet i f.eks. Heathrow, hvor der ikke er nogle ledige slots. Dette betyder at nogle slots i Heathrow, hvor man har de gode tider, så kan det være rigtig mange penge værd. SAS har nogle slots i Heathrow, som er meget værdifulde for SAS og for at kunne levere et godt udbud til de forretningsrejsende. Disse slots til gode ser et bestemt kundesegment, som har stor betydning for selskabets konkurrenceevne.

Mark:

SAS har besluttet at oprette nogle baser udenfor Skandinavien, én i London og én i Spanien. Hvordan tror du at det vil påvirke SAS omkostninger inden for de næste par år?

Jacob:

Det har potentiale til at sænke SAS omkostninger markant, da lønudgifterne i Storbritannien kontra Skandinavien er omkring 40 % billigere. Det vil sige at hvis SAS flyttede alle deres fly til London eller Spanien, så ville deres lønomkostninger kunne falde op til 40 %, men så let er det jo ikke, fordi SAS er et Skandinavisk flyselskab, som lever på at fly kan flyve tidligt ud fra Skandinavien om morgenen, og hvis det er sådan at selskabet først skal flyve flyene fra London eller Spanien ind til Oslo, Stockholm eller København. Det vil betyde at man ikke har kunderne længere, så for mig at se, så er der grænser for hvor meget man kan flytte ud i disse baser. I første omgang flytter man 5-8 fly, og for mig at se, så hvis man kommer op over 25 fly, så vil det undre mig grundet deres markedssegment og kundebehov. Større tror jeg ikke potentialet er, og man skal huske at det er dyrt for SAS at starte nye baser, og det vil give underskud, da man ikke bare kan placere 2-3 fly i London eller i Spanien, og tror at det er rentabelt, da det afhænger af stordriftsfordele, og det kan man kun opnå, hvis man har mange fly i baserne. Jeg ser ikke dette revolutionære SAS i fremtiden selvom man kigger på papiret, så har det et kæmpe potentiale, men det tror jeg ikke på at det kommer til.

Mark:

Til sidste så har jeg følgende spørgsmål: *Hvordan tror du at SAS vil klare sig i fremtiden og hvad skal der til for at forbedre deres konkurrenceevne?*

Jacob:

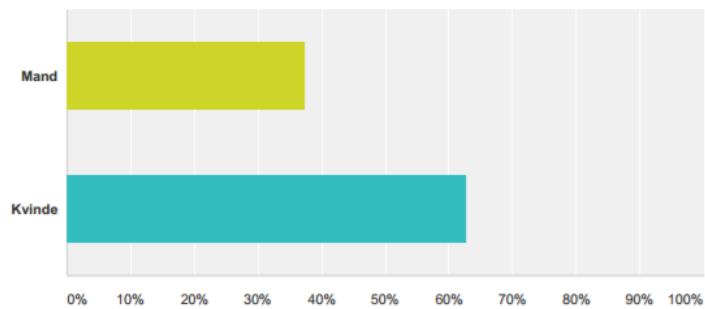
Jeg tror at der er masser muligheder for at kunne reducere omkostningerne selvom de har været i gang over en årrække, og der vil være nye håndtag man kan finde og dreje på, som bliver vigtigt. Når man kigger på SAS og deres markedsmodel, som er en go to market model, så hænger dette godt sammen med hvor

flyselskabet kan gøre en forskel for kunderne. Det eneste SAS aldrig bliver er et decideret lavprisselskab, og det skal være en vej, som man skal være meget forsigtig at gå. SAS gør i øjeblikket det helt rigtigt rent kommercielt, hvor de er meget aggressive, men deres primær fokus skal stadig ligge i at reducere omkostningerne, og dette er også tvunget pga. af omstændighederne som følge af at lavprisselskaberne har baser rundt omkring i Europa med væsentlig færre omkostninger. Man kommer ikke ned på et niveau med Ryanair, da Ryanair strategi er strømlinet og det vil SAS ikke kunne opnå.

Bilag 2: Besvarelserne på spørgeskemaundersøgelsen "Undersøgelse af flyvaner"

Q1 Køn

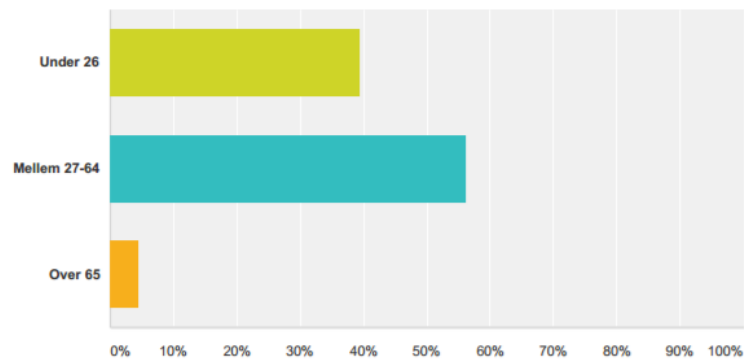
Besvaret: 203 Sprunget over: 0



Svarvalg	Besvarelser	
Mand	37,44%	76
Kvinde	62,56%	127
I alt		203

Q2 Alder

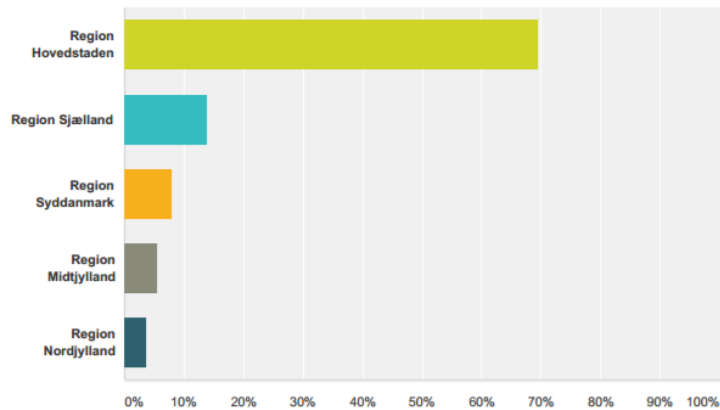
Besvaret: 203 Sprunget over: 0



Svarvalg	Besvarelser	
Under 26	39,41%	80
Mellem 27-64	56,16%	114
Over 65	4,43%	9
I alt		203

Q3 I hvilken landsdel bor du?

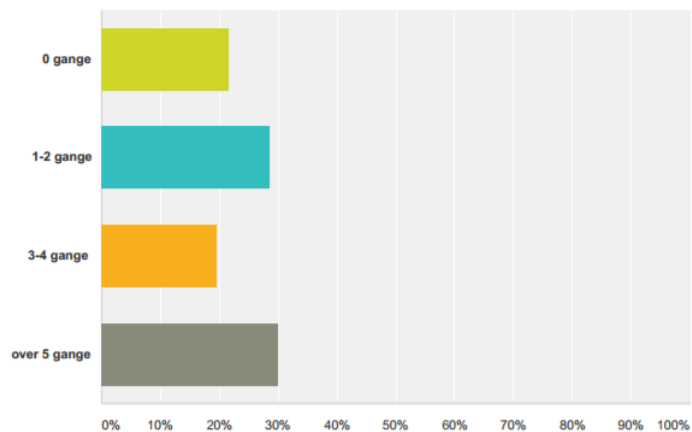
Besvaret: 203 Sprunget over: 0



Svarvalg	Besvarelser
Region Hovedstaden	69,46% 141
Region Sjælland	13,79% 28
Region Syddanmark	7,88% 16
Region Midtjylland	5,42% 11
Region Nordjylland	3,45% 7
I alt	203

Q4 Hvor mange gange har du fløjet de seneste 12 måneder? (Returbillet er 2 flyvninger)

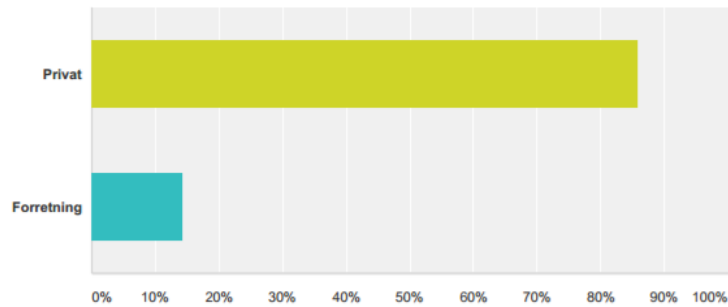
Besvaret: 203 Sprunget over: 0



Svarvalg	Besvarelser
0 gange	21,67% 44
1-2 gange	28,57% 58
3-4 gange	19,70% 40
over 5 gange	30,05% 61
I alt	203

Q5 Hvilke formål har dine rejser primært haft?

Besvaret: 191 Sprunget over: 12



Svarvalg	Besvarelser	
Privat	85,86%	164
Forretning	14,14%	27
I alt		191

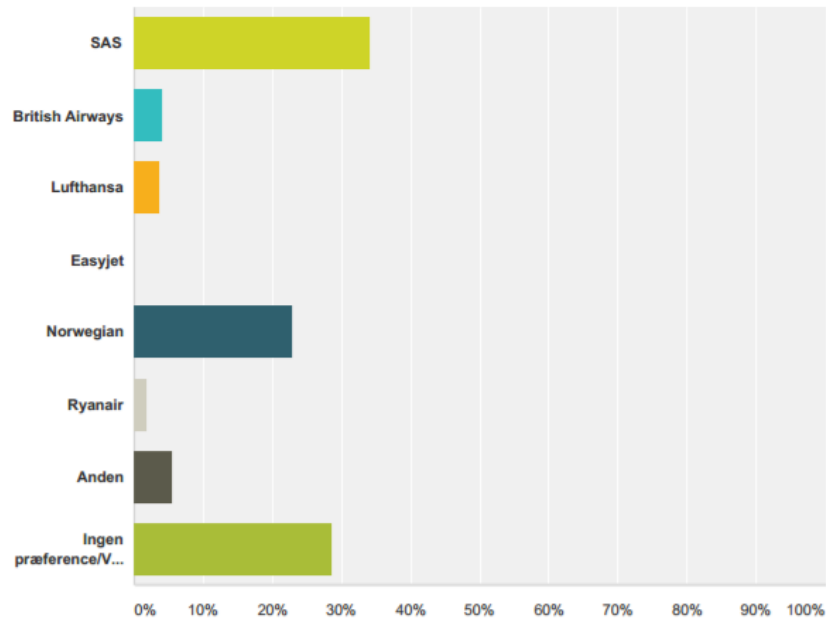
Q6 Hvor stor betydning har følgende, for dit valg af flyselskab?

Besvaret: 203 Sprunget over: 0

	Ingen betydning	Mindre betydning	Rimelig betydning	Stor betydning	Ikke relevant	I alt	Vægtet gennemsnit
Prisene på deres flybilletter	4,93% 10	12,81% 26	27,59% 56	54,19% 110	0,49% 1	203	1,00
At der ikke forekommer ekstra gebyrer, såsom bagage, sædevalg mm.	7,88% 16	14,29% 29	31,03% 63	44,83% 91	1,97% 4	203	1,00
Mulighed for tilkøb af Fast Track og Loungeadgang	47,29% 96	22,66% 46	12,32% 25	8,87% 18	8,87% 18	203	1,00
Tilbyder pakkeløsninger (Hotel, biljeje mm.)	28,08% 57	20,20% 41	23,65% 48	19,70% 40	8,37% 17	203	1,00
Tilbyder ungdomsbilletter og/eller seniorbilletter	31,03% 63	19,70% 40	13,79% 28	18,23% 37	17,24% 35	203	1,00
Mulighed for optjening af point eller lign. til senere brug	43,84% 89	19,70% 40	13,30% 27	13,79% 28	9,36% 19	203	1,00
Fleksibilitet i form af antallet af flyafgange	14,78% 30	19,70% 40	36,95% 75	23,65% 48	4,93% 10	203	1,00
Antallet af destinationer	17,24% 35	11,82% 24	32,02% 65	33,50% 68	5,42% 11	203	1,00
Punktligheden	5,42% 11	7,39% 15	29,56% 60	54,68% 111	2,96% 6	203	1,00
Der er mulighed for brug af WIFI om bord	19,70% 40	35,96% 73	24,14% 49	17,73% 36	2,46% 5	203	1,00
Tilbyder nye og moderne fly	7,39% 15	24,14% 49	41,87% 85	25,12% 51	1,48% 3	203	1,00
Ekstra service ombord (fx. gratis kaffe og the)	14,29% 29	27,59% 56	31,03% 63	23,15% 47	3,94% 8	203	1,00
De er miljøvenlige	24,63% 50	20,69% 42	31,53% 64	18,72% 38	4,43% 9	203	1,00

Q7 Hvilket flyselskab foretrækker du?

Besvaret: 203 Sprunget over: 0



Svarvalg	Besvarelser
SAS	33,99% 69
British Airways	3,94% 8
Lufthansa	3,45% 7
Easyjet	0,00% 0
Norwegian	22,66% 46
Ryanair	1,97% 4
Anden	5,42% 11
Ingen præference/Ved ikke	28,57% 58
I alt	203

Q8 Uddyb dit valg

Besvaret: 60 Sprunget over: 143

Nr.	Besvarelser
1	Jeg foretrækker SAS, da det er Dansk/Skandinavisk, men bruger oftest norwegian, easyjet og ryanair grundet prisen.
2	Billige billetter med mange afgang
3	God service
4	God service og stort antal afgang
5	SAS har bare et godt ry
6	Vælger ud fra hvor jeg skal hen, hvem der så kan opfylde min destination og billigt.
7	Vælger ud fra hvor jeg skal hen, hvem der så kan opfylde min destination og billigt.
8	Har haft bedst oplevelser med at flyve med norwegian.
9	SAS er punktlig hvilke er det mest optimale for mig. Sas gør hvad der står uden på pakken og levere altid.
10	Så længe der er god service i flyet og plads til mine lange ben, så er jeg tilfreds.
11	Kort ventetid, god service og WiFi
12	Vi kigger på SAS, Norwegian, KLM og IceAir Når turen går til Australien kigger vi på British Airways og Thai International
13	God service
14	De gange jeg har fløjet, så har Norwegian bare haft de nyeste og flottest fly. Til sommer skal vi dog flyve med SAS. Valget skete på baggrund af, at prisen stort set var den samme til Malaga fra SAS, Norwegian og Ryanair. Så valgte vi SAS (Dansk / skandinavisk). Havde den samlede pris for rejse bare været 300,- dyrere hos SAS, så havde vi valgt en anden udbydere.
15	Jeg foretrækker SAS til de flyvninger jeg foretager mig, da det ofte er mindre turer.
16	Jeg benytter primært SAS for at modtage bonuspoints, og fordi jeg synes servicen og flyene er rigtig fine. Jeg har kun haft gode oplevelser med SAS, og benytter oftest dem når jeg booker flyrejse.
17	Da de kan udbyde det samme som de andre billigere
18	Det skyldes at jeg kun har haft positive oplevelser med SAS
19	Det er et godt lavpris flyselskab med god kvalitet og service
20	Bedst service, store fly og gratis kaffe, cola og vand
21	SAS og norwegian fordi set er ordentligt, og billigt (norwegian)
22	Bare ikke Ryanair
23	Stabilt troværdighed
24	Valgt SAS da jeg går ind for service uden kompromis for pris
25	Lidt dyrere end mange af de andre selskaber men skuffer aldrig på trods af den lidt højere pris. Desuden er det delvist fra Danmark, det er også rart at støtte fædrelandet.
26	Jeg foretrækker Emirates når det er en længere flyvetur, ellers tilfredstiller både SAS og Norwegian mine behov.
27	Lufthansa har været det bedste selskab jeg har følger med.
28	Vi har memberkort og SAS er kendte for deres punktelighed
29	Har ikke fløjet nok med et selskab til at have en favorit.
30	Kun haft gode oplevelser med dette flyselskab
31	SAS indgyder mere seriøsitet, ordentlighed, kompetent. I det hele et positivt indtryk end de "nye lavprisselskaber".
32	Punktlig og venligst personale

33	Det er dem der har de billigste billetter til Aalborg.
34	Icelandair
35	Airberlin
36	Jeg foretrækker SAS fordi de opfylder mine ønsker og krav til et flyselskab. Venligt personale der snakker nordisk sprog, mange flyafgange og flyafgange til de fleste destinationer næsten alle ugedage. Der er ordentlige personale forhold, det går jeg meget op i og derfor kunne jeg aldrig finde på at flyve med Ryanair.
37	Finnair , Atlantic
38	De har overenskomst
39	Der skal være en ordentlig overenskomst for personalet.
40	Flyver også gerne med thaiairways
41	Undgår Ryanair
42	Altid en god pris og har tillid til flyselskabet.! Mange afgange og mange rejsemål.! Fin flypak og god valuta for pengene....!
43	Qatar airways, Emirates , Thai airways. Punktlige, gode og komfortable fly. Go service.
44	Billige. Flyver til mange destinationer. Fint til prisen ????
45	British Airways til flyvninger til London eller over denne destination. Ellers blot En direkte linie til min destination. Billig selskaber ønsker jeg ikke at rejse med pga dårlige forhold og ofte er forsinkede.
46	Flyver ikke særlig tit
47	De er billige og flyver til tiden personalet er organiseret
48	Tilbyder fasttrack gennem firmaaftale. Vigtigt i en travl hverdag
49	Har indtil videre vist sig som de billigste på markedet.
50	De har alle deres styrker og svagheder. Det ene selskab er ikke bedre end det andet.
51	Gode fly og gratis WIFI
52	Har fløjet med dem en del gange og har som regel været tilfreds både med service og punktlighed .
53	Billige flybilletter med god service, og ingen ekstra omkostninger efter flyselskabet har lagt en pris op på internettet . Mange lavepris selskaber er dyrere en de selskaber med alt inclusive
54	Det hele afhænger af prisen og rejsens længde, det selskab som har den bedste kombination af de to, vælger jeg. + sikkerheden, fravælger selskaber med dårligt ry
55	SAS har altid haft en utrolig god service både på jorden og i luften, lidt dyrere end de andre, men pris og kvalitet hænger sammen
56	Har fløjet mange gange med dem, oftest uden problemer, og Heathrow er en god - omend stor lufthavn at skifte med. Mit andetvalg vil være Delta/KLM/Air France, derefter nok SAS og Lufthansa
57	Nye moderne fly, serviceminded personale, har egen App hvor man får et nemt overblik over sin rejse og så har de en meget brugervenlig hjemmeside.
58	Det er destination og tidspunkt der afgør valget
59	Jeg ville ønske man kunne vælge flere flyselskaber. Knus Mor
60	syntes at deres service er god og at man kan stole på dem

Bilag 3: Interview med Lotte Larsen, Socialrådgiver – Ikke bruger af SAS

Hvor gammel er du?

- 39 år

I hvilken landsdel bor du?

- Region Nordjylland

Hvor mange er I, i husstanden?

- 2 voksne og 2 børn på 11 og 8

Hvor ofte flyver du typisk på et år, når en retur billet er 2 flyvninger?

- Jeg flyver ca. 4 gange årlig, da vi både er på vinterferie og sommerferie.

Hvilke formål har rejserne haft?

- Det er primært privat, da vi tager på ferie for at slappe af, og nyde tiden sammen og væk fra en travl hverdag.

Hvis du skulle udvælge nogen ting, som har betydning for dit valg af flyselskab, hvad ville det være?

- Et af de punkter, som har stor betydning er prisen på billetten, da der er stor prisforskel mellem selskaberne, og man får stort set den samme service i SAS og Norwegian, som jeg har oplevet det. Der udover er det vigtigt for mig at flyselskabet har et bredt rutenetværk, så man kan komme direkte til destinationen. Jeg hader, at mellemlande med 2 mindre børn, da der typisk går 3-6 timer inden man er videre for lufthavnen, og det er stor spildtid for mig og børnene bliver meget urolige på grund af ventetiden. Det sidste som også har en betydning for mit valg af flyselskab er, at selskabet skal kunne tilbyde nye og moderne løsninger i flyet såsom film, WIFI og flyene skal være flotte og indbydende.

Hvilket flyselskab foretrækker du at flyve med?

- Jeg foretrækker, at flyve med Norwegian, da de har forholdsvis billige billetter samt de har et stort rutenetværk, som har dækket mine behov indtil videre, da vi har været i Grækenland, Spanien, USA og Thailand med dem. De har meget nye og moderne fly, som giver et rigtig godt indtryk på rejsen end tilsvarende Jettime, som har meget udtjente fly, som knirker og knager, hvilket øger utrygheden for mig.

Hvorfor vil du ikke foretrække at flyve med SAS?

- SAS synes jeg personligt har for dyre billetter, når man sammenligner med Norwegian. Jeg skal selvfølgelig ikke udelukke at man kan få nogle billetter som er billigere hos SAS, men det er ikke min oplevelse.

Jeg føler, at man får stort set den samme service med Norwegian og SAS, hvilket gør, at jeg ikke vil betale ekstra hos SAS, når oplevelsen er den samme eller lidt bedre hos Norwegian med deres nye fly og gratis WIFI.

Hvad skal der til for at du/familien vil vælge SAS i fremtiden?

- Jeg skal føle, at den ekstra pris jeg betaler hos SAS kommer tilbage i form af en bedre service. Det er det vigtigste punkt for mig.

Bilag 4: Interview med Hans Birch, Investeringsspecialist – Bruger af SAS

Hvor gammel er du?

- 43 år

I hvilken landsdel bor du?

- Region Hovedstaden nærmere bestemt i Helsingør

Hvor mange er I, i husstanden?

- 2 voksne

Hvor ofte flyver du typisk på et år, når en returbillet er 2 flyvninger?

- Jeg flyver ca. 16-20 gange årligt, når der regnes med 2 flyvninger ved en returbillet.

Hvilke formål har rejserne haft?

- Det er primært forretningsrejser, da jeg arbejder for en større bank, som investeringsspecialist. Jeg rejser rundt og besøger vores filialer og hjælper med kundemøder ved større formuende kunder. Filialerne ligger kun i Danmark, så det er mest indenrigsflyvninger. Enkelte af flyvningerne er også privat, når vi skal på ferie, men det er typisk Charterrejser/pakkerejse, som er nemmest.

Hvis du skulle udvælge nogle ting, som har betydning for dit valg af flyselskab, hvad ville det være?

- Det som har en meget stor betydning for mit valg er antallet af afgang, da jeg gerne vil kunne tage af sted om morgen og returnere om eftermiddagen efter mine møder. Derfor er antallet af afgang et væsentligt parameter for mit valg af flyselskab.
Derudover så er servicen en vigtig faktor, da jeg rejser meget og det betyder en del, at man får en god service/oplevelse af flyselskabet. Det er det samme, når jeg har et kundemøde, så er kundens oplevelse en vigtig faktor, da vores produkter i bankerne er meget ens.

Hvilket flyselskab foretrækker du at flyve med?

- Jeg foretrækker, at flyve med SAS, da selskabet har mange forskellige afgang om dagen til de større lufthavne i Danmark samt de har et stort rutenetværk, som har dækket mine behov indtil videre. Deres service adskiller sig også fra de andre, da selskabet er yderst professionelt til ombookninger og man kan komme med et fly før, hvis man kommer tidligt i lufthavnen efter møderne, hvis der er plads. Dette er en god service, som jeg/arbejdet gerne vil betale ekstra for.

Privat når jeg har været på storbys ferier, så har jeg faktisk også benyttet SAS, da jeg har et godt kendskab til dem gennem rejserne med arbejdet. Selvom de er dyrere end andre udbydere, så er servicen vigtig for mig.

Hvad skal SAS gøre bedre i fremtiden for dig som forretningsrejsende?

- Det vigtigste for mig er, at SAS stadig har fleksibiliteten i fremtiden samt antallet af afgange. Derudover ville det hjælpe for mig, at selskabet havde WIFI om bord på flyene, da jeg ville kunne bruge flyvetiden til at arbejde i stedet for en del spild tid.

Bilag 5: 5-årig svensk statsobligation

Statsobligationer	
SE GVB 5Y	
Period	Medel
2012 Kvartal 2	1,2235
2012 Kvartal 3	1,0286
2012 Kvartal 4	0,9694
2013 Kvartal 1	1,3385
2013 Kvartal 2	1,3688
2013 Kvartal 3	1,809
2013 Kvartal 4	1,7164
2014 Kvartal 1	1,544
2014 Kvartal 2	1,1685
2014 Kvartal 3	0,7051
2014 Kvartal 4	0,2848
2015 Kvartal 1	0,188
2015 Kvartal 2	0,2118
2015 Kvartal 3	0,0875
2015 Kvartal 4	0,125
2016 Kvartal 1	-0,0472
2016 Kvartal 2	-0,2035
2016 Kvartal 3	-0,4469
2016 Kvartal 4	-0,2033
2017 Kvartal 1	0,0019
Gennemsnit	0,6435

Svensk statsobligation 5-års løbetid

Kilde: Thomson Reuters

Bilag 6: Betaværdi for SAS. 06.04.2017

OVERALL

Beta:	1.85
Market Cap(Mil.):	kr8,493.18
Shares Outstanding(Mil.):	337.08
Dividend:	--
Yield (%):	--

FINANCIALS

	SAS.ST	Industry	Sector
P/E (TTM):	10.20	66.33	27.74
EPS (TTM):	1.40	--	--
ROI:	7.04	2.93	5.81
ROE:	12.85	10.06	8.80

Kilde: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=SAS.ST>

SAS AB

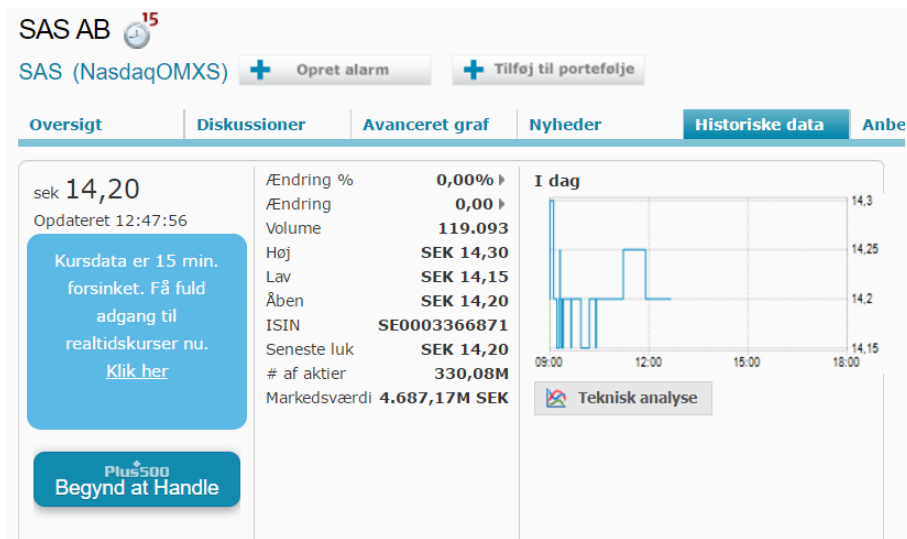
SAS:STO ▾

Consumer Services > Travel & Leisure

PRICE (SEK)	TODAY'S CHANGE	SHARES TRADED	1 YEAR CHANGE	BETA
14.30	↑ 0.05 / 0.35%	55.71k	↓ -37.00%	1.8511

Data delayed at least 15 minutes, as of Apr 05 2017 09:41 BST.

Kilde: <https://markets.ft.com/data/equities/tearsheet/summary?s=SAS:STO>

Bilag 7: Kurs over SAS pr. 06.04.2017

Kilde: <http://euroinvestor.dk/boerser/nasdaq-omx-stockholm/sas-ab/69271/historik>

Bilag 8: Beregning af betaværdi

Der er foretaget en beregning over betaværdien mellem SAS AB og OMX Stockholm PI fra d. 01.04.2014 til d. 11.04.2017.

Kovariansen mellem SAS og OMX: 0,00007

Variansen på OMX indekset: 0,00010

$$\text{Beta: } \frac{0,00007}{0,0001} = 0,70477$$

For en detaljeret beregning, så er filen uploadet med opgaven.

Bilag 9: Best case

Værdiansættelse af SAS, mio. SEK ved best case

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	2.587	3.823	5.062	5.640	5.960	6.109
Netto driftsaktiver (NDA)	22.095	29.462	36.917	44.883	48.825	52.051	55.075
Årlig vækst i NDA		7.367	7.455	7.966	3.942	3.226	3.024
FCF = DO - NDA		-4.779	-3.632	-2.904	1.698	2.733	3.085
WACC	5,97 %						
Diskonteringsfaktor		0,9403	0,8842	0,8314	0,7817	0,7351	
PV FCF		-4494	-3211	-2414	1327	2009	
PV FCF t.o.m. 2020/2021	-6784						
PV af TV FCF	77.727						
Virksomhedsværdi FCF	70.943						
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	-16.792						
Værdi af egenkapital	54.151						
Antal aktier	337,1						
Værdi pr. aktie	160,64						

Resultatopgørelse for SAS i perioden 2016-2021 samt terminalværdi, mio. SEK ved best case

	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Nettoomsætning i alt	39.459	40.919	42.433	44.003	45.631	47.319	48.739
Lønomsatninger	-9.105	-8.923	-8.834	-8.745	-8.833	-9.054	-9.280
Andre driftsomkostninger	-24.552	-24.061	-23.580	-23.108	-23.570	-24.277	-25.006
Resultat før afskrivninger, amortisering og impairment (EBITDA)	5.802	7.935	10.020	12.150	13.228	13.988	14.453
Afskrivninger, amortisering og impairment	-3.731	-4.104	-4.515	-4.966	-5.214	-5.475	-5.749
Core driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	2.071	3.831	5.505	7.184	8.014	8.513	8.705
Core driftsoverskud fra salg efter skat	1.812	2.988	4.294	5.603	6.251	6.641	6.790
Andet driftsoverskud efter skat	-331	-401	-471	-541	-611	-681	-681
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	2.587	3.823	5.062	5.640	5.960	6.109
<i>Balancen</i>							
1/AOH	0,57	0,72	0,87	1,02	1,07	1,1	1,13
Netto driftsaktiver	22.095	29.462	36.917	44.883	48.825	52.051	55.075

Kilde: Egen beregning

Bilag 9: Worst case

Værdiansættelse af SAS, mio. SEK ved worst case							
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	1.141	891	604	-387	-1.089	-1.748
Netto driftsaktiver (NDA)	22.095	28.126	33.646	33.310	32.977	33.306	33.639
Årlig vækst i NDA		6.031	5.520	-336	-333	330	333
FCF = DO - NDA		-4.891	-4.629	940	-54	-1.419	-2.081
WACC	5,97 %						
Diskonteringsfaktor		0,9403	0,8842	0,8314	0,7817	0,7351	
PV FCF		-4599	-4093	782	-42	-1043	
PV FCF t.o.m. 2020/2021	-8995						
PV af TV FCF	-31.339						
Virksomhedsværdi FCF	-40.334						
Markedsværdi af netto finansielle forpligtelser	-16.792						
Værdi af egenkapital	-57.126						
Antal aktier	337,1						
Værdi pr. aktie	-169,46						

Resultatopgørelse for SAS i perioden 2016-2021 samt terminalværdi, mio. SEK ved worst case							
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020	2020/2021	Terminal
Nettoomsætning i alt	39.459	39.064	38.674	38.287	37.904	38.283	38.666
Lønomsatninger	-9.105	-8.923	-8.834	-8.745	-8.833	-9.054	-9.280
Andre driftsomkostninger	-24.552	-24.061	-23.580	-23.108	-23.570	-24.277	-25.006
Resultat før afskrivninger, amortisering og impairment (EBITDA)	5.802	6.081	6.260	6.434	5.501	4.952	4.380
Afskrivninger, amortisering og impairment	-3.731	-4.104	-4.515	-4.966	-5.214	-5.475	-5.749
Core driftsoverskud fra salg før skat (EBIT)	2.071	1.976	1.746	1.468	287	-523	-1.368
Core driftsoverskud fra salg efter skat	1.812	1.542	1.362	1.145	224	-408	-1.067
Andet driftsoverskud efter skat	-331	-401	-471	-541	-611	-681	-681
Samlet driftsoverskud efter skat	1.481	1.141	891	604	-387	-1.089	-1.748
Balancen							
1/AOH	0,57	0,72	0,87	0,87	0,87	0,87	0,87
Netto driftsaktiver	22.095	28.126	33.646	33.310	32.977	33.306	33.639

Kilde: Egen beregning